

Una valoración del sector vinícola riojano¹

FERNANDO GÓMEZ-BEZARES

MIKEL LARREINA

Universidad Comercial de Deusto

Resumen

El sector vitivinícola es una fuente de riqueza económica muy importante para Rioja y uno de sus principales creadores de empleo, con un papel pujante en el comercio exterior. Es asimismo un sector de gran interés para la inversión tanto local como exterior. Este artículo analiza el valor del sector del vino Rioja, que estimamos en cerca de 9.000 millones de euros.

Para ello utilizaremos la valoración bursátil de las bodegas, las operaciones de capital riesgo realizadas y el análisis de las cuentas anuales y de los flujos de caja creados por las bodegas.

Palabras clave

Bodegas, Rioja, valoración, sector económico, mercados financieros

Abstract

The wine market is a very important source of economic wealth in Rioja region and a major employment provider that creates a powerful foreign trade. Thus, it is an interesting sector for investment for both local and foreign capitals. Our paper tries to analyze the impact of the entire wine sector which, from our point of view, has a value of up to 9.000 million euros.

We will follow different ways in order to study the wineries subsector: the Stock Exchange valuation, venture capital valuation and the analysis of the companies' annual accounts and cash-flow statements.

Key words

Wineries, Rioja, valuation, economic sector, financial markets

1. INTRODUCCIÓN

Rioja, una región que ha experimentado un fuerte crecimiento en términos de bienestar social en los últimos años, está muy ligada al sector vitivinícola. Este sector no sólo

¹ Este trabajo es resultado de la investigación realizada en el marco de la Tesis Doctoral sobre *Impacto socioeconómico del sector del vino en Rioja*, que elabora M.Larreina.

es la enseña distintiva riojana, sino que también es el motor de su desarrollo económico. El auge económico del vino Rioja habido fundamentalmente en la última década ha impulsado de tal manera la región que ésta ha evolucionado de ser una región fuertemente ruralizada y económicamente pobre a nivel europeo (de nivel medio español) hasta ser la región más rica de España en algunos indicadores, con un PIB per cápita superior a la media europea.

El sector vinícola riojano es fundamental para el desarrollo económico regional, y goza de una posición preeminente dentro del sector vitivinícola español. Baste para acreditar la relevancia del vino Rioja dentro de la industria vinícola española, conocer los siguientes datos: el Rioja supone un 42% del valor del vino tranquilo v.c.p.r.d.² exportado por España³ y en sus barricas envejece el 46% del vino que se está criando en el país.

A un nivel diferente, el peso de la Denominación de Origen Calificada Rioja⁴ también es relevante a nivel europeo, representando el 4,5 % del vino v.c.p.r.d. de la Unión Europea (Barco, 2003).

En este artículo vamos a intentar valorar el subsector vinícola riojano, representado por las bodegas y cooperativas comercializadoras. Este subsector elabora vino, lo cría en un porcentaje cada vez mayor y lo comercializa en un número de mercados en constante aumento. Sobre algunas de las bodegas más representativas disponemos de la suficiente información financiera como para, a partir de ellas, valorar el conjunto del sector.

El subsector vitícola riojano, está formado por cooperativas y miles de viticultores que cultivan los viñedos que han hecho famosa la región (González Larraina, 1996). Este subsector provee a las bodegas de uva y vino, y, debido a las diferencias de sus agentes económicos con respecto a las bodegas comercializadoras, no se va a valorar en este artículo. Una valoración aproximada del mismo sitúa su valor en unos 4.200 millones de euros a mediados de 2003 (Gómez-Bezares y Larreina, 2003).

En conjunto, podemos valorar al sector vitivinícola a principios de Septiembre de 2003 en algo menos de 9.000 millones de euros, divididos en partes aproximadamente iguales entre el sector productor y el sector criador y comercializador. Este valor es especialmente alto si tenemos en consideración que el PIB regional de la DOCa Rioja no alcanza los 6.500 millones de euros anuales actualmente⁵ y que las hipótesis que planteamos a continuación para justificar ese valor son conservadoras.

En los apartados 2 y 3 se analiza el rol de los mercados bursátiles en la valoración de empresas y la relación de estos mercados con el mundo del vino. En el apartado 4 se recoge la valoración bursátil de las empresas cotizadas, que es coherente con la valoración a través de la generación de tesorería efectuada en el apartado 5. En el apartado 6 se extrapola este valor al sector vinícola de la DOCa Rioja. En los apartados 7, 8 y 9 se analizan otras operaciones financieras de bodegas riojanas (OPAs, cotización en corros, operaciones de capital riesgo) y se determina el valor del sector estimado a partir de cada una de ellas. En el apartado 10 se resumen las estimaciones realizadas anteriormente y se

² Vino de Calidad Procedente de una Región Determinada.

³ España es el tercer exportador mundial de vino en volumen y el quinto en valor (OIV, 2002).

⁴ En adelante, DOCa Rioja.

⁵ El PIB de la Comunidad Autónoma de La Rioja durante 2002 ha sido de 5.200 millones de euros según el primer avance del INE (INE, 2003) y estimamos en otros 1.300 millones de euros el PIB de Rioja Alavesa y de la Rioja Navarra.

valora definitivamente el sector vinícola. Finalmente, en el apartado 11, se determina una valoración del conjunto del sector vitivinícola riojano.

2. COTIZACIÓN BURSÁTIL. VALORACIÓN DEL RIOJA POR LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las bodegas son las únicas empresas netamente riojanas cotizadas en los mercados de valores. En Rioja están implantadas o prestan sus servicios otras empresas cotizadas (Altadis, Electrolux, Iberdrola...) pero las únicas que tienen el centro efectivo de gestión o sus principales centros productivos en Rioja y además se negocian en los mercados bursátiles son las bodegas⁶, como se aprecia en el cuadro 1.

Cuadro 1

Bodegas cotizadas

	Centro de gestión	Mercado	Principales Centros productivos
Barón de Ley CVNE	Oyón (Rioja) Bilbao	SIBE ⁷ SIBE	Oyón, Mendavia (Rioja) Haro, Laguardia (Rioja)
Federico Paternina	Haro (Rioja)	SIBE	Haro
B. Riojanas	Cenicero (Rioja)	SIBE	Cenicero
B. Bilbaínas	Haro	Bolsa de Bilbao	Haro

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia

La vinculación con el mundo financiero es una medida del interés económico de los mercados vitivinícolas más desarrollados. Como ejemplos se pueden citar el mercado de derivados Winefex sobre *grand cru* bordeleses, puesto en marcha por Euronext⁸, o la situación en Australia, donde las cuatro bodegas cotizadas más importantes controlan un 80% de la comercialización vinícola del país (Oldryd, Windle y Yule, 2001).

Varias bodegas riojanas, con una representatividad importante del sector, cotizan en bolsa o han cotizado en el pasado próximo, lo que nos permite utilizar la valoración que efectúa el mercado financiero de estas empresas como método para cuantificar qué valor real tiene el subsector vinícola de la DOCa Rioja. Para que esta valoración sea fiable, el mercado debe ser eficiente lo que exige transparencia en la información y capacidad de interpretarla correctamente (Fama, 1970, Gómez-Bezares, 1991, Sutton, 2000). En este caso, el precio bursátil de una compañía es una medida fiable de su valor. Entendemos que así ocurre en el mercado financiero español (Gómez-Bezares, Madariaga y Ugarte, 1988, Martínez Abascal, 1993).

⁶ Más aún: las únicas bodegas cotizadas en España son las bodegas de Rioja.

⁷ Sistema de Interconexión Bursátil Español.

⁸ Consúltese www.winefex.com.

Dado que las empresas cotizadas tienen un porcentaje bajo de autoabastecimiento con su viñedo propio, de entre el 5% y el 35%, lo que se valora principalmente es el proceso de elaboración, crianza y comercialización vinícola. El autoabastecimiento de materia prima, sólo llega al 17% en el conjunto de las cuatro empresas cotizadas en SIBE, valor similar al del conjunto de las bodegas riojanas (González Larraina, 1996, Pascual, 2003).

Para simplificar el estudio no se va a separar inicialmente el negocio vinícola del vitícola de las bodegas, aunque siendo el autoabastecimiento de las bodegas cotizadas considerablemente menor a sus necesidades de uva y dado el importante valor añadido ligado a la elaboración y crianza del vino, el negocio que estamos valorando de forma fundamental es el vinícola.

Dadas estas premisas, podemos determinar la valoración que el mercado financiero realiza del sector vinícola riojano, que al escribir estas líneas, en septiembre de 2003, se sitúa entre los 4.600 y los 4.950 millones de euros.

La concreción de este valor se efectúa a continuación a partir de cuatro fuentes de información financieras complementarias⁹: las cuatro empresas que cotizan actualmente en el sistema de interconexión de las bolsas españolas; la OPA que supuso la compra de Bodegas y Bebidas por Allied-Domecq en 2001, y su exclusión de bolsa en Marzo de 2002; la empresa que cotiza en el mercado de corros de la bolsa de Bilbao; y, por último, las operaciones de capital-riesgo efectuadas en el sector vinícola.

3. BODEGAS COTIZADAS EN EL MERCADO BURSÁTIL ELECTRÓNICO (SIBE)

La contratación electrónica de valores en el mercado bursátil español se realiza a través de la plataforma SIBE, en la que se negocian aquellas acciones que están admitidas a cotización en al menos dos de las bolsas españolas¹⁰ y así lo han solicitado. En esta plataforma se introducen a través de terminales informáticos las órdenes de compra y venta de los títulos y, al casar estas ordenes, se produce la contratación de manera automática. SIBE es el mercado más líquido y profundo de la bolsa española.

Dentro de SIBE, una empresa puede cotizar en el mercado continuo o a través de fixing. El mercado continuo funciona desde las 9 de la mañana hasta las 17.30, con una subasta previa de apertura (de 8.30 a 9) y una subasta final de cierre (de 17.30 a 17.35). Este mercado es muy eficiente ya que la información se puede trasladar inmediatamente a los precios de las acciones. Para aquellas empresas para las que no hay un gran volumen de contratación existe la modalidad de fixing, en la que durante la jornada bursátil sólo se negocia a través de las dos subastas (apertura y cierre), aunque éstas tienen un horario mucho más amplio que en el mercado continuo, de 8.30 a 12 y de 12.30 a 16, respectivamente. De esta manera, en el mercado continuo se pueden fijar teóricamente infinitos precios a lo largo de una sesión mientras que en la modalidad de fixing sólo puede haber dos precios diarios, los que se obtengan en las subastas.

⁹ Los datos utilizados en este capítulo provienen de las series de cotizaciones de las bodegas en las Bolsas de Madrid y de Bilbao; las memorias y cuentas anuales de estas bodegas; notas informativas de las empresas involucradas en las operaciones; y entrevistas realizadas con responsables de estas empresas.

¹⁰ En España hay cuatro bolsas de valores: Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia.

En este momento hay cuatro bodegas riojanas que cotizan a través de SIBE, con una capitalización bursátil total de 450-500 millones de euros¹¹. Estas bodegas, que dan empleo a más de 400 personas, han tenido durante los últimos años unas ventas anuales de alrededor de 30-35 millones de litros, con lo que representan, según los años, entre un 10% y un 13% del volumen vendido por la Denominación. Su facturación durante 2002 fue superior a los 150 millones de euros¹², de los que 45 millones fueron ventas en mercados exteriores, un 13% de la exportación de las bodegas riojanas. El potencial criador de las bodegas cotizadas en SIBE alcanza las 160.000 barricas, aproximadamente un 15% del parque de barricas total de la DOCa Rioja.

Estas bodegas son muy heterogéneas, reflejando la diversidad de modos de gestión del sector del vino riojano:

- Barón de Ley es un grupo bodeguero compuesto por varias empresas, centradas en vinos de alto valor añadido y con fuerte presencia en mercados exteriores, que significan más de un 40% de su facturación. Este grupo representa en 2002 un 5,45% del vino vendido en la Denominación, un 6% de la facturación y un 7,72% del vino exportado. Su forma de gestión ha sido muy bien valorada por los mercados financieros, quienes han seguido su evolución desde que la firma de Capital-riesgo Mercapital se hizo cargo de la empresa en 1991¹³. El planteamiento de negocio del grupo Barón de Ley es el modelo al que debe tender el conjunto de la DOCa Rioja: vinos de gran valor añadido con mucha importancia de los mercados internacionales en la comercialización. Su potencial criador es muy importante: con 66.000 barricas supone el 6,22% del total de barricas de la región.
- CVNE es un grupo bodeguero centenario que cuenta con numerosas marcas de prestigio. Tiene una facturación alta, cercana al 3,5% de la Denominación, y la exportación representa aproximadamente una quinta parte de su cifra de negocios. En los últimos años ha desarrollado fuertes inversiones que permitirán que la empresa siga centrada en los vinos de mayor valor. Entre estas inversiones se encuentra la puesta en marcha de una nueva bodega en Rioja. CVNE cuenta en la actualidad con un 3% aproximadamente del parque de barricas riojano y sus ventas representan el 2,8% del volumen de vino Rioja comercializado. Sus resultados contables en los últimos años han sido positivos, no así su evolución bursátil.
- Paternina es una empresa que tiene presencia en Jerez y Ribera del Duero, pero el 96% de sus ingresos se obtienen con el vino de la DOCa Rioja. Su facturación es alta debido al volumen de vino vendido, aproximadamente un 5% del total comercializado por la Denominación. Sin embargo, hasta el momento el peso de los vinos con menor valor añadido ha sido superior al de las otras bodegas cotizadas, por lo que su peso en el valor del vino vendido es menor, de cerca de un 3,3%. Exporta por un importe del 30% de su cifra de negocios, lo que supone un 4,9% del volumen exportado por la Denominación y algo más del 3% de la facturación en los mercados exteriores. Los malos resultados contables de la compañía durante

¹¹ Dos de las bodegas mencionadas se negocian en el mercado continuo y las otras dos a través de *fixing*.

¹² El resultado del primer semestre de 2003 mantiene la tendencia de incrementar la facturación, habiéndose facturado más de 73 millones de euros, un 15% más que en el primer semestre de 2002.

¹³ Este seguimiento ha sido mayor desde que Mercapital deshizo su participación en 1997 al sacar a cotización Barón de Ley.

los últimos años se han visto acompañados por un mal comportamiento bursátil. Las bodegas Franco-Españolas, actualmente una empresa relacionada (su accionista mayoritario es el mismo que el de Paternina), también cotizó en la bolsa de Bilbao durante la primera mitad de los 90.

- Bodegas Riojanas es una empresa de tamaño inferior a las anteriores, centrada en el mercado nacional, cuya salida a bolsa se realizó para facilitar la desinversión del Banco Santander. La facturación obtenida con sus vinos Rioja durante 2002 fue de 14,5 millones de euros, un 1,35% de la facturación total de Rioja. Sin embargo, Riojanas representa un porcentaje superior de la Denominación por volumen de vino comercializado y un 2,5% por el parque de barricas. Ha tenido beneficios de más de un millón de euros anuales durante los últimos años, en los que ha realizado una inversión en una bodega en Ribera del Duero y ha construido otra bodega en Rioja, con la que ha incrementado su capacidad de elaboración en un 30% y la de crianza en un 25%. Su intención es, como en otras bodegas analizadas, centrarse en los vinos de mayor valor añadido.

Si suponemos que las empresas cotizadas en el sistema de interconexión bursátil representan razonablemente bien al sector criador y comercializador de la DOCa Rioja podemos extrapolar sus cifras para valorar el sector vinícola riojano. Para que la extrapolación sea significativa se deben cumplir las siguientes hipótesis:

- a) El peso del vino ajeno a la DOCa Rioja en la generación de flujos de caja y de valor, es insignificante en todas las bodegas estudiadas,
- b) las distintas categorías de vino tienen un peso parecido en el conjunto del sector y en estas cuatro empresas,
- c) el peso del mercado exterior también es similar,
- d) Los precios medios y la estructura de costes de las empresas son similares a los del conjunto de la Denominación,
- e) las empresas de tamaños más pequeños no tienen dificultades para competir dado que los rendimientos de escala no son significativos en las operaciones de mayor valor añadido.

Las cuatro primeras hipótesis se cumplen al analizarse el grupo de bodegas cotizadas en SIBE. La quinta hipótesis, que nos permite generalizar la cuarta, es razonable también y se cumple, al menos en la DOCa Rioja.

Para inferir el valor del sector vinícola riojano, utilizaremos los precios que el mercado bursátil asigna a cada empresa y su peso en la Denominación.

Cuadro 2

Bodegas cotizadas

	Barón de Ley	Paternina	CVNE	B. Riojanas
Peso en la DOCa Rioja	5,60%	3,45%	3,30%	1,30%

Fuente: Elaboración propia.

Creemos que, dadas las premisas anteriormente expuestas, la variable que mejor nos permite conocer la importancia de cada bodega en la DOCa Rioja es su facturación. En el cuadro II recogemos la media de facturación de las cuatro bodegas durante los años 2000 a 2002, comparada con el total facturado por la Denominación.

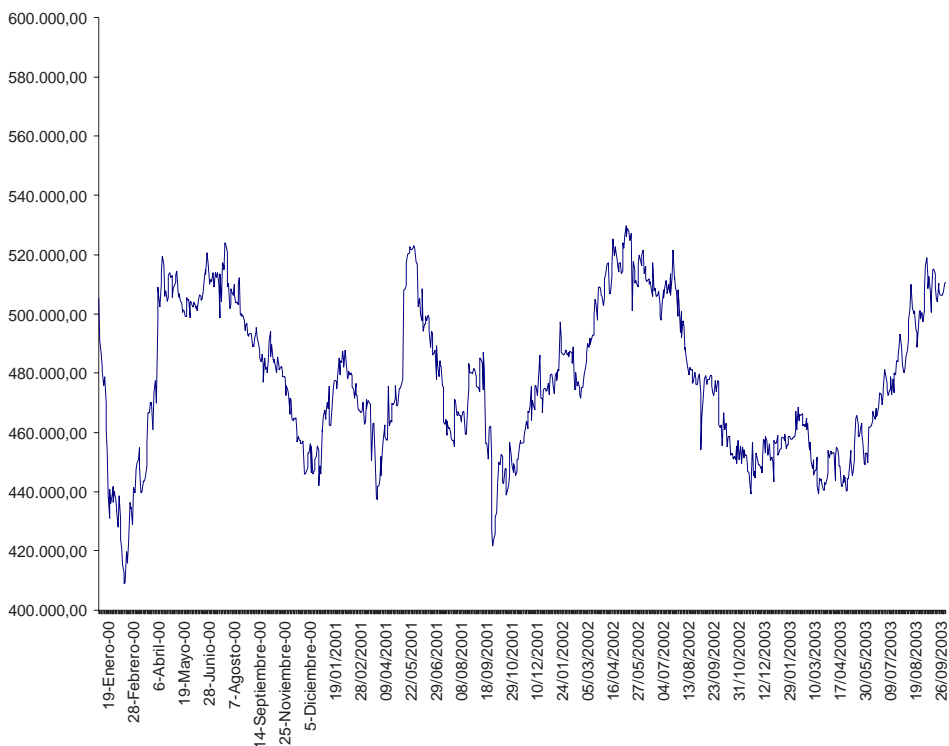
El peso de las cuatro bodegas, un 13,65 %, es similar a su participación en el volumen de comercialización, exportaciones o capacidad de crianza de la DOCa Rioja. Por ello, si eligiéramos cualquiera de estas variables, los pesos individuales variarían, pero en conjunto seguiría representando un 13,5-15 % de la Denominación.

4. EVOLUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN SIBE

Desde enero del año 2000 hasta septiembre de 2003, la valoración bursátil total de las cuatro bodegas cotizadas en SIBE ha oscilado entre un valor mínimo de 408 millones de euros el 11 de febrero de 2000 y un valor máximo de casi 530 millones de euros el 2 de mayo de 2002.

Gráfico I

**Capitalización bursátil de las bodegas riojanas (miles de euros).
Enero de 2000-Septiembre de 2003**



Durante el mes de septiembre de 2003, último período incluido en el análisis¹⁴, la capitalización bursátil de estas cuatro bodegas riojanas ha sido de manera continua superior a 500 millones de euros. En los cuadros III y IV tenemos los datos más importantes sobre la evolución bursátil de estas bodegas en los últimos años.

Cuadro 3

Capitalización bursátil sector bodeguero. Período 2000-2003

	Miles de €	Fecha
Valor máximo	529.859	2/05/2002
Valor mínimo	408.787	11/02/2000
Valor medio	477.207	
Desviación típica	24.870	
Valor medio del último mes	508.465	Septiembre 2003

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4

Valoración bursátil fin de día. Período 2000-2003

	N.º días
Menor que 450 millones de euros	135
Entre 450 y 500 millones de euros	568
Superior a 500 millones de euros	233
Total	936

Fuente: Elaboración propia.

La variabilidad de la capitalización bursátil del grupo de bodegas cotizadas es sensiblemente inferior a la del mercado español¹⁵, lo que da mayor importancia al valor medio de capitalización bursátil durante los tres años y medio analizados, que ha sido 477 millones de euros¹⁶. Además, durante un 60% de los días del período analizado, el valor de capitalización bursátil se ha mantenido en el intervalo 450-500 millones de euros.

¹⁴ El 26 de septiembre de 2003 ha sido el último día cuyos datos aparecen en este estudio.

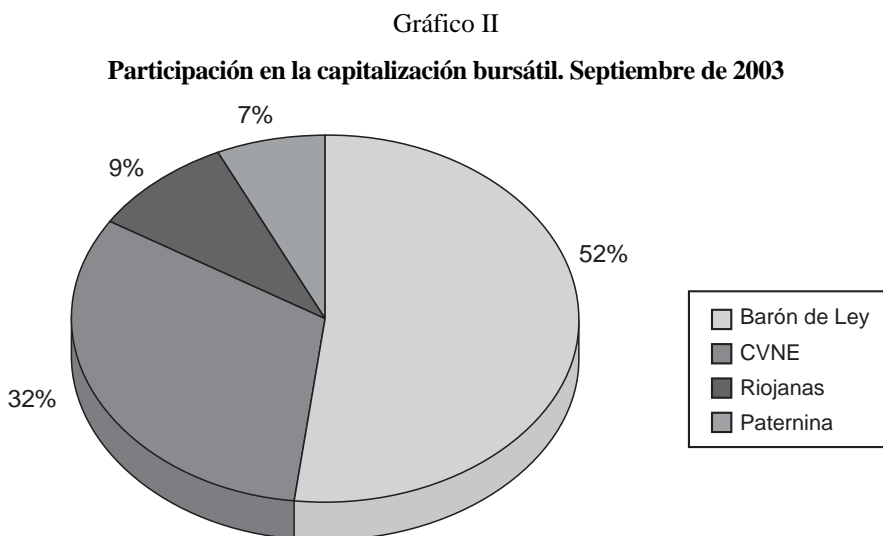
¹⁵ La volatilidad de las bodegas cotizadas ha sido del 5,2% del promedio de su valor. Durante el mismo período, la volatilidad del índice IBEX-35 ha sido del 21,66%. De la misma manera, el recorrido de los valores de este índice (5.364 – 12.816) ha sido mucho más amplio que el de las bodegas (408 – 530). El valor máximo del IBEX es un 139% superior al mínimo del período; en el sector bodeguero esa relación es del 29%.

¹⁶ Al escribir estas líneas, a finales de septiembre de 2003, el valor de capitalización bursátil ronda los 510 millones de euros.

Actualmente¹⁷, el 84% de esta capitalización se debe a dos de las bodegas más pujantes de Rioja: Barón de Ley y CVNE. Este porcentaje es ligeramente superior al 81% que aportaban estas dos bodegas a la capitalización bursátil del grupo en enero de 2000.

El peso de Barón de Ley en la capitalización del grupo ha ido creciendo a lo largo del tiempo por su buena evolución bursátil, mientras que CVNE y Paternina han visto reducirse su participación en la capitalización bodeguera. Bodegas Riojanas se ha mantenido estable, en torno al 10% de la capitalización bursátil total.

En el gráfico II podemos apreciar el peso de cada bodega en la capitalización del grupo en el momento del estudio:



El comportamiento bursátil que han tenido las bodegas riojanas ha sido especialmente positivo comparado con la bajada generalizada de los valores en las principales bolsas mundiales, entre ellas la española. Así, el índice Ibex-35 ha sufrido una caída del 22% entre enero de 2001 y septiembre de 2003 mientras que la capitalización de las bodegas riojanas ha crecido un 8% en el mismo período. Este crecimiento es especialmente relevante si consideramos que el índice de empresas de bienes de consumo de la bolsa de Madrid sólo ha crecido un 1% durante este tiempo.

Las especiales características de las bodegas riojanas (Pascual, 2003) y las tendencias registradas en el mercado vinícola mundial (Oldroyd, Windle y Yule, 2001) han confluído para preservar a las bodegas riojanas de la crisis bursátil experimentada a nivel mundial y que ha afectado tan duramente a la bolsa española.

La evolución bursátil de las bodegas no sólo ha sido positiva sino que la valoración actual de estas bodegas es coherente y perfectamente justificable con su situación y perspectivas económicas, como se puede ver en los siguientes apartados.

¹⁷ Durante el mes de septiembre de 2003.

5. VALORACIÓN DE LAS BODEGAS COTIZADAS EN SIBE A TRAVÉS SU GENERACIÓN DE TESORERÍA

Atendiendo a la capacidad de las bodegas cotizadas de generar tesorería en los últimos años, podemos establecer una valoración objetiva de las mismas que nos permita evaluar la bondad de su precio bursátil.

Para ello, utilizamos un planteamiento financiero comúnmente aceptado¹⁸ (Williams, 1938; Miller y Modigliani, 1961; Copeland, Koller y Murrin, 2000) y consideramos que el valor de las bodegas riojanas se determina de la siguiente manera:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Q_i}{(1+k)^i} \quad [1]$$

donde V representa el valor del grupo de bodegas,

Q_i es el flujo de tesorería que genera el grupo de bodegas en el momento i y k representa el tipo de descuento aplicado por los proveedores de fondos de las bodegas, compuesto por el tipo de interés sin riesgo más una prima por riesgo.

Las hipótesis que están implícitas en nuestro planteamiento son las siguientes:

- a) El determinante del valor de una empresa son los flujos de tesorería, no el beneficio contable.
- b) Las bodegas no están repartiendo grandes dividendos por la alta rentabilidad de su negocio¹⁹: los excedentes de tesorería se reinvierten para continuar con el crecimiento.
- c) Las cuatro bodegas tienen una prima por riesgo equivalente al situarse en un mismo mercado final, y de materias primas, disponer de una tecnología similar y tener una estructura financiera parecida. Como consecuencia, el coste de capital es equivalente.
- d) Estimamos que el coste de capital permanece constante a lo largo del tiempo.

Las dos últimas hipótesis, más discutibles, se pueden relajar aunque, dado que no afectan de forma relevante a las conclusiones, las mantendremos con el fin de simplificar los cálculos.

Una vez aceptadas las principales hipótesis subyacentes a nuestro planteamiento, podemos profundizar en el cálculo de Q_i y de k. Para ello se debe considerar cuál es la estructura del balance del grupo de bodegas, representada en la figura 1.

Como se puede observar, son empresas que no dependen excesivamente de la financiación ajena (FALP, a largo plazo y FACP, a corto), representando los fondos propios (FP) aproximadamente un 56% de su balance. Por la propia naturaleza del negocio, el activo circulante (AC) es mayor que el activo fijo (AF)²⁰. Debido a la existencia de pasivo

¹⁸ Seguimos en este apartado la metodología propuesta en Gómez-Bezales y Santibáñez (1997).

¹⁹ En Ikei (2001) se compara la generación de Excedente Neto de Explotación de bodegas de la DOCa Rioja con la de otras empresas agroalimentarias. Las bodegas triplican o cuadruplican el porcentaje de la facturación que supone el excedente en otras empresas. La rentabilidad (medida a través de los beneficios) obtenida por los fondos propios de las bodegas cotizadas ha sido del 17%, 12,5%, 7% y 8,5% respectivamente durante los últimos cuatro ejercicios.

²⁰ Los productos de mayor valor añadido, vinos de Crianza, Reservas y Grandes Reservas deben mantenerse en stock durante varios años, lo que hace que las existencias representen la partida más importante del balance.

circulante con coste explícito, en el balance se distingue entre la financiación ajena con coste explícito (FACCE) y la financiación ajena a corto plazo sin coste explícito (FACPSCE). El activo circulante neto (ACN), que definimos como activo circulante menos FACPSCE, es positivo y supone más del 50% del balance.

Figura 1

Balance consolidado de bodegas cotizadas DOCa Rioja (31/XII/2002)²¹

AC 67 %	FACPSCE 14%
	FACCE 30%
AF 33 %	FP 56 %

Fuente: Elaboración propia

El flujo de tesorería Q_i , relacionado con las decisiones de inversión a largo plazo, lo calculamos de la siguiente manera²²:

- + Generación de Fondos Operativa del año i
- + Generación de Fondos Extraordinaria del año i
- Incremento en Activo Circulante Neto durante el año i
- Inversión en Activo Fijo durante el año i

Flujo de Tesorería Q_i

La tasa de descuento k es el coste medio ponderado de los fondos propios y ajenos con coste explícito de las bodegas. Estimamos este valor en el 6% anual, lo que sitúa la prima de riesgo para la financiación del conjunto del activo en el 3%.

Durante los últimos años, las bodegas cotizadas han generado flujos por sus actividades ordinarias y extraordinarias del orden de 42 millones de euros anuales, lo que supone un importante salto cualitativo con respecto a la situación anterior. En el año 1998²³, jus-

²¹ Esta estructura de balance ha experimentado desde el año 1999 un aumento suave del porcentaje del pasivo que representan los fondos propios.

²² En el Apéndice I se puede encontrar una explicación más detallada del cálculo de cada uno de estos flujos.

²³ El año 1998 fue máximo histórico de la DOCa Rioja, hasta ese momento, tanto en cuanto a volumen de vino comercializado como en cuanto a precio medio de venta.

to antes del fuerte crecimiento del vino Rioja, los flujos generados fueron de 34,6 millones. En cuatro años se ha asentado un crecimiento de más del 20% en la generación de flujos de caja a través de las actividades de las bodegas.

Debido a las distintas inversiones en inmovilizado y existencias que han realizado en cada período, el flujo de tesorería ligada a inversiones a largo plazo ha sido diferente: en los años 1999, 2000 y 2001 las fuertes inversiones exigieron fondos adicionales, lográndose financiación ajena. Durante 2002 y el primer semestre de 2003, las inversiones han sido menos importantes y se ha podido reducir la financiación ajena. En el cuadro V se recoge el flujo de tesorería generado durante los últimos años.

Cuadro 5
Flujos de tesorería de las bodegas cotizadas

Miles de €	1999	2000	2001	2002	2003 (1.ª sem.)
GFO	41.632	40.221	36.792	40.366	19.385
GFE	599	1.567	1.449	1.645	768
GFO + GFE²⁴	42.231	41.788	38.241	42.011	20.603
Aumento ACN	57.769	47.510	10.916	122	-12.572
Inversión AF	29.684	36.873	30.898	31.842	13.646
TINV	-45.222	-42.596	-3.573	10.047	19.529

Fuente: Elaboración propia.

Planteamos a continuación unas hipótesis sobre el comportamiento financiero de las bodegas cotizadas en SIBE durante los próximos años:

1. La generación de fondos crecerá hasta los 48-50 millones de euros anuales, impulsada por las siguientes causas:
 - a) Mayor importancia de los vinos de gran valor añadido en aquellas bodegas en las que el vino joven era excesivamente importante.
 - b) Control de las tensiones en precios de la materia prima.
 - c) Aumento de las ventas en volumen.
 - d) Aumento suave del precio de venta.
2. Las inversiones bajarán hasta estabilizarse en el entorno de los 10-11 millones de euros anuales debido a:
 - a) El fin del ciclo de fuertes inversiones diseñado por las bodegas cotizadas.
 - b) La necesidad de consolidar el mercado antes de replantearse el aumento de la capacidad de elaboración o de crianza.

²⁴ Generación de Fondos Operativa (GFO) y Generación de Fondos Extraordinarios (GFE).

3. El activo circulante neto se mantendrá prácticamente constante o con ligeros incrementos, por las siguientes razones
 - a) Al estabilizarse el parque de barricas desaparece la necesidad de aumentar el stock para su llenado.
 - b) El aumento de la superficie vitícola y las lecciones del comportamiento de los precios durante los años 1999-2000 parecen alejar, a medio plazo, la posibilidad de nuevos crecimientos incontrolados del precio de la uva.
 - c) El valor en balance de los acreedores comerciales se estabilizará en 45 millones de euros.

Consideramos que este comportamiento, que ya se observa en el primer semestre de 2003²⁵, se consolidará durante el segundo semestre de 2003 y durante 2004, incrementándose notablemente la generación de tesorería ligada a la inversión hasta superar los 23 millones de euros en 2004. Posteriormente seguirá habiendo ligeros incrementos de tesorería hasta que la generación de fondos se estabilice en 2007 por encima de los 35 millones de euros anuales.

Aplicando la fórmula [1] durante cinco años con los valores estimados de TINV (recogidos en el Apéndice II y con una k del 6%), podemos valorar al grupo de bodegas cotizadas²⁶:

$$V = \sum_{i=1}^5 \frac{TINV_i}{(1 + 0,06)^i} + VC$$

El valor total se encuentra, según estas hipótesis, entre 623 y 650 millones de euros. Restando el valor de los fondos ajenos con coste explícito (120 millones), se determina el valor de los fondos propios. Éste es de 503-530 millones de euros, un valor coherente con su cotización bursátil actual.

6. VALORACIÓN DEL SECTOR VINÍCOLA RIOJANO A PARTIR DE LAS BODEGAS COTIZADAS EN SIBE

En las páginas anteriores hemos visto que las cuatro bodegas riojanas cotizadas han tenido un valor entre 450 y 500 millones de euros durante más del 60% de los días de negociación bursátil de los últimos cuatro años y que este valor es coherente con los flujos de tesorería de las compañías bajo hipótesis razonables.

²⁵ La facturación se ha incrementado un 15% entre el primer semestre de 2002 y el primer semestre de 2003 y la generación de fondos, un 18%. La inversión en activo fijo se ha reducido un 20% y el activo circulante neto se ha reducido significativamente.

²⁶ Al completar la fórmula [1], hemos utilizado sólo los próximos 5 años. Al final del quinto año, hemos supuesto un Valor de Continuación del negocio (VC) que determinamos, siguiendo a Gómez-Bezares y Santibáñez (1997) con la siguiente fórmula: $VC = \frac{TINV_5 \times (1+g)}{(k-g) \times (1+k)^5}$, donde g es la tasa de crecimiento de la generación de flujos de tesorería a partir del año 5.

Considerando las hipótesis expuestas en el apartado 3, se puede determinar el valor que los mercados financieros otorgarían al conjunto del sector vinícola de la DOCa Rioja, aplicando la fórmula [2].

$$V = \frac{\sum_{j=1}^n V_j}{\sum_{j=1}^n p_j} \quad [2]$$

donde V es el valor del sector bodeguero de la DOCa Rioja, V_j es el valor de la bodega j , p_j el peso otorgado a esa bodega en el conjunto de la DOCa y n , el número de bodegas utilizadas para la valoración.

Conociendo que el peso de las bodegas cotizadas durante el período 2000-2003 ha sido de un 13,65% de la Denominación y que su valoración bursátil se ha situado habitualmente entre los 450-500 millones de euros, el valor que se infiere para el conjunto del sector bodeguero estaría comprendido entre los 3.300 y los 3.665 millones de euros. Sin embargo, la valoración actual de las bodegas cotizadas es superior, situándose en más de 508 millones de euros. Si realizamos esta estimación con los datos de capitalización media durante septiembre de 2003, el valor de la DOCa Rioja se eleva a 3.725 millones de euros²⁷.

Al inferir el valor del sector vinícola Rioja a partir de la capitalización del grupo de bodegas, se pierde una información enriquecedora dado que la diversidad de las bodegas cotizadas provoca que no tengan una evolución bursátil homogénea sino que sigan tres pautas de comportamiento distintas. Por ello, parece interesante completar las estimaciones realizadas con un análisis bursátil individual y por grupos. En el cuadro VI se recogen algunos datos sobre la negociación bursátil de las bodegas en los últimos años.

Cuadro 6

Negociación bursátil de las acciones. Período 2000-2003

	Barón de Ley	CVNE	B. Riojanas	Paternina
Free-float ²⁸	70%	35%	60%	15,5%
N.º días en los que se ha negociado el valor	898	721	908	785
N.º días en los que no se ha negociado el valor	38	215	28	151
Volumen medio de negociación (% capital) ²⁹	0,222%	0,042%	0,103%	0,020%
Valor medio de negociación (en euros) ³⁰	433.129	83.066	50.895	8.047
Porcentaje de capital negociado en el período	199,913%	30,083%	95,332%	15,774%

Fuente: Elaboración propia.

²⁷ Este valor se obtiene con el peso de las bodegas determinado en el cuadro II.

²⁸ Consideramos *free-float* el porcentaje de capital admitido a cotización a bolsa excepto las participaciones permanentes de accionistas con vocación de permanencia.

²⁹ Durante los días en los que se ha producido negociación. Como comparación, en el mismo período, el porcentaje de capital de las empresas del Ibex 35 negociado en una sesión, como media, ronda el 0,475%.

³⁰ Durante los días en los que se ha producido negociación.

El análisis que hacen los expertos financieros de dos de las bodegas es que sus resultados actuales se verán superados en el futuro próximo, puesto que tanto CVNE como Riojanas cotizan con un PER³¹ alto comparado con el habitual en la bolsa española (CVNE a PER 20 y Riojanas a PER 27) y la recomendación de los analistas financieros, sin embargo, es de mantener esos valores. Esto quiere decir que, a pesar de que la rentabilidad por beneficios de estas bodegas es de apenas un 3,5% o un 5%, con una prima de rentabilidad de entre 0,5 y 2 puntos sobre los activos sin riesgo, existe consenso entre los analistas³² en esperar que los beneficios futuros sean mayores. Las dos bodegas reparten dividendos anualmente, entorno a 3 millones de euros, lo que representa una rentabilidad cercana al 1,5% del valor bursátil de las empresas.

Ambas bodegas han sufrido una fuerte y continuada caída de su cotización desde mediados de 2002, terminada con la publicación de los beneficios de ese año en Marzo de 2003. Ha sido en ese momento en el que la recomendación de los analistas ha variado de «venta» a «mantener». Desde entonces, la cotización de ambas bodegas se ha recuperado ligeramente, de forma más evidente en el caso de Riojanas. Si utilizáramos la capitalización en septiembre de 2003 de estas dos bodegas, que representan un 4,6% de la Denominación por su facturación, para estimar el valor de la DOCa Rioja, éste sería de 4.463 millones de euros³³.

Barón de Ley, sin embargo, tiene un comportamiento totalmente diferente: su PER es bajo (10,7), con una rentabilidad por beneficio de más del 9%. Los analistas recomiendan la compra del valor, que en los últimos meses ha tenido un comportamiento muy positivo, con continuas subidas desde octubre de 2001 y una revalorización de más del 50% desde entonces, logrando en septiembre de 2003 máximos históricos de capitalización. Si la valoración media de Barón de Ley en septiembre de 2003, 268 millones de euros, se extrapolase al conjunto de la Denominación, ésta valdría unos 4.785 millones de euros. El porcentaje de capital libre que está en bolsa es el 70% y el volumen de transacciones diarias es alto, con lo que la valoración bursátil de la compañía parece adecuada y muy fiable; sin embargo, existe un consenso entre los analistas de que su precio idóneo es superior al actual. Este consenso es especialmente significativo porque Barón de Ley es la bodega con mayor capitalización y liquidez de las que estamos analizando y, por tanto, la que está sometida a un control mayor por parte de los expertos financieros. Los análisis efectuados sobre este valor (Sémelas, 2003), consideran que su precio objetivo es de unos 310 millones de euros. En ese caso, la valoración del sector bodeguero de Rioja sería superior, de unos 5.525 millones de euros.

Paternina, que es la única compañía vinícola cotizada con pérdidas, es también la única de estas empresas sobre la que el consenso de los analistas recomienda su venta. Su comportamiento desde principios de 2001 ha sido de bajada continua de la cotización con un ligero cambio de tendencia en junio de 2003. El free-float de Paternina es muy bajo, dado que su accionista mayoritario, posee más del 80% de las acciones de la

³¹ Price Earning Ratio. Se obtiene dividiendo el precio de cotización de la acción entre el beneficio por acción de la compañía. El PER medio de la bolsa española en junio de 2003 es 18. Para más información sobre el PER y su utilidad, véase Sutton (2000).

³² Información suministrada por Fineco y estimaciones de I/B/E/S (se pueden consultar en www.firstcall.com).

³³ Si utilizáramos la capitalización media entre 2000 y 2003 de estas dos bodegas, el valor de Rioja sería de 5.150 millones de euros.

compañía. Esta circunstancia explica el alto número de jornadas en las que no se negocia este valor y el bajo porcentaje de capital que se intercambia los días en que sí hay negociaciones.

Si, a pesar de estas circunstancias, que reducen la fiabilidad de esta estimación, se utilizase el precio de Paternina en septiembre de 2003 para aproximar el valor del Rioja, éste sería de unos 1.059 millones de euros, un valor muy inferior al que se estima a partir de las demás bodegas cotizadas.

Dadas las anteriores consideraciones realizadas sobre Paternina, puede resultar interesante analizar el valor del Rioja utilizando como fuente de extrapolación exclusivamente las tres bodegas con resultados contables positivos, que representan un 10,2 % del Rioja. En ese caso, en septiembre de 2003, el valor de la Denominación sería de 4.639 millones de euros (5.045 millones si valoramos Barón de Ley a través de su precio objetivo). Si utilizamos el valor medio de capitalización durante el período 2000-2003 de las tres bodegas con beneficios, el valor de Rioja se situaría en 4.258 millones de euros. La valoración realizada a partir de la capitalización de estas bodegas, situada en septiembre de 2003 en el intervalo 4.639-5.045 millones de euros, es bastante fiable dado que no sólo tienen un peso importante en la Denominación, sino que su comportamiento durante los últimos años ha sido similar al de otras bodegas importantes no cotizadas.

7. LA OPA SOBRE BODEGAS Y BEBIDAS

La operación de OPA (Oferta Pública de Adquisición) con la que Allied-Domecq se hizo en Octubre de 2001 con el 97% del capital de Bodegas y Bebidas costó 300 millones de euros, valorándose toda la empresa en 310 millones³⁴. El grupo Bodegas y Bebidas tiene una cuota de mercado de casi el 18% del vino Rioja, el cual aporta el 80% de los beneficios totales del grupo.

La valoración de la DOCa Rioja que se hizo a través de la OPA fue de unos 1.375 millones de euros³⁵. Sin embargo, debemos matizar esta valoración, dado que la capitalización de las otras bodegas cotizadas era, en la misma época de la operación, de más de 460 millones de euros, cuando apenas representaban un 15% de la comercialización de Rioja³⁶.

Las hipótesis utilizadas para valorar la compañía fijaban un crecimiento del Cash-Flow (definido como TINV) de apenas un 2% anual, muy inferior al que es razonable que se produzca en Rioja. El aumento de ventas de los vinos riojanos y la evolución de la composición de las ventas hacia un mayor peso de los vinos con mayor valor añadido pa-

³⁴ Véase el informe de valoración de Bodegas y Bebidas realizado por Sociét Générale. Constituye el Anexo n.º 13 de la OPA sobre Bodegas y Bebidas (Sociét Générale, 2001).

³⁵ Para inferir este valor, suponemos que el 80% del valor total de Bodegas y Bebidas, 247 millones de euros, se deben a sus bodegas riojanas (AGE y Campo Viejo). Este valor se obtiene con el 18% de las ventas de vino Rioja, con lo que el valor total de la DOCa Rioja sería de unos 1.375 millones de euros.

³⁶ Se hace referencia indirecta a esta situación en el propio informe de valoración, al indicar que Bodegas y Bebidas tiene un mix de producto mucho más diversificado que otras bodegas cotizadas (por estar presente en más Denominaciones) y que por ello no se pueden utilizar como elemento de comparación sin manipularse.

rece que indican aumentos de flujos de caja superiores a ese 2%. Más aún cuando los costes de las materias primas son menores actualmente que los que se utilizan como comparación, que son los años 1998 a 2000, cuyos valores difícilmente volverán a alcanzarse. También debemos tener en cuenta que las grandes inversiones realizadas en Rioja durante los últimos años, tanto en instalaciones como en existencias hacen prever que el valor de las futuras inversiones y de los incrementos de fondo de maniobra serán menores que los actuales.

Al intentar explicar el valor que se otorgó a Bodegas y Bebidas, debemos recordar que en el momento de la OPA su principal propietario, el BBVA, tenía ciertas necesidades de tesorería y que ya había hecho pública su intención de desinvertir en el sector vinícola en el año 1999³⁷. Incluso con el precio fijado en la OPA, el BBVA obtuvo importantes plusvalías con esta operación.

8. VALORACIÓN A TRAVÉS DE LA BOLSA DE BILBAO

Como ya se ha señalado, hay una quinta bodega cotizada, en el mercado de corros³⁸ de la Bolsa de Bilbao. El mercado de corros es el mercado tradicional de las bolsas de valores en los que se negocia *a viva voz* en el parquet de la bolsa bilbaína, durante unos minutos entre las 10.30 y las 11.30 de la mañana. Es un mercado menos líquido y profundo que el mercado electrónico antes comentado, dado que el número de operadores que pueden negociar este valor así como el tiempo de negociación son más reducidos.

Bodegas Bilbaínas, tiene como accionista mayoritario a Codorniu, que pagó en 1997 a través de una OPA, 3.500 millones de pesetas (más de 21 millones de euros) por hacerse con un paquete accionarial del 80%. En 2001, aumentó su participación hasta el 87,75% de la entidad. El otro accionista de referencia en la compañía es la Bilbao Bizkaia Kutxa. La entidad financiera tiene un 5,05% del capital, lo que reduce el número de acciones libres a sólo el 7,2% del capital.

Durante los meses de verano de 2003 las acciones de Bodegas Bilbaínas han cotizado entre 10,50 y 10,60 euros, lo que valora la compañía en 30 millones de euros. Como el peso de Bodegas Bilbaínas en la facturación de Rioja es algo inferior al 0,75%, el precio estimado del sector se situaría en unos 4.200 millones de euros.

Sin embargo, al realizar esta valoración debemos tener en consideración que sólo el 7,2% del capital de Bilbaínas se negocia efectivamente en la bolsa y que ésta se realiza en un mercado menos líquido que el SIBE. De hecho, sólo un 20% de los días se negocia efectivamente este valor. Por tanto, la fiabilidad de esta estimación es menor que la realizada con las acciones que cotizan en el sistema de interconexión bursátil.

³⁷ Ese año realizó una OPV (Oferta Pública de Venta) por la que vendió el 25% del capital de Bodegas y Bebidas, reduciendo su participación del 65% al 40% y, posteriormente, el presidente de Bodegas y Bebidas José Domingo Ampuero aseguró que la entidad financiera no tenía vocación de permanencia (según recogía el periódico *El Correo* en junio de 1999). En la OPV del año 1999 se valoró Bodegas y Bebidas en 216 millones de euros.

³⁸ Hasta 1998 también cotizó en este mercado la empresa Bodegas Ramón Bilbao. No incluimos sus cotizaciones en este estudio por considerar que la valoración que se puede inferir a partir de ellas está a día de hoy desfasada.

Una vez valorada esta compañía, podemos utilizar la capitalización bursátil del conjunto de los mercados de valores para estimar el valor del sector bodeguero. En este caso, en septiembre de 2003, es de 3.748-4.036 millones de euros.

Si excluimos a Paternina del análisis por los mismos motivos antes apuntados (bajo *free-float*, baja liquidez de la acción, encontrarse en pérdidas y haber tenido un comportamiento bursátil opuesto a las otras bodegas), la valoración del sector criador y comercializador del vino Rioja realizada a partir de la capitalización de las demás bodegas cotizadas es de 4.610 millones de euros (4.990 millones si tomamos el precio objetivo de Barón de Ley).

9. VALORACIÓN DEL RIOJA A TRAVÉS DE OPERACIONES DE CAPITAL-RIESGO

Las sociedades de capital riesgo invierten en empresas no cotizadas, con posibilidades de crecimiento y que necesitan financiación para lograrlo. Lo que diferencia a las compañías de capital riesgo de otras formas de inversión en empresas no admitidas a cotización es que no tienen vocación de permanencia en el capital de la compañía en la que invierten. La intención de estas sociedades es, pocos años después de la inversión, deshacer su participación en el capital de la empresa financiada, normalmente a través de una salida a bolsa³⁹.

Incluimos el precio por el que estas compañías se han hecho con el capital de ciertas bodegas porque consideramos que refleja fielmente la percepción que tiene el mercado financiero de las posibilidades de crecimiento en facturación y beneficios de la DOCa Rioja.

a) Mercapital y Lan

Mercapital, una sociedad gestora de fondos de capital riesgo que ya estuvo en el capital de Barón de Ley, se ha hecho con una participación mayoritaria en Lan durante el año 2002. Para ello Mercapital ha desembolsado 25 millones de euros por el 47,5% del capital. Posteriormente, aumentó su participación hasta el 85%. Lan tiene unas ventas previstas para 2003 de 12 millones de euros, valor algo superior al que ha logrado de forma prácticamente constante durante los últimos ejercicios.

Bodegas Lan ya tenía en el momento de la operación un gran potencial criador contando con 25.000 barricas, el 2,4% del total de la DOCa Rioja. También dispone de una de las naves de barricas más grandes del mundo, construida recientemente y que, junto a otras inversiones, ha supuesto en los últimos años un desembolso de más de 48 millones de euros. Esta nave tiene capacidad para almacenar hasta 56.000 barricas con un sistema robotizado al cual se han incorporado las últimas tecnologías de la información. Bodegas Lan, por tanto, tiene una estructura que le permite dar un salto cualitativo en su volumen de elaboración, crianza y comercialización.

Además, y dada su gran capacidad criadora, su cartera de productos está orientada hacia vinos de gran valor (crianzas, reservas y grandes reservas).

³⁹ Como ya hemos visto, este fue el caso de Barón de Ley, por ejemplo.

El potencial de crecimiento de Lan, conseguido con las fuertes inversiones de los últimos ejercicios, y su enfoque dirigido hacia los productos de mayor valor son las razones que explican el alto precio pagado por Mercapital para hacerse con el control de esta bodega. También se valora en ese precio una pequeña bodega en la D.O. Rías Baixas y una explotación vitícola riojana. Estimamos el valor de ambas unidades de negocio en la séptima parte del valor de Lan, con lo que la actividad valorada principalmente es el negocio vinícola riojano.

A pesar de que Lan sólo vende alrededor del 0,6% del volumen de vino de la DOCa Rioja (unas 150.000 cajas en 2002), su precio medio es alto lo que sitúa el peso de este grupo bodeguero en algo más del 1% de la facturación de la Denominación. Con este peso, se situaría el valor del Rioja entorno a los 4.435 millones de euros. Sin embargo, si estimamos, como parece razonable, que en los próximos años aumentará la importancia relativa de Lan en Rioja, hasta alcanzar un 1,2 % de la generación de valor del subsector vinícola de la Denominación y que es esta situación la que Mercapital ha tenido en cuenta, el valor del sector criador y comercializador sería de unos 4.000 millones de euros. De cualquier manera, en los siguientes cálculos se utilizará el actual peso de Lan en el sector.

b) Operación de Rabobank-Chivite

Pese a no ser estrictamente una operación de capital-riesgo, analizamos también en este apartado la compra de Viña Salceda por el grupo Chivite dado que actuó en la operación Rabobank. La entidad financiera holandesa lleva años analizando el negocio vitivinícola riojano y ha actuado en diversas operaciones de compraventa de bodegas. El principal problema que tiene esta operación para valorar el negocio vinícola riojano es que tuvo lugar en el año 1998 y queda, por tanto, algo desfasada.

En aquella ocasión, Rabobank, que ya se había hecho con el 55% de viña Salceda efectuó un *buy-out* de la compañía, comprando el resto del capital a los accionistas minoritarios para ceder posteriormente la titularidad de la bodega al grupo Chivite. Rabobank mantuvo el 13,25% del capital de Viña Salceda y vendió el resto por un importe de 3.700 millones de pesetas (unos 22,2 millones de euros). Actualmente, Bodegas Chivite es dueño del 98% de la compañía.

Viña Salceda había tenido durante el año anterior a la operación, 1997, unas ventas de alrededor de 100.000 cajas, por un importe facturado de 814 millones de pesetas (4,89 millones de euros). Estas ventas supusieron un 0,45% del volumen vendido por la DOCa Rioja en 1997 y cerca del 0,62% del valor facturado.

Esta operación valoró el sector vinícola Rioja, en el año 1998, en 4.135 millones de euros. Éste es, teniendo en cuenta el importante aumento de facturación y de beneficios habido en el sector desde 1998 hasta hoy, un valor consistente con el valor actual del sector, que estimamos en 4.600-4.950 millones.

10. VALORACIONES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las distintas fuentes financieras que hemos utilizado, de las que se hace a continuación un resumen, dan un valor al sector vinícola riojano superior a los 4.500 millones de euros.

Estas fuentes tienen diferente fiabilidad, como ya se ha analizado en cada caso. La asignación de credibilidad se basa en el mayor o menor cumplimiento de las hipótesis que hemos planteado para realizar la extrapolación, en la fecha de la valoración y en el peso dentro del sector de las distintas bodegas.

Cuadro 7

Valoración del sector vinícola riojano

Fuente de extrapolación	Año	Valor del Sector Millones de €	Fiabilidad
Bodegas Barón de Ley	2003	4.785-5.525	Media
Paternina	2003	1.059	Muy Baja
CVNE y Bodegas Riojanas (4,6% DOCa)	2003	4.463	Media
Barón de Ley, CVNE y Riojanas (10,2 % DOCa)	2003	4.639 –5.045	Alta
<i>Conjunto del mercado SIBE</i>	2003	3.725-4.028	Alta
Bodegas Bilbaínas	2003	4.200	Media
<i>Conjunto de los mercados de valores</i>	2003	3.748-4.036	Alta
<i>Conjunto de los mercados de valores sin Paternina</i>	2003	4.610-4.990	Muy Alta
OPA de Bodegas y Bebidas	2001	1.375	Baja
Capital-riesgo en LAN	2002	4.435	Media
Operación Viña Salceda	1998	4.135	Baja
<i>Mercado financiero</i> ⁴⁰	2003	4.603-4.950	Muy Alta

Fuente: Elaboración propia.

Creemos que, dadas las actuales perspectivas del sector y las últimas operaciones realizadas (la toma de control de Lan y la evolución bursátil durante el verano de 2003), el valor más apropiado para el sector, en septiembre de 2003, se encuentra en el intervalo 4.600-4.950 millones de euros, con una estimación puntual de 4.775 millones de euros⁴¹.

11. VALOR DEL SECTOR VITIVINÍCOLA RIOJANO

En los apartados anteriores hemos cuantificado el valor del subsector vinícola riojano, utilizando los mercados financieros y métodos de valoración de empresas. El valor del sector vitícola estricto⁴² podemos estimarlo en una cantidad sensiblemente inferior, unos 4.200 millones de euros (Gómez-Bezares y Larreina, 2003).

⁴⁰ Para calcular este valor hemos utilizado exclusivamente las operaciones financieras realizadas desde Junio de 2002: las empresas cotizadas (excepto Paternina) y la entrada de capital riesgo en Lan y hemos aplicado la fórmula [2].

⁴¹ Utilizar este valor medio supone que la cotización de Barón de Ley sea de 37,3 euros por acción. Su valor a finales de Septiembre de 2003 es de 35 euros y el precio objetivo (Sémelas, 2003) es de 40 euros.

⁴² Descontado el sector vitícola ligado a las bodegas de crianza.

La agregación del valor de ambos subsectores nos ofrece un valor total del sector vitivinícola riojano, en septiembre de 2003, de algo menos de 9.000 millones de euros, cantidad muy superior al PIB de la región o al valor de otros sectores regionales.

Cuadro 8

Valor del sector vitivinícola Rioja

	Millones de €
Valor del subsector vinícola	4.775
Valor del subsector vitícola	4.200
<i>Valor del sector vitivinícola</i>	8.975
Otro valor del vino Rioja	?

Sin embargo, el negocio vitivinícola tiene unos componentes de valor que no hemos considerado hasta ahora. Existe en Rioja una importante industria auxiliar del sector del vino, creadora de puestos de trabajo y que genera un importante valor añadido.

También gracias al vino la región goza de una excelente imagen y de una notoriedad importante, no sólo en España sino también en los países importadores de vino de calidad. La marca *Rioja*, indisolublemente unida al vino, se utiliza en los últimos años como garantía de calidad de otros productos alimentarios o incluso industriales.

En futuros artículos abordaremos las externalidades positivas del vino, cuestión que ahora solamente queremos señalar, y analizaremos el efecto dinamizador del sector vitivinícola sobre la economía regional.

Apéndice I. Flujo de Tesorería

Para determinar cuál es la generación de fondos que se produce durante un período de tiempo determinado i , agregamos las magnitudes recogidas en el cuadro IX.

Cuadro 9

Determinación de $TINV_i$

$+ V_i$	Ventas típicas
$- C_i$	Costes operativos con desembolso
$- AM_i$	Amortización
$= BAI_i$	B.º antes de intereses y de impuestos
$* (1 - t)$	Incidencia impositiva (t es la tasa impositiva)
$= BAI_d_i$	B.º antes de intereses y después de impuestos
$+ AM_i$	Amortización
<hr/>	
$+ GFO_i$	Generación de Fondos Operativa
$+ VE_i$	Ventas extraordinarias
$- VL_i$	Valor en libros de los activos vendidos
$= RE_i$	Resultados extraordinarios
$* (1 - t)$	Incidencia impositiva (t es la tasa impositiva)
$= RE_d_i$	Resultados extraordinarios después de impuestos
$+ VL_i$	Valor en libros de los activos vendidos
<hr/>	
$+ GFE_i$	Generación de Fondos Extraordinaria
$+ AC_0$	Activo Circulante inicial
$- PC_0$	Pasivo Circulante (sin coste) inicial
$- AC_1$	Activo Circulante final
$+ PC_1$	Pasivo Circulante (sin coste) final
<hr/>	
$- \Delta ACN_i$	Incremento en Activo Circulante Neto
<hr/>	
$- INV_i$	Inversión en Activo Fijo
<hr/>	
$TINV_i$	Flujo de Tesorería ligado a decisiones de inversión a largo plazo.

$TINV_i$ es la variable que identificamos como Q_i a lo largo del artículo. En Gómez-Bezares (1988) y en Gómez-Bezares y Santibáñez (1997) se puede profundizar en el estudio de $TINV_i$, y de las implicaciones de su uso.

Apéndice II. Cálculo del Flujo de Tesorería en las bodegas riojanas cotizadas⁴³

Cuadro 10

	2003	2002	2001	2000	1999
V	73.353	153.038	134.264	138.221	152.032
- C	-51.995	-111.222	-95.588	-94.779	-102.424
- AM	-8.511	-14.381	-14.379	-9.352	-7.597
BAII	12.847	27.435	24.297	34.090	42.011
* (1 - t)	88,15%	94,72%	92,25%	90,55%	81,02%
BAIdI	11.324	25.985	22.413	30.869	34.035
AM	8.511	14.381	14.379	9.352	7.597
GFO	19.835	40.366	36.792	40.221	41.632
VE	871	1.737	1.571	1.731	739
- VL	0	0	0	0	0
RE	871	1.737	1.571	1.731	739
* (1 - t)	88,15%	94,72%	92,25%	90,55%	81,02%
REdI	768	1.645	1.449	1.567	599
VL	0	0	0	0	0
GFE	768	1.645	1.449	1.567	599
AC ₀	300.817	298.443	297.303	282.824	206.021
- PC ₀	-62.092	-59.543	-67.302	-100.261	-80.301
- AC ₁	-272.226	-300.817	-298.443	-297.303	-282.824
PC ₁	46.248	62.092	59.543	67.302	100.261
Dotac. AC	-175	-297	-2.017	-72	-926
- Δ ACN	12.572	-122	-10.916	-47.510	-57.769
- INV	-13.646	-31.842	-30.898	-36.873	-29.684
TINV	19.529	10.047	-3.573	-42.596	-45.222

Elaboración propia.

Datos en miles de euros.

Estimación 2003-2007

Con las hipótesis planteadas en el apartado 5, consideramos que esta puede ser la generación de fondos de las bodegas cotizadas durante los próximos años.

⁴³ Los datos de 2003 se refieren al primer semestre del año.

Cuadro 11

Miles de €	2003 ⁴⁴	2004	2005	2006	2007	Crec. Anual 2003-2007
GFO	44.242	44.906	45.579	46.263	46.957	1,5%
GFE	1.554	1.554	1.554	1.554	1.554	0%
GFO + GFE	45.796	46.460	47.133	47.817	48.511	1,5%
Aumento ACN	-9.572	3.000	3.000	3.000	3.000	
Inversión AF	25.474	20.379	16.303	13.042	10.434	-20%
TINV	29.894	23.081	27.830	31.774	35.077	15%

Elaboración propia.

A partir de 2008, suponemos que el flujo de fondos tiene un crecimiento entre el 1% y el 1,25%, lo que explica la horquilla de valor de las bodegas cotizadas (503-530 millones de euros) del apartado 5.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARCO ROYO, E. (2002): *Análisis de un sector: El Rioja (1991-2000)*, Gobierno de La Rioja, Logroño.
- CONSEJO REGULADOR DE LA DOCA RIOJA (varios años): *Informe anual*, Consejo Regulador DOCA Rioja, Logroño.
- COPELAND, T., KOLLER, T. y J. MURRIN (2000): *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons Inc, Nueva York.
- FAMA, E.F. (1970): «Efficient capital markets: a review of theory and empirical work», *Journal of Finance*, Mayo, págs. 383-417.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1988): *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1991): *Dirección Financiera (Teoría y Aplicaciones)*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. y M. LARREINA (2003): «An approach to the valuation of Rioja Wine», *Working Paper*, Universidad de Deusto.
- GÓMEZ-BEZARES, F., MADARIAGA, J. y J.V. UGARTE (1988): «La eficiencia en el mercado bursátil español», *Actualidad Financiera*, 42, Noviembre, págs. 2.238-2.250.
- GÓMEZ-BEZARES, F. y J. SANTIBAÑEZ (1997): «Cálculo y gestión del valor de la empresa», *Boletín de Estudios Económicos*, n° 162, Diciembre, págs. 429-457.
- GONZÁLEZ LARRAINA, M. (1996): *Viñas y vinos de Rioja Alavesa*, Diputación Foral de Álava, Vitoria.
- IKEI (2001): *Vinos, elaboración y crianza. Informe sectorial de la CAPV n° 55*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras, Vitoria.

⁴⁴ Los datos de 2003, en este caso, se refieren al conjunto del año. Se han extrapolado los datos del primer semestre, de acuerdo a su aportación a los flujos de cajas anuales durante los años anteriores.

- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2003): *Contabilidad regional de España base 1995. Serie 1995-2002*, INE, Madrid.
- MARTÍNEZ ABASCAL, E. (1993): *Eficiencia débil en el mercado bursátil español y comparaciones internacionales*, Bolsa de Madrid, Madrid.
- MILLER, M.H. y F. MODIGLIANI (1961): «Dividend policy, growth and the valuation of shares», *The journal of business*, octubre, págs. 411-433.
- OLDROYD, A., WINDLE, C. y M. YULE (2001): *The Global Wine Industry*, Morgan Stanley, Londres.
- OFFICE INTERNATIONAL DE LA VIGNE ET DU VIN (2002): *The State of Vitiviniculture in the World and the Statistical Information 2001*, OIV, París.
- PASCUAL CORRAL, J. (2003): *El vino de Rioja. Calidad, originalidad y prestigio histórico*, Ediciones La Prensa del Rioja, Logroño.
- SÉMELAS, J. (2003): *Valoración de Barón de Ley*, Santander Investment, Madrid.
- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (2001): *Informe de Valoración de Bodegas y Bebidas SA*, Anexo nº13 de la OPA de Allied Domecq sobre Bodegas y Bebidas, depositado en CMNV, Madrid.
- SUTTON, T. (2000): *Corporate Financial Accounting and Reporting*, Pearson Education Ltd., Harlow, Essex.
- WILLIAMS, J.B. (1938): *The theory of investment value*, Harvard University Press, Cambridge.