



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ESTUDIO, ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE LAS BODEGAS VEGA SICILIA S.A.

Autor: Fernando Martínez de Aspe Martín

Director: María Luisa Garayalde Niño

Índice

Índice de Gráficos y Tablas	2
Índice de Siglas	3
Resumen	4
INTRODUCCIÓN.....	5
1.1 Propósito general de la investigación.....	5
1.2 Contextualización y justificación.	5
1.3 Objetivos	6
1.4 Metodología	6
1.5 Estructura del trabajo	7
MARCO TEÓRICO DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN	9
2.1 Introducción.....	9
2.2 Métodos de valoración basados en el balance.....	9
2.3 Métodos de valoración por múltiplos	10
2.3.1 Valoración por empresas comparables	10
2.3.2 Valoración por transacciones precedentes	12
2.3.3 Múltiplos más frecuentes	13
2.4 Método de valoración basado en el descuento de flujos de caja.....	16
2.4.1 Introducción	16
2.4.2 Cálculo del FCF	17
2.4.3 Cálculo de la Tasa de Descuento	19
2.4.4 Cálculo del Valor de la Empresa	21
VALORACIÓN DE BODEGAS VEGA SICILIA	23
3.1 Historia y Descripción de Vega Sicilia.....	23
3.2 Visión general del sector vinícola.....	24
3.3 Resumen Financiero de Vega Sicilia.....	26
3.3.1 Evolución histórica.....	26
3.3.2 Estimaciones Financieras	29
3.4 Valoración	33
3.4.1 Descuento de flujos de caja.....	33
3.4.2 Valoración por empresas comparables	38
3.4.3 Valoración por transacciones precedentes	39
3.4.4 Resultados	39
CONCLUSIONES.....	41
Bibliografía	43

Índice de Gráficos y Tablas

Gráficos

<i>Gráfico 1: Evolución Ventas y EBITDA</i>	26
<i>Gráfico 2: Evolución CAPEX</i>	26
<i>Gráfico 3: Evolución de la Deuda Financiera Neta</i>	27
<i>Gráfico 4: Evolución de las NOF</i>	28
<i>Gráfico 5: Evolución de la amortización</i>	31
<i>Gráfico 6: Valoraciones de Vega Sicilia</i>	39

Tablas

<i>Tabla 1: Proyecciones y estimaciones para el cálculo de los FCF</i>	32
<i>Tabla 2: Obtención de la beta apalancada de Vega Sicilia</i>	34
<i>Tabla 3: Cálculo de Coste de la Deuda pre – impuestos</i>	35
<i>Tabla 4: Cálculo del WACC</i>	35
<i>Tabla 5: Descuento de los FCF al WACC</i>	35
<i>Tabla 6: Cálculo del EV y del Valor Patrimonial</i>	36
<i>Tabla 7: Información de Empresas Comparables</i>	38
<i>Tabla 8: Múltiplos de Empresas Comparables</i>	38

Índice de Siglas

CAGR: Compound Annual Growth Rate – Tasa de crecimiento anual compuesto.

CAPEX: Capital Expenditures – Inversión en Activo No Corriente

DCF: Discounted Cash Flow – Descuento de Flujos de Caja

DFN: Deuda Financiera Neta

EBITDA: Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization - Beneficio antes de intereses, impuestos y depreciación.

EBIT: Earnings Before Interest Taxes - Beneficio antes de intereses e impuestos

EqV: Equity Value – Valor de los Recursos Propios

EV: Enterprise value – Valor de la Empresa

FCF: Free Cash Flow – Flujo de Caja Libre

Kd: Coste de la deuda

Ke: Coste de los Recursos Propios

NOF: Necesidades Operativas de Financiación

PER: Price to Earnings Ratio – Beneficio por acción.

RRPP: Recursos Propios

VR: Valor Residual

WACC: Weighted Average Cost of Capital - Coste medio ponderado de los recursos.

Resumen

El objetivo final de este trabajo de fin de grado es el repaso pormenorizado de lo escrito por distintos expertos en la materia sobre los métodos de valoración financiera empresarial. Se busca así poder llegar a comprender el funcionamiento de cada método, sus ventajas e inconvenientes y cuáles son las metodologías más apropiadas a cada caso, si es que existe alguna.

En segundo lugar, tras usar ese marco teórico como base, he tratado de extrapolar ese conocimiento a un caso práctico, concretamente, he tratado de valorar las Bodegas Vega Sicilia S.A., una de las bodegas con más prestigio reconocido a nivel nacional e internacional de España. Para ello, he hecho uso de algunos de los métodos desarrollados en el marco teórico.

Palabras clave: método, valoración, Vega Sicilia, crecimiento, valor, múltiplo.

Abstract

The objective of this monographic is to develop a detailed review of what has been written by different experts in the field on the methods of corporate financial valuation. The aim is to understand how each method works, its advantages and disadvantages and which, if any, are the most appropriate methodologies for each scenario.

Secondly, after using this theoretical framework as a base, I have tried to extrapolate this knowledge to a practical case, specifically, I have tried to assess Bodegas Vega Sicilia S.A., one of the most prestigious Spanish wineries recognized nationally and internationally. To this end, I have made use of some of the methods developed within the theoretical framework.

Key words: method, valuation, Vega Sicilia, growth, value, multiple.

INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito general de la investigación

El propósito general de investigación de este monográfico es el análisis de unas bodegas de vino de renombre por medio de un estudio financiero de sus cuentas anuales y unas asunciones de la misma índole. Así, proceder a una valoración de las bodegas y, posteriormente, tratar de hacer unas recomendaciones de naturaleza estratégica.

1.2 Contextualización y justificación.

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es el análisis financiero y consecuente valoración de una de las bodegas de vino tinto mejores y con más prestigio de España: las Bodegas Vega Sicilia, situadas en Valladolid en la ribera del río Duero.

El mercado vinícola es muy atractivo ya que el consumo de vino no ha dejado de aumentar año tras año, no solo en nuestro país, sino también en el extranjero. En concreto, las exportaciones en España han aumentado en un 400% desde el año 1995 hasta la fecha. Hecho que, sin duda alguna, aumenta el atractivo de este negocio por su crecimiento continuado y sus positivas expectativas, además de por la posición de privilegio que ocupa nuestro país en el sector.

España es uno de los mayores productores de vino del mundo, especialmente de vino tinto, y sus Riojas o Riberas del Duero son conocidos mundialmente por su calidad, tratamiento y, sobretodo, buen sabor. Actualmente cuatro países representan la mitad de la producción vinícola del mundo (España, Italia, Francia y Estados Unidos) y solo cinco países son los que consumen esa mitad (Estados Unidos, Francia, Italia, Alemania y China). Esto nos muestra un escenario en el que España produce un total de 32.100 millones de litros de vino al año llegando solo a consumir 10.300 de los cuales no todo es producto nacional. Es por esto que nos encontramos con la suerte de tener en nuestras tierras uno de los mayores motores de producción de vino del mundo, con un mercado de lo más interesante donde aproximadamente dos tercios de lo producido es consumido en el exterior.

Dentro de este sector nos encontramos con las Bodegas Vega Sicilia cuya filosofía no es de la maximizar la producción sino la de maximizar la calidad de su producto. Es una de las pocas marcas de lujo que encontramos en nuestro país. De la misma manera que en cuanto a coches el referente del lujo es Ferrari o en ropa Louis Vuitton; en el caso del

vino, el representante del vino de calidad es Vega Sicilia. La estrategia que siguen es distinta, de hecho, como dice su Consejero Delegado, el señor Álvarez, no pueden fabricar más de un número de vinos al año, no por una cuestión de falta de capacidad de producción sino por las cualidades de la uva y del duro y exquisito proceso que siguen para la elaboración de sus vinos. De hecho, se espera que Vega Sicilia venda 100.000 botellas de vino en Estados Unidos el año que viene, el doble que hace cinco años. Es decir, las expectativas de crecimiento de estas bodegas no son solo positivas en España sino también en el extranjero.

Es por esto que me ha parecido oportuno e interesante analizar una empresa como ésta que combina una estrategia distinta de lujo y calidad en un mercado con unas altas expectativas de crecimiento donde España juega un papel importante.

1.3 Objetivos

Los tres objetivos principales de este trabajo pueden explicarse de la siguiente manera:

En primer lugar, buscaré llevar a cabo una descripción de los distintos métodos de valoración en base a lo establecido por los distintos autores. Este marco nos servirá como base para el desarrollo y posterior análisis de las Bodegas Vega Sicilia. De esta manera, veremos cuáles son las ventajas, inconvenientes y limitaciones de cada método y así identificar los más apropiados a nuestro monográfico.

En segundo lugar, una vez fijado el marco teórico de la valoración financiera, buscaré analizar financieramente las bodegas riojanas en base a los distintos métodos del marco para dar una horquilla de resultados entre los que podrá encontrarse los valores de Vega Sicilia

1.4 Metodología

El proceso metodológico que voy a seguir en este trabajo es de carácter deductivo. Como he explicado en los objetivos del TFG, comenzaré con un marco teórico en el cual trataré de desarrollar las ideas principales que subyacen detrás de los distintos métodos de valoración. Como parte más teórica de este monográfico, me basaré en publicaciones de carácter académico y profesional, en los escritos por las personas más influyentes del mundo financiero con una focalización en aquellos dedicados a la banca de inversión y en las distintas guías y manuales de autores de reconocido prestigio.

De cara a esa primera parte de la metodología más teórica me centraré en autores de reconocido prestigio como pueden ser Pablo Fernández, profesor del IESE, principalmente en su obra “*Valuation Methods and Shareholder Value Creation*” del año 2013. Por otro lado, obras de Aswath Damodaran como son “*Investment Valuation*” de 1995 o “*The Little Book of Valuation*” de 2011. También apoyaré mi marco teórico en las ideas sacadas de “*Fusiones y Adquisiciones de Empresas*” de Juan Mascareñas, en el Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión de José María Revello de Toro Cabello y, por último, el libro de “*Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers and Acquisitions*” de J. Rosenbaum y J. Pearl.

Además, vía bases de datos como Google Scholar o DialNet, voy a tratar de llegar al mayor número de publicaciones académicas. En especial Google Scholar, es muy útil ya que permite comprobar cuántas veces ha sido citado una publicación y así usar las de más relevancia.

En un segundo plano, trataré de aplicar este conocimiento a mi tema de investigación. Así trataré de valorar las Bodegas Vega Sicilia de la manera más precisa posible. Para ello, haré uso de las distintas herramientas técnicas necesarias como Excel, bases de datos e informes varios sobre el sector y la empresa. Para conseguir la información contable necesaria para el análisis usaré la base de datos “SABI”, a la cual tenemos acceso los alumnos de Comillas y, además, he adquirido un informe con los datos financieros más relevantes de las bodegas de la base de datos Informa.

Cabe destacar el uso de informes del mercado vinícola y de artículos de prensa para mejorar mi conocimiento de este sector y poder realizar las interpretaciones y asunciones más acordes a la realidad y así incrementar la calidad de mi valoración.

Por otro lado, aparte del conocimiento teórico también usaré mis propios conocimientos y experiencia para poder establecer las asunciones necesarias para llegar a la óptima valoración de las bodegas.

1.5 Estructura del trabajo

Este trabajo de investigación de fin de grado se estructura en cuatro capítulos. En el primero, a modo de introducción, presenta el propósito de la investigación, su contextualización y justificación del tema, la metodología empleada y los objetivos del monográfico.

El segundo capítulo tratará el estudio de los diferentes métodos de valoración financiera a partir de los diferentes autores mencionados en el apartado de metodología. Así trataré de mostrar las ventajas de cada uno y sus inconvenientes. Me centraré principalmente en el método de Descuento de Flujo de Caja como método interno y valoración por múltiplos o por transacciones precedentes como método externo entre otros.

El tercer capítulo presenta un análisis financiero de las bodegas Vega Sicilia en base al marco teórico del anterior capítulo. Así, se tratará de desarrollar una valoración de esta empresa.

Finalmente, una vez obtenida la horquilla de valores, el último capítulo expone, a modo de cierre, las conclusiones de la investigación extraídas del análisis acometido en los dos anteriores capítulos.

MARCO TEÓRICO DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

2.1 Introducción

Cuando nos enfrentamos a una valoración, según Pablo Fernández, nos encontramos ante *“un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo? ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? Y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración?”*

La valoración trata de dar respuesta a estas preguntas. Sin embargo, no debemos perder de vista lo más importante de la misma, el valor no es igual al precio. Pablo Fernández, nos explica que una empresa puede tener valores distintos para diferentes compradores y vendedores. Cuestiones como el futuro del sector o de la empresa, distintas estrategias, economías de escala y muchas otras afectan de distinta manera, según la percepción del que valora. Por otro lado, también nos explica los diferentes propósitos para los que sirve una valoración: operaciones de compraventa, salidas a bolsa, herencias y testamentos, sistemas de remuneración, decisiones estratégicas, procesos de arbitraje, etc.

Siguiendo con el razonamiento del párrafo anterior, el valor de una empresa no es un único número. Ya que depende de las asunciones que se hayan ido haciendo. Consecuentemente, cuando se valora una empresa, se da una horquilla de posibles valores de la misma. Para ello, se usan unos métodos de valoración de distinta naturaleza. Éstos pueden ser de balance, de cuenta de resultados, de descuento de flujos de caja, de creación de valor, basados en opciones y mixtos. En este trabajo, indagaremos en los más importantes y más frecuentes en el mundo de la valoración financiera que son: el valor de liquidación, la valoración por múltiplos de empresas comparables o transacciones preferentes y el descuento de flujos de caja.

2.2 Métodos de valoración basados en el balance

Según Pablo Fernández, *“estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una*

perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores”.

Entre los diferentes tipos cabe destacar el valor contable, el valor contable ajustado, el valor de liquidación y el valor sustancial. Sin embargo, hay cierta polémica ya que el valor que estos métodos reflejan no es el más apropiado. Por ejemplo, el valor contable nos va a reflejar el valor de adquisición de los activos o el de mercado nos muestra como el mercado valora la empresa, en definitiva, son muchas las hipótesis que se hacen a la hora de buscar el valor de la empresa. Es por esto que Pablo Fernández nos dice que la única que tiene lógica es el valor de liquidación ya que es el único método que nos permite saber cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa.

El valor de liquidación es definido como: *“el valor de una empresa en el caso en que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio”*. Consecuentemente, el valor de liquidación nos va a dar el mínimo valor posible de la empresa ya que es en el momento de su liquidación, si ésta continuase, estaríamos ante un valor mayor. Además, es conveniente resaltar los activos ocultos que aparecen en una liquidación empresarial como las indemnizaciones a los trabajadores entre otros.

2.3 Métodos de valoración por múltiples

2.3.1 Valoración por empresas comparables

Podría definirse este método de valoración como el estudio detallado de empresas que comparten las mismas características financieras, indicadores de rendimiento, riesgos y, de ser posible, tamaño y sector; con el objetivo de extrapolar su información a la de la empresa a valorar. De esta manera, se consigue llegar, mediante otras compañías, a la valoración de la empresa objetivo.

Una vez hemos entendido el concepto de valorar por empresas comparables, lo siguiente es preguntarse cómo se eligen esas empresas, es decir, cuál es el universo comparable de la empresa a valorar. Aswath Damodaran en su libro *Investment Valuation* del año 2002 nos dice que las empresas han de elegirse en función de características operativas y financieras. Como puede presuponerse, el objetivo de la búsqueda de comparables es el de crear un universo lo más extenso posible. Ciertamente, cuantas más empresas similares se encuentren más fiable y real será la valoración final. Sin embargo, es fundamental tener en cuenta que no hay dos empresas iguales, por lo que el objetivo

es encontrar comparables con el mayor número de similitudes y ser capaz de justificarlas. Es importante remarcar que se eligen empresas cotizadas para así tener su valoración actualizada constantemente en función de su capitalización bursátil.

José María Revello de Toro Cabello coordinador del Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión del año 2012 señala que *“para aplicar correctamente este modelo resulta imprescindible en una primera etapa un conocimiento exhaustivo del negocio objetivo de la valoración. En consecuencia, debemos partir del análisis de la empresa objetivo y analizar la actividad que desarrolla, la nacionalidad y países donde opera, el mix de negocio actual y evolución previsible y la historia de la compañía. Además también deben analizarse el sector mediante la 5 fuerzas de Porter, el posicionamiento de la empresa en el sector, la composición del accionariado, estructura organizativa y track record del equipo gestor, las variables operativas y financieras de la empresa durante, al menos, los últimos tres años y las políticas d empresa a todos los niveles de los que se disponga información”*. Como podemos ver, el conocimiento de la empresa a valorar debe ser muy profundo, ya que sin él, la búsqueda de comparables puede ser errónea y, por consiguiente, el resultado de la valoración erróneo.

Una vez entendida la empresa, el siguiente paso es la búsqueda de esas compañías favorables. Volviendo al Manual coordinado por José María Revello de Toro Cabello, *“resulta fundamental seleccionar adecuadamente las empresas comparables de las que extraemos los múltiplos que se apliquen a la empresa a valorar. Una selección inapropiada puedes conducirnos a conclusiones incorrectas (...) las empresas seleccionadas deberían cumplir las siguientes condiciones respecto de la empresa objetivo: deben realizar los mismos productos y servicios que la empresa objetivo y operar en países similares, tener comparabilidad en márgenes, rentabilidad e inversiones similares, perspectivas futuras similares, un tamaño y posicionamiento en el mercado y un equipo gestor con experiencia y performance similar”*.

Rosenbaum y Pearl en su libro *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers and Acquisitions* de 2013, sostienen que los productos o servicios de una empresa se basan en el modelo de negocio de la misma, por lo que la búsqueda de empresas que ofrezcan productos y servicios similares y tenga un parecido modelo de negocio serán buenas alternativas a la hora de encontrar empresas comparables. Por otro lado, tanto el cliente, entendido como el que compra, como el consumidor, el destinatario

final del bien, son muy importantes ya que empresas con mismo consumidor final pueden tener clientes totalmente distintos o viceversa.

Siguiendo este razonamiento, Rosenbaum y Pearl nos explican también que los canales de distribución son fundamentales ya que las diferencias en los mismos causarán diferencias en la estructura financiera de la empresa.

2.3.2 Valoración por transacciones precedentes

La valoración por transacciones precedentes es un método de valoración similar al de las empresas comparables, donde, en vez de usar empresas, como su nombre indica, se usan transacciones potencialmente comparables.

Revello de Toro Cabello en su manual afirma que *“en este epígrafe el objetivo es calcular el precio que un comprador estaría dispuesto a pagar por el total de una empresa en base al precio pagado en operaciones de compraventa por otras compañías comparables. Este precio incluirá la prima de control con lo que será superior al valor que obteníamos mediante los múltiplos del trading. La prima de control de cada transacción depende de múltiples factores.*

La lógica de aplicación de este modelo es similar al anterior, es decir, aplicar la media de los múltiplos de empresas comparables a las magnitudes de la empresa objetivo. Estas transacciones que tomamos como referencia deben de cumplir unas características: transacciones del mismo sector, de tamaño similar, centrarnos en los acuerdos más recientes con similares márgenes, perspectivas de crecimiento y estructura de capital.

En esta metodología nos estamos basando en información histórica, en consecuencia, cuánto más alejada en el tiempo se sitúe la transacción de referencia menos relevante será para nuestro análisis. Sin embargo, nos puede servir como ayuda para detectar las tendencias en el sector: posibles segmentos de negocio atractivos para inversores, movimientos de consolidación del sector”.

Finalmente, antes de pasar a un análisis de los múltiplos más usados comúnmente en el mercado, conviene resaltar que la valoración por transacciones precedentes siempre da un valor más caro porque se está teniendo en cuenta la prima pagada por la empresa, que suele estar en torno a un 15%. Como hemos dicho, el razonamiento detrás de este método de valoración es contextualizarla dentro de una operación de fusiones y

adquisiciones por la gran y tan buena información de la que se dispone a la hora de llevarlas a cabo.

2.3.3 Múltiplos más frecuentes

Una vez se han obtenido las empresas cotizadas comparables o las transacciones precedentes, se obtienen los múltiplos que pueden ser definidos como ratios que nos muestran la relación que hay entre el valor de esas compañías o transacciones y algún parámetro operativo o financiero. Estos múltiplos pueden ser clasificados conforme a su naturaleza u origen, de ahí que tengamos múltiplos basados en los beneficios o dividendos, múltiplos de ventas y otros basados en distintos parámetros; todos ellos de la cuenta de resultados.

En primer lugar debemos hablar del PER (*Price Earnings Ratio*) que es un método donde el precio de la acción es un múltiplo del beneficio neto de la empresa. Así, según Pablo Fernández, “*que el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio anual neto por un coeficiente que denominado PER, es decir:*

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

En ocasiones, se usa el PER relativo que no es más que el PER de la empresa dividido entre el PER del país” lo que permite ampliar la muestra de referencia.

La evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos no obtienen como consecuencia de ello un crecimiento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento, porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de utilizarlo en nuevas inversiones”.

El siguiente múltiplo que conviene analizar es el múltiplo de ventas. Según Pablo Fernández, es un método muy usado en ciertas industrias con mucha frecuencia. Este consiste en calcular el valor de una empresa mediante la multiplicación de un coeficiente por sus ventas. Es muy usado en la industria farmacéutica o en las plantas embotelladoras. Siguiendo el razonamiento de Pablo Fernández, él nos dice que “*la ratio precio/ventas puede descomponerse en otras dos:*

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Ventas}} = \left(\frac{\text{precio}}{\text{beneficio}} \right) \times \left(\frac{\text{beneficio}}{\text{ventas}} \right)$$

La primera ratio es el PER (precio/beneficio) y la segunda (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas”.

Antes de proseguir con esta explicación de los múltiplos, conviene detenernos un momento en el concepto de Enterprise Value, para una mejor comprensión de los siguientes múltiplos a analizar. La guía de entrevistas de *Breaking Into Wall Street* nos explica este concepto definiéndolo como el valor de la empresa en función de su actividad operativa, es decir, sin tener en cuenta su estructura financiera. De esta manera, se está valorando la capacidad de generar caja que tiene dicha empresa. Es por esto que para el cálculo del Enterprise Value se parte del Equity Value y se proceda a sustraer o añadir diferentes partidas como son la deuda e instrumentos similares a deudas y otras obligaciones, efectivo y similares. En consecuencia la fórmula es la siguiente:

$$EV = EqV + Deuda + Stock Preferente \\ + Intereses Minoritarios - Efectivo y similares$$

Volviendo a los múltiplos, el siguiente que vamos a analizar es Enterprise Value a EBITDA. Para ello nos vamos a basar en el ya mencionado libro *“Investment Valuation”* de Aswath Damodaran. Él nos dice que es un múltiplo de la empresa en su conjunto, no solo a los recursos propios como el PER. Es un múltiplo que ha cogido mucha fuerza entre los analistas recientemente ya que permite una mejor comparativa entre múltiplos. Esto se debe a que los diferentes métodos de amortización no influyen en la valoración, hay muchas menos empresas con EBITDAs negativos que con beneficios negativos y, en tercer lugar, permite la comparativa también entre compañías con estructuras de financiación diferentes ya que solo se presta atención a la actividad operativa de las mismas. La fórmula es la siguiente:

$$\frac{(EqV + Deuda + Stock Preferente + Intereses Minoritarios - Efectivo)}{EBITDA}$$

Anteriormente, no quise explicar porque se sustrae el efectivo de la fórmula. Damodaran nos dice que como los ingresos por intereses no se contabilizan dentro del EBITDA, no compensar el efectivo resultaría en una exageración del verdadero valor de este múltiplo.

Por otro lado, nos explica también que el múltiplo puede ser difícil de estimar para empresas públicas con participaciones en otras de la misma naturaleza. Cuando se trata de una participación minoritaria, el resultado operativo de una empresa no refleja los

ingresos de la participada, sin embargo, el numerador, como incluye el valor de mercado del equity (que incorpora el valor de las participaciones minoritarias), ocasiona que el valor de este múltiplo sea muy elevado para este tipo de empresas. Por otro lado, cuando la participación es mayoritaria, el EBITDA incluye el 100% del EBITDA de la participada, pero el numerador solo refleja el porcentaje de participación. Consecuentemente el valor del múltiplo será muy bajo y podría llevar a ser considerado un activo infravalorado, cuando, en realidad, no es así.

Este múltiplo, según Damodaran es usado principalmente en empresas intensivas de capital con mucha inversión en infraestructura. El razonamiento para usarlo es que el flujo de caja operativo no funciona bien ya que muchas de estas empresas tienden a tener necesidad de CAPEX que lo disminuye.

El último múltiplo que vamos a analizar es el Price to Book Value y qué mejor manera que siguiendo los razonamientos de Aswath Damodaran. Este, a diferencia de los anteriores no es un múltiplo relacionado con la cuenta de resultados sino que es un múltiplo de balance. En primer lugar nos cuenta el atractivo que siempre ha tenido esta relación, es decir, la relación entre el precio de mercado y el valor en libros, para los inversores.

El valor de mercado del equity refleja la expectativa del mercado del poder de la empresa de obtener ingresos y generar flujos de caja. Por otro lado, el book value, como su nombre indica, es el valor en libros, es decir, el valor reflejado en balance del patrimonio neto. Éste refleja su coste original, puede que se desvíe de manera muy significativa del valor de mercado si la capacidad de generar ingresos del activo se ha incrementado o deducido considerablemente desde su adquisición.

Este ratio resulta muy útil ya que proporciona una medida relativamente estable e intuitiva del valor que puede ser comparado al precio de mercado. Es una medida muy sencilla de comparar sin necesidad de entrar a valor la actividad operativa de la empresa tanto por vía de múltiplos como de descuento de flujo de caja. Además, dadas unas medidas contables consistentes el PBV puede ser usado para comparar y encontrar empresas infravaloradas o sobrevaloradas. Finalmente, empresas con beneficios que no pueden ser valoradas mediante el PER, sí que pueden ser valoradas mediante el PBV. Sin embargo, tiene la desventaja de que los valores en libros siempre están afectados por depreciaciones y otras variables. Además de que diferencias a la hora de contabilizar en

las empresas puede llevar a que los ratios PBV no sean comparables entre ellos. Finalmente, el valor en libros del equity puede volverse negativo si durante muchos ejercicios ha habido pérdidas.

En cuanto a su cálculo, encontramos dos maneras de hacerlo. En términos absolutos de equity o relativizando mediante el uso del acompañante “por acción”. En consecuencia:

$$\text{PBV} = \text{Precio por acción} / \text{Valor en libros por acción del equity}$$

$$\text{PBV} = \text{Valor de mercado del equity} / \text{Valor en libros del equity}$$

2.4 Método de valoración basado en el descuento de flujos de caja

2.4.1 Introducción

Pablo Fernández señala que *“en la actualidad se recurre a la utilización del método del descuento de flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad– proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados”*.

“En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados”.

En la guía de preparación de entrevistas Breaking Into Wall Street, encontramos que el primer paso a la hora de realizar un DCF, del inglés *Discounted Cash Flows* (Descuento de Flujos de Caja), es fijar el horizonte temporal razonable en el cual se considera que la empresa ha llegado a madurez y, a partir de ese momento, hacer una perpetuidad. Lo razonable es utilizar un marco temporal de en torno a 5 años, quizás incluso 10, ya que descontar a partir de 10 años sería muy difícil de justificar con

información del presente. De la misma manera, descontar a menos de 5 años, tampoco tiene sentido por la naturaleza del método.

2.4.2 Cálculo del FCF

Pablo Fernández señala que todos los métodos basados en el descuento de flujos de caja parten de la siguiente expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo: CF el flujo de fondos generado por la empresa en el periodo concreto, VR el valor residual de la empresa en el año n y K la tasa de descuento, antes mencionada, apropiada para el riesgo de los flujos de fondos. *“Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:*

$$VR_n = \frac{CF_n (1 + g)}{(K - g)}$$

Para este monográfico nos vamos a centrar en el descuento de FCF del inglés Free Cash Flow que hace referencia al flujo de caja no apalancado. Este es el efectivo generado por la actividad operativa de la empresa que le corresponde a los *stakeholders* de la empresa, es decir, tanto accionistas como portadores de deuda. La fórmula es la siguiente:

$$FCF = EBIT * (1 - Impuestos) + DA - CAPEX - \Delta NOF$$

Mascareñas define el FCF de la siguiente manera: *“el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras”.*

Bien es cierto que en ocasiones no se utiliza el flujo de caja libre sino el flujo de caja apalancado, que es aquel que solo corresponde a los accionistas de la empresa, de ahí que su fórmula sea distinta ya que se tiene en cuenta no solo la actividad operativa de la empresa sino también su estructura de financiación. De hecho, para su obtención se comienza por los beneficios.

Ahora vamos a proceder a un análisis de los componentes del FCF para, posteriormente, continuar con ciertos aspectos fundamentales que se han de explicar para verdaderamente tener una buena comprensión del método de valoración

Como se puede ver en la fórmula, para la obtención del FCF se comienza con el EBIT. Esto se debe a que el FCF, como hemos definido antes, es el efectivo generado por la actividad operativa de la empresa. Sin embargo, se nos podría argumentar que la depreciación y la amortización no son salidas de caja y, por tanto, no deberíamos sustraerlas. Efectivamente, esto es cierto, pero como queremos incluir el efecto fiscal (o lo más similar posible) hemos de quitarlas.

Al final, la depreciación y la amortización son gastos que la empresa se da para hacer frente a las pérdidas de valor en el inmovilizado de la empresa. Consecuentemente, no hay una verdadera salida de caja. De esta manera, una vez se ha realizado ese efecto fiscal sobre el EBIT, se vuelve a añadir la depreciación y amortización para hacer cuanto más real y preciso posible el verdadero valor de los flujos de caja.

En tercer lugar, tenemos el CAPEX del inglés Capital Expenditures. Este representa las inversiones que las empresas llevan a cabo con el fin de mejorar o adquirir activos productivos de largo plazo con el fin de mejorar la capacidad o eficiencia de la empresa. Contablemente, no entran dentro de la cuenta de resultados de una empresa por normativa, solo mediante las amortizaciones y depreciaciones porque no es de la actividad operativa de la empresa. Sin embargo, sí que es una salida de caja, por lo que debe tenerse en cuenta a la hora de calcular el FCF.

Por último tenemos las variaciones de las Necesidades Operativas de Financiación (NOF). Este hace referencia a los fondos que se necesitan para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Consecuentemente es la diferencia entre los activos corrientes y la financiación espontánea (proveedores y otros pagos diferidos).

Rosenbaum y Pearl en su libro anteriormente citado, señalan que las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) se incluyen en la fórmula del FCF. Al final, muchas veces, se reflejan en la cuenta de resultados partidas de gastos o ingresos en las que no habido entradas o salidas de efectivo por cuestiones de plazo de pago o cobro. Dado esto, la variación de las NOF de un año a otro se debe incluir en el cálculo del FCF para hacer frente a estos diferimientos de cobros y pagos. Así, un incremento del mismo representa una salida de efectivo mientras que una disminución lo contrario.

2.4.3 Cálculo de la Tasa de Descuento

Como comentábamos antes, el cálculo de la tasa de descuento es uno de los momentos más importantes de la valoración porque es donde se realizan todas las hipótesis y más errores o manipulaciones pueden hacerse. Ahora procederemos a su análisis.

Mascareñas establece que “la valoración empresarial mediante el descuento de FCF requiere el descuento de los FCF utilizando un coste promedio de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos, es decir, el WACC, cuya fórmula es la siguiente:

$$\frac{(\% \text{Recursos Propios} \times Keq) + [(\% \text{Deuda} \times Kd) \times (1 - \text{Impuestos})]}{\text{Recursos Propios} + \text{Deuda}}$$

Siendo Keq el coste del equity, es decir, la rentabilidad que se le exige a los Recursos Propios y Kd el coste de la deuda antes de impuestos que es lo mismo que la rentabilidad exigida a la deuda”.

El WACC se calcula ponderando el coste de la deuda (Kd) y el coste de las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

El coste de la deuda antes de impuestos, de ser posible, se determina en base al valor de mercado de la deuda actual de la empresa. Sin embargo, esto en muchas empresas no es posible por lo que se suele tomar como valor de este coste la media de los cupones a los que la empresa ha emitido bonos históricamente. De no ser esto posible, se podrá añadir un *spread* sobre los activos libres de riesgo y usaremos ese total como coste de la deuda. Otra opción es dividir el total de gastos financieros del año anterior y por el volumen total de deuda de ese mismo año. Son técnicas menos precisas ya que no tiene en cuenta el precio actual de la deuda en el mercado. Es fundamental recordar que hay que multiplicarlos por $(1 - \text{Impuestos})$ para tener en cuenta el efecto que tiene los intereses fiscalmente, es decir, el *tax shield* que estos tienen.

El coste de los recursos propios es más complejo de calcular ya que se usa un modelo que es el Capital Asset Pricing Model. Pablo Fernández nos dice que es la

rentabilidad mínima que los accionistas exigen y puede ser calculado mediante el CAPM, que define el retorno requerido al equity siguiendo la siguiente fórmula:

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

En esta ecuación, la Rf es la tasa de retorno de las inversiones libres de riesgo, como son los bonos del Estado. La β es una medida del riesgo de una acción. Si una empresa tiene deuda, el riesgo que surge de ese apalancamiento debe ser añadido al riesgo intrínseco sistemático de la actividad operativa de la empresa. La Rm es la rentabilidad exigida al mercado, así la diferencia entre la Rf y la Rm se denomina prima del mercado y nos muestra ese añadido de rentabilidad que uno encuentra por invertir en activos que no sean libres de riesgo. Según Damodaran, esta prima del mercado se calcula mirando los datos históricos de la diferencia entre el activo sin riesgo y la rentabilidad obtenida en una cartera que refleje el promedio del mercado. De manera global, se suele considerar una prima del mercado entre un 5 y un 7%.

Antes de proseguir con el análisis del DCF, conviene que nos detengamos brevemente sobre la beta. Como hemos explicado antes, es una medida de riesgo que relaciona la tasa de rentabilidad del mercado y la de la empresa. Una beta superior a 1 significa que la empresa tiene más riesgo que el mercado y cuando es entre 0 y 1 es que tiene menos riesgo que el mercado.

A la hora de determinar la beta de una empresa, lo normal es acudir a betas de empresas comparables. El proceso es seleccionar un abanico de empresas comparables y obtener sus betas no apalancadas y proceder a la obtención de su mediana. Posteriormente, para calcular la beta de la empresa objetivo, dicha mediana de las betas se mete en la fórmula que relaciona estas dos betas y así se obtiene la beta apalancada de la empresa objetivo teniendo en cuenta su estructura de capital. Sin embargo, si se conoce cuál es el objetivo de apalancamiento de dicha empresa se ponen esos datos futuros como ratio D/E. La fórmula es la siguiente:

$$\beta_L = \beta_U \times \left[\frac{D}{RRPP} \times (1 - \text{Impuestos}) \right]$$

2.4.4 Cálculo del Valor de la Empresa

El análisis se puede estructurar en dos partes. La primera consiste en descontar los distintos flujos de caja al WACC y así obtener su valor en el presente. Sin embargo, nos dejamos una parte fundamental en este análisis. Nosotros estamos descontando 5 flujos de caja, sin embargo la empresa va a sobrevivir más, de ahí que haya que estimar el valor a perpetuidad de la actividad operativa de la empresa.

Para llevar a cabo esto es necesario usar el modelo de crecimiento de Gordon. Rosenbaum y Pearl nos dicen que es un modelo que tiene en cuenta el flujo de caja del último año estimado y se determina una tasa de crecimiento constante (g). Es posible, además, que ese flujo de caja se ajuste si se ha dado algo extraordinario en ese ejercicio. Anteriormente en el monográfico, cuando explicábamos el funcionamiento de cualquier método de valoración por descuento de flujos de caja entramos a tratar este concepto de Valor Residual. Para ello, usamos la explicación de este concepto que nos da Pablo Fernández que ahora conviene volver a recordar: *Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante.*

La estimación de g , como se puede deducir, es un tema que ocasiona a menudo mucha discusión pues es una estimación relativamente arbitraria con un impacto brutal en la valoración final de la empresa. Consecuentemente, se tiene como establecido como máximo la tasa de crecimiento del PIB. La fórmula que nos da el tanto importante Valor Residual es la siguiente:

$$VR_n = \frac{CF_n (1 + g)}{(K - g)}$$

Así, la suma del valor residual más la suma de todos los flujos de caja, todos ellos descontados al presente, nos da el valor de la empresa, es decir, el Enterprise Value. Para calcular el valor para los accionistas (Equity Value) restaríamos la deuda financiera neta que tiene la compañía en el momento de la valoración.

Otro múltiplo fundamental que también descuenta flujos de caja es el que, en vez de usar los beneficios de la empresa, usa el valor de los dividendos. Pablo Fernández nos dice que *“los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la*

mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse así:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_e}$$

Siendo el DPA = dividendo por acción repartido por la empresa, K_e = la rentabilidad exigida a las acciones. Ésta última, también llamada coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Se obtiene sumando la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo a la prima de riesgo de la empresa.

Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA_{\text{año1}}}{(K_e - g)}$$

VALORACIÓN DE BODEGAS VEGA SICILIA

3.1 Historia y Descripción de Vega Sicilia

Toda la información referente a esta parte del análisis ha sido extraída de la página web oficial de Vega Sicilia.

Las bodegas Vega Sicilia, tal y como las conocemos actualmente, existen desde 1982 cuando la familia Álvarez, su actual propietaria, adquirió las míticas bodegas de la ribera del Duero a las que se irían sumando, a lo largo de los años, el resto de empresas.

La familia Álvarez ha guiado su proyecto empresarial en función de dos pilares fundamentales: la calidad del producto como elemento de garantía y la dedicación al cliente como elemento referencial en su actividad diaria. Esta filosofía ha conllevado un sólido crecimiento en las casi cuatro últimas décadas en términos de estructura productiva y en cuanto a distribución y posicionamiento de los distintos vinos. En la actualidad el grupo consta de 5 empresas (Bodegas Vega Sicilia S.A, Bodegas y Viñedos Alión S.A., Bodegas y Viñedos Pintia S.A., Benjamín de Rothschild & Vega Sicilia S.A. y Tokaj-Oremus Kft.) las cuatro primeras en España y la quinta en Hungría.

El desarrollo de este grupo ha crecido en función de la implantación de nuevas bodegas, buscando la cifra de 300.000 litros por cada una ya que se considera la cantidad óptima de equilibrio entre calidad y volumen de producto, principio fundamental de la empresa. Es cierto que hay casos como el de Vega Sicilia en el que se elaboran tres vinos diferentes; y otros, como Alión o Pintia, en los que se elabora un sólo vino por bodega. De esta manera se ha evitado el aumento de volumen producido en cada bodega de manera individual.

Estas bodegas trabajan vinos de 3 regiones principales. La primera de ellas es la Ribera del Duero, que es el origen y legado de Vega Sicilia. El grupo se originó ahí y ha sido su motor y buque insignia. De esta zona son las bodegas Vega Sicilia y las Alión. Por otro lado, se encuentran los vinos de la comarca de Toro, región enclavada también en el Duero donde las bodegas de Pintia llevan a cabo su actividad. Finalmente, la tercera región se encuentra en tierras húngaras, a orillas del río Bodrog, en la ciudad de Tokaj, una de las comarcas con más tradición vinícola de Hungría, donde se encuentran cerca de 5.000 hectáreas de viñedo. Tokaj-Oremus es la bodega encargada de la explotación de estas tierras.

Vega Sicilia es una empresa que lidera la expansión internacional del vino español, aprovechando la situación actual de la producción vinícola en términos mundiales. Los vinos se venden en un total de 88 países y a un número total de 4500 clientes de todo el mundo tanto a nivel particular como profesional. Esto se deriva de la gran estrategia de posicionamiento llevada por el grupo históricamente. Vega Sicilia goza de una gran imagen pública tanto entre sus clientes como en el resto del mercado. Dicha imagen queda avalada tanto por los premios internacionales que recibe anualmente como por las numerosas apariciones en medios de comunicación de todo el mundo. Pero especialmente por la enorme aceptación que tienen sus vinos en los distintos mercados en los que están presentes.

Como he comentado anteriormente, la empresa se encuentra en manos de la familia Álvarez y son estos los integrantes del Consejo además de Fernando Rodríguez Arias como Secretario del mismo. Entre ellos cabe destacar a Marta Álvarez Mezquíríz como Presidenta y a Pablo Álvarez Mezquíríz como Consejero Delegado. Considero importante resaltar la figura, dentro del Comité de Dirección, de Antonio Menéndez. Él se incorporó al grupo en 2015 con el objetivo de liderar el desarrollo comercial del grupo a nivel nacional e internacional y a consecuencia de su gran y exitosa labor ha sido nombrado en abril de 2019 Director General. Esta expansión extranjera ha sido, en los tres últimos años, el principal foco de la familia Álvarez y a lo que han dedicado todos sus esfuerzos.

En este trabajo vamos a proceder con la valoración de Bodegas Vega Sicilia SA, la primera y originaria empresa del grupo, la cual está basada en Valladolid en la ribera del río Duero.

3.2 Visión general del sector vinícola

Tanto en España como en el mundo, pese a la concentración regional de la producción de vino, el mercado está altamente fragmentado en términos de bodegas. En España, los 3 productores líderes acaparan solamente un 3% de la cuota de mercado. Consecuentemente, esto ha derivado en un débil poder del proveedor dado que la calidad de la materia prima es fundamental, en especial, en aquellas bodegas que basan su estrategia en ella, como es el caso de Vega Sicilia.

El comprador, de la misma manera, goza de un poder moderado al estar el mercado fragmentado y donde, además, hay una alta gama de productos. En definitiva,

todo el mercado minorista de alimentación y bebidas está fragmentado lo que implica una reducción del poder del comprador.

Por otro lado, el vino es sensible a bienes sustitutivos como pueden ser los licores y la cerveza, debido a los bajos costes que estos implican. Además, es un sector con grandes barreras de entrada, estas se deben a que es un mercado muy regulado por los Estados por ser un producto de naturaleza alcohólica y por estar sometido a tasas de importación y exportación. En esta misma línea la necesidad de acceder a óptimos canales de distribución y de infraestructura es también una gran barrera de entrada.

Finalmente, es un mercado con alta competencia. Al ser un producto altamente diferenciado los compradores tienen una gran variedad de productos entre los que elegir con un coste de cambio bajo.

Conviene hablar también que la producción de vino a nivel mundial en el año 2017 fue de aproximadamente 259,4 millones de hectolitros, de los cuales fueron consumidos 243 millones. Así, el gasto en vino a nivel mundial fue de 220.000 millones de euros. De los casi 260 millones de hectolitros producidos, Italia produjo en torno al 15%, Francia en torno a un 14% y España 32 millones de hectolitros, aproximadamente un 12,3% de toda la producción total. El top 5 lo completan Estados Unidos y Australia. Tan concentrada está la producción de vino internacional que más del 80% del vino a nivel mundial es producido por 10 países. Sin embargo, se ha registrado una disminución de la producción generalizada a causa de la diferencia entre lo producido y lo consumido en años anteriores.

El consumo de vino a nivel mundial sufrió una gran caída desde 2007 hasta 2014 pasando de un consumo de 250 millones de hectolitros a 240, sin embargo, se ha visto aumentado su consumo hasta los 243 millones de hectolitros en 2017. Esta tendencia alcista de crecimiento se basa en el posicionamiento de Estados Unidos como principal consumidor y en el incremento de su consumo año tras año, de hecho, de 2016 a 2017 creció en un 2,9% y, por otro lado, en la creciente tendencia al consumo de vino en China, llegando a un 3.5% en comparación con 2016. En Europa y Oceanía el crecimiento se ha mantenido neutro por las diferentes tendencias registradas entre los países componentes de estos continentes.

Es por esto que la OIV (Organización Internacional de la Viña y el Vino) prevé que el consumo de vino mantenga esta tendencia creciente de en torno al 1% anual a nivel

mundial. Este dato es, como se puede suponer, una gran noticia para el sector vinícola. En España, la OIV estableció un aumento del consumo de en torno al 3% y un 2% a nivel mundial además de dictaminar que no sería un fenómeno aislado, sino la tendencia a esperar en los años venideros. Sin embargo, sí que mantiene la idea general, en España, de la disminución de la producción hasta que se igualen los valores de producción y consumo y el excedente no sea tan alto.

3.3 Resumen Financiero de Vega Sicilia

3.3.1 Evolución histórica

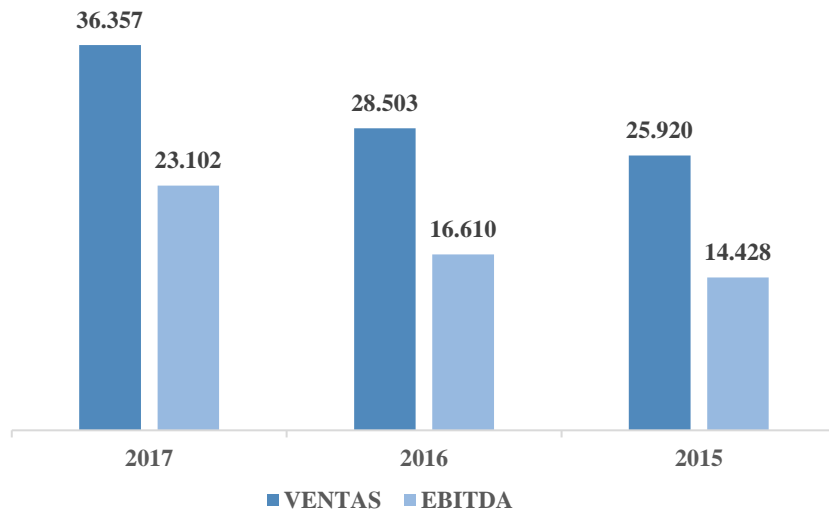
Lo primero a tener en cuenta de cara al estudio financiero de Vega Sicilia es la complejidad en el acceso a cuentas anuales al no ser una empresa pública, es decir, cotizada en bolsa. Para este trabajo tenemos las cuentas de resultados de los años 2015-2017 ambos inclusive y son estas sobre las que desarrollaré mi análisis.

Ventas y EBITDA

En el periodo 2015-2017 las cifras de ventas han aumentado año tras año. Para ver cuánto han crecido he optado por usar el CAGR, es decir, la tasa de crecimiento anual compuesto. De 2015 a 2016 presenta una tasa del 4,86%, mientras que de 2016 a 2017 una del 12,94%. En cuanto al EBITDA, la tendencia es similar, más crecimiento del 2016 a 2017 que de 2015 a 2016. Concretamente, presentan unos CAGR de 7,3% y de 17,93%.

Como se puede apreciar la tendencia en el aumento del consumo tanto a nivel mundial como en España ha llevado a Vega Sicilia a ver sus tasas de crecimiento y de ventas muy positivamente afectadas. Al ofrecer un producto de tan alta calidad, ese crecimiento del consumo causa un impacto mayor por ser un producto de lujo por incrementarse la base compradora del mismo. Sin embargo, las épocas de recesión no suelen generar un impacto muy alto porque al ser un vino de tan alta calidad y de lujosa naturaleza el comprador habitual no se suele ver afectado por los ciclos recesivos.

Gráfico 1: Evolución Ventas y EBITDA

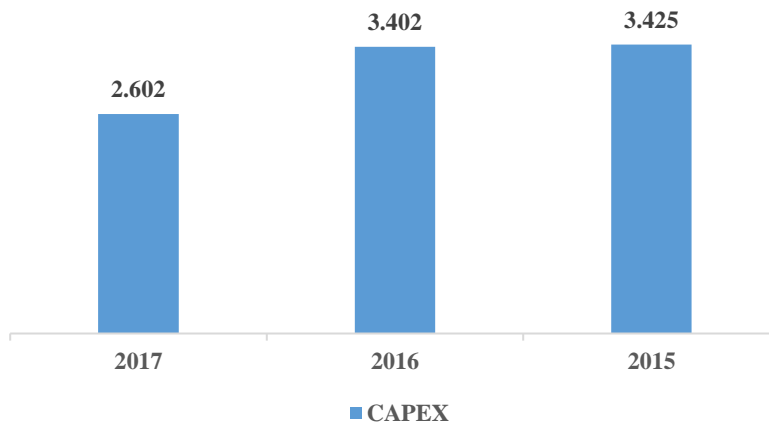


Fuente: Elaboración propia en base a informe de INFORMA

CAPEX

Para poder estudiar la evolución histórica del CAPEX he acudido al Estado de Flujos de Caja y así analizar cuáles han sido las salidas y entradas de caja en materia de inversiones en activo material. Las cuantías son relativamente importantes al realizar, las bodegas, una actividad donde la infraestructura es fundamental para mejorar y garantizar la calidad del producto. Sin embargo, la tendencia de la inversión en CAPEX es decreciente. En mi opinión, esto se debe a la generalizada tendencia a la reducción de los niveles de producción para equiparlos con el consumo y a la iniciativa de desarrollo de la expansión internacional comenzada en 2015, la cual requerirá de inversión en infraestructura y seguirá necesitando de ella aunque en menor medida progresivamente.

Gráfico 2: Evolución CAPEX



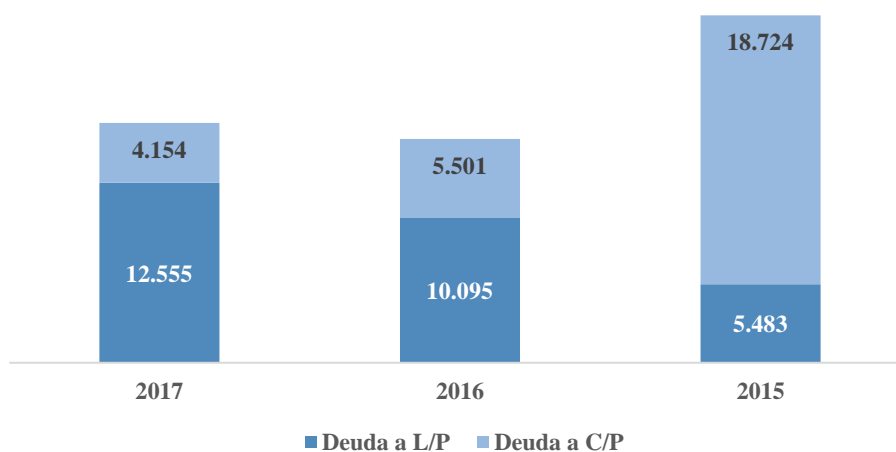
Fuente: Elaboración propia en base a informe de INFORMA

Deuda Financiera Neta

En cuanto a la evolución de la deuda considero fundamental tratar dos cosas. En primer lugar la disminución generalizada de la misma tanto en términos absolutos, como se puede apreciar en el gráfico, como en términos de EBITDA. En el año 2015, la deuda se encontraba a 1,54x EBITDA y en 2017 a 0,72x. Además, por otro lado, analizando el diagrama, podemos comprobar como la estructura de financiación ajena ha pasado de ser a corto plazo en 2015 a largo plazo en 2017. Esto se transforma en un mayor atractivo de la compañía hacia el potencial inversor ya que nos encontramos con una empresa con menor riesgo por no tener que hacer frente a sus obligaciones de pago en el futuro inminente.

Como estamos estudiando la Deuda Financiera Neta, de cara a calcular los totales y los múltiplos de EBITDA, le he sustraído al total aquellos instrumentos de efectivo no operativos de la empresa.

Gráfico 3: Evolución de la Deuda Financiera Neta



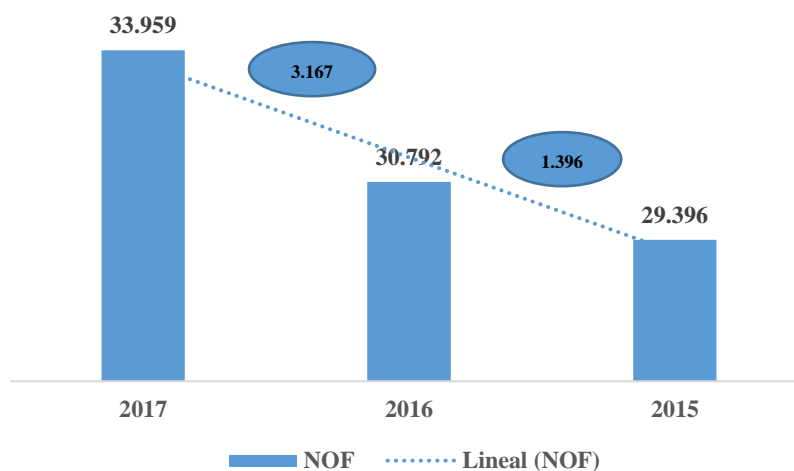
Fuente: Elaboración propia en base a informe de INFORMA

Necesidades Operativas de Financiación

Las variaciones el fondo de maniobra tienen una importancia significativa a la hora de calcular los flujos de caja necesarios para su descuento y posterior valoración. El capital circulante juega un papel vital en la generación de flujos de caja y de ahí su vital importancia a la hora de ser estudiado.

En Bodegas Vega Sicilia el Activo no Corriente ha sido considerablemente superior al Activo Corriente aunque la tendencia que he podido comprobar en los últimos años es de un aumento del valor del Activo Corriente.

Gráfico 4: Evolución de las NOF



Fuente: Elaboración propia en base a informe de INFORMA

3.3.2 Estimaciones Financieras

A lo largo de todo el estudio, tanto en el capítulo 2 como el capítulo 3, he hablado de lo importante que son las asunciones e hipótesis a tomar para el correcto estudio que tiene como objeto este trabajo. Cuando se produce una valoración de empresas desde el punto de vista financiero, estas se basan en las estimaciones futuras sobre la actividad operativa, es decir, sobre la capacidad de generar caja.

Así, procederé a explicar las distintas estimaciones que he establecido en cuanto a las ventas, al EBITDA, a la Amortización, a las Variaciones de las NOF y a las de CAPEX.

Ventas

En los periodos anteriores se ha registrado un crecimiento simple en las ventas del 10% de 2015 a 2016 y de un 28% de 2016 a 2017. Consecuentemente podemos establecer que las circunstancias del negocio son bastante buenas. Por otro lado, las expectativas de crecimiento del sector son positivas como comprobamos anteriormente, se prevé un continuo crecimiento del negocio y además las expectativas macroeconómicas son favorables, es decir, se espera que la economía en España crezca en los próximos años.

Además hemos podido comprobar, como comenté anteriormente, en las diferentes notas de prensa, como Vega Sicilia tiene pensado apostar más fuerte por incrementar sus ventas internacionales. Esto conllevará un crecimiento de sus ingresos por su actividad operativa.

Consecuentemente, me atrevo a estimar un crecimiento similar al registrado en 2016 en 2018, el cual tiene bastante sentido al ser una tasa de crecimiento muy buena, aunque no tan excesiva como la registrada en 2017 que es casi antinatural. En 2019 considero que esa fuerte tendencia creciente se mantendrá aunque no de forma tan agresiva como en 2017 ni tan positiva como en 2018 haciendo que la empresa pueda crecer a un ritmo en torno al 6,5%. Posteriormente, ya que su expansión internacional se normalizará y se establecerá en tasas menos positivas, me parece oportuno fijar una tasa de descuento más suave aunque aun así fuerte del 4% en 2020 ya que considero complicado que se mantengan unos valores tan altos de crecimiento, para pasar a un 3% en 2021 y un 2,6% en 2022 que se corresponde con la tasa de crecimiento del PIB que puede servir como indicador óptimo para una estimación a 5 años. Son tasas bastante optimistas de crecimiento aunque verdaderamente posibles por la buena situación en la que se encuentra la compañía y el sector a día de hoy. A perpetuidad, consideraré una tasa de crecimiento un punto porcentual menor al crecimiento de PIB de 2018, es decir, de entorno al 1,6%.

Como traté de explicar anteriormente, esa esperada caída en la producción de vino no afecta a Vega Sicilia por la naturaleza lujosa de su producto y su más que demostrada inelástica demanda a lo largo de los años. Además, un factor muy importante es lo comunicado en las distintas notas de prensa respecto al nivel de las cosechas que darán los vinos de esos años. El resultado de las mismas está siendo bueno y el esperado.

EBITDA

El informe adquirido a la base de datos INFORMA donde aparecen las cuentas anuales recoge una comparativa en términos de Ventas, EBITDA, Margen y Resultado Neto con el sector. En esa comparativa se han tenido en cuenta 85 empresas de tamaño entre 7 y 45 millones de euros.

Debido a la naturaleza de producto de alta calidad y lujosa naturaleza, presenta un EBITDA que en 2017 fue del 62,73% de la cifra de ventas mientras que la media del sector se encuentra en valores en torno al 15%. Consecuentemente, nos encontramos ante

un EBITDA robusto, síntoma de una empresa con una gran rentabilidad y con una fuerte capacidad de generar caja a partir de su actividad operativa.

Su EBITDA ha aumentado en aproximadamente un 10% de la cifra de ventas desde 2015 presentando tasas de crecimiento del 15% en 2016 y del 39% en 2017. En definitiva, podemos seguir comprobando como Vega Sicilia cuenta con un alto potencial como empresa y que goza de tasas de crecimiento bastante potentes donde la inversión en CAPEX está resultando de lo más positiva. Esta no está generando un aumento del coste de producción sino que, al contrario, podría llegarse a afirmar que lo disminuye si comparamos las tasas de crecimiento de ventas y las de EBITDA.

Así y manteniendo la misma filosofía que en las estimaciones de ventas, creo correcto continuar unas estimaciones de márgenes de EBITDA similares a las actuales. Consecuentemente, estableceré un margen del 59,16% (media de los tres anteriores) para los dos primeros años, para en 2020 usar como margen la mediana que es un 58,27%, en 2021 un 57,5% y en 2022 un 56,5%, el cuál mantendremos estable a perpetuidad.

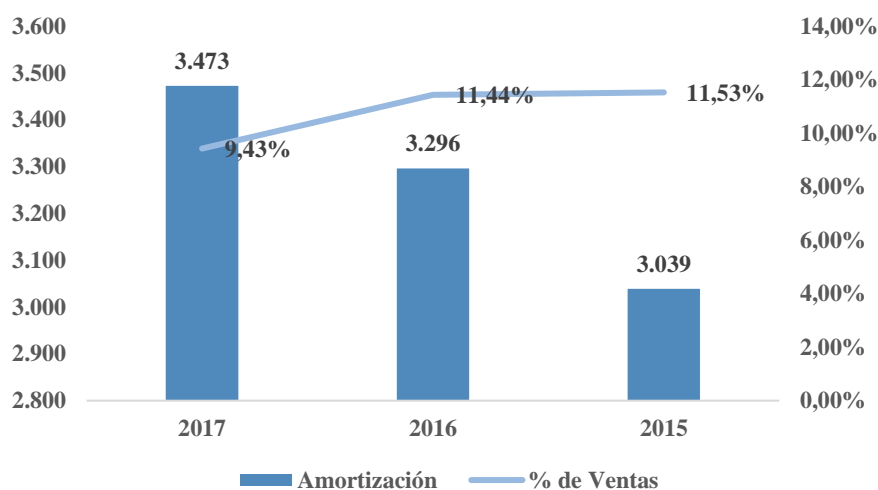
Amortización

La amortización es un gasto importante dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias de las Bodegas Vega Sicilia. Generalmente, se encuentra en valores en torno al 10% del resultado de ventas aunque su tendencia es decreciente como podemos apreciar en el gráfico.

Consecuentemente y como he ido adelantando en el análisis, es una empresa que realiza su actividad en un sector que requiere de una inversión y en infraestructura de importante relevancia. Es por esto que considero natural un gasto tan alto y de ahí que me parezca oportuno mantener la misma correlación que se ha registrado en estos años entre la amortización y la inversión en CAPEX.

Como se puede apreciar en el gráfico, la amortización ha ido disminuyendo conforme al resultado de ventas pero siempre manteniendo tasas parecidas, por lo que considero oportuno establecer una amortización equivalente a la media de los 3 años anteriores, es decir, un 10,8% del resultado de ventas. De esta manera, se demostrará más adelante que la tasa de amortización mantiene una correlación con la tasa de CAPEX, siendo, históricamente, ambas muy parecidas.

Gráfico 5: Evolución de la amortización



Fuente: Elaboración propia en base a informe de INFORMA

Variaciones de NOF

De cara a las estimaciones de NOF, no he podido encontrar información lo suficientemente relevante como para poder estimar o variar sustancialmente la situación actual. De esta manera, he preferido suponer que las bodegas mantendrán unas relaciones parecidas a las hasta ahora mantenidas con sus clientes y proveedores. Consecuentemente, crecerá constantemente, de la misma manera que lo hacen las ventas a un ritmo igual al de la media entre el crecimiento registrado en 2015 y en 2016, es decir, de un 7,52%.

CAPEX

En los años estudiados, la inversión en CAPEX se encuentra en valores decrecientes tanto en términos absolutos como en comparación con el resultado de ventas. Concretamente, registró una inversión en CAPEX del 13,21%, 11,94% y del 7,16% en los años 2015, 2016, 2017 respectivamente. De esta manera, considero oportuno establecer como valor de inversión en CAPEX una tasa en torno a la media entre estos valores, es decir, de un 10,77% del resultado de ventas. En cuanto al valor a otorgar en perpetuidad, lo igualaré a la amortización, esto lo hago ya que la inversión tiene que ser igual o superior a la amortización porque si no conllevaría valorar la empresa en perpetuidad a 0.

Tasa Impositiva

Mantendremos durante todo momento en este estudio una tasa impositiva del 25%.

3.4 Valoración

3.4.1 Descuento de flujos de caja

Cálculo de los FCF

En función de todas las estimaciones desarrolladas en el apartado anterior (reflejadas en el apartado de Supuestos del gráfico 6) y de la teoría explicada en el capítulo segundo, he pasado a elaborar las proyecciones correspondientes y la consecuente obtención de los flujos de caja libre. No obstante, están a la espera del cálculo del WACC, que desarrollaremos en el siguiente apartado, para ser descontados al presente. Conviene establecer que todos los números a los que nos enfrentamos de cuenta de pérdidas y ganancias o de cuenta de resultados están en miles de euros, como aparece señalado en el cuadro.

Para el cálculo de los flujos de caja libres (FCF por sus siglas en inglés), he usado la fórmula desarrollada en el marco teórico:

$$FCF = EBIT * (1 - Impuestos) + DA - CAPEX - \Delta NOF$$

Tabla 1: Proyecciones y estimaciones para el cálculo de los FCF

€ miles	Historico			Proyecciones				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	25.920,00	28.503,00	36.357,00	39.980,08	42.578,78	44.281,93	45.610,39	46.796,26
Crecimiento		9,97%	27,55%	9,97%	6,50%	4,00%	3,00%	2,60%
Gastos	11.492,00	11.893,00	13.255,00	16.327,86	17.389,17	18.478,85	19.384,42	20.356,37
EBITDA	14.428,00	16.610,00	23.102,00	23.652,21	25.189,61	25.803,08	26.225,97	26.439,89
% de Ventas	55,66%	58,27%	63,54%	59,16%	59,16%	58,27%	57,50%	56,50%
EBIT	11.389,00	13.314,00	19.629,00	19.334,36	20.591,10	21.020,63	21.300,05	21.385,89
Margen Operativo	43,94%	46,71%	53,99%	48,36%	48,36%	47,47%	46,70%	45,70%
Impuestos	2.847,25	3.328,50	4.907,25	4.833,59	5.147,77	5.255,16	5.325,01	5.346,47
Tasa efectiva	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT Libre de Impuestos	8.541,75	9.985,50	14.721,75	14.500,77	15.443,32	15.765,47	15.975,04	16.039,42
D&A	3.039,00	3.296,00	3.473,00	4.317,85	4.598,51	4.782,45	4.925,92	5.054,00
% de Ingresos	11,53%	11,44%	9,43%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%
CAPEX	3.425,00	3.402,00	2.602,00	4.305,85	4.585,73	4.769,16	4.912,24	5.039,96
% de Ingresos	13,21%	11,94%	7,16%	10,77%	10,77%	10,77%	10,77%	10,77%
NOF	29.396,00	30.792,00	33.959,00	36.511,71	39.256,31	42.207,23	45.379,96	48.791,19
Cambio NOF		1.396,00	3.167,00	2.552,71	2.744,60	2.950,91	3.172,74	3.411,23
% de Incremento de Ingresos		4,75%	10,29%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%
Supuestos	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento de ventas	n.a.	9,97%	27,55%	9,97%	6,50%	4,00%	3,00%	2,60%
Margen Operativo	44%	47%	54%	48%	48%	47%	47%	46%
Tasa Impositiva	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
D&A (% de Ingresos)	11,53%	11,44%	9,43%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%
CAPEX	13,21%	11,94%	7,16%	10,77%	10,77%	10,77%	10,77%	10,77%
Cambio NOF	n.a.	4,75%	10,29%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%
Flujo de Caja Libre	8.155,75	8.483,50	12.425,75	11.960,06	12.711,50	12.827,85	12.815,99	12.642,23
Flujo de caja descontado	n.a.	n.a.	n.a.					

Fuente: Elaboración propia

Cálculo del WACC

Ya que tenemos los flujos libres de caja, lo siguiente es calcular la tasa de descuento para poder traer al presente dichos flujos de caja y posteriormente calcular el Valor Residual de la empresa. Esta tasa se trata del WACC que como ya definí anteriormente es el coste medio ponderado del capital. Así la fórmula del WACC es la que ya comenté en el capítulo 2:

$$\frac{(\%Recursos Propios \times Keq) + [(\%Deuda \times Kd) \times (1 - Impuestos)]}{Recursos Propios + Deuda}$$

Para calcular esta tasa de descuento se relaciona el coste de la deuda y el coste de los recursos propios. Consecuentemente, lo primero y fundamental es establecer cuál va a ser la estructura de capital a aplicar a la valoración de la empresa. Como hemos podido comprobar, la evolución de la deuda financiera neta ha ido disminuyendo tanto en términos absolutos como en términos de EBITDA. Consecuentemente, como no poseo información de la empresa en cuanto a sus planes de estrategia de financiación, he considerado oportuno establecer como estructura de apalancamiento el promedio de los años anteriores.

- Coste de los Recursos Propios (Keq)

Para el cálculo del Keq haré uso del modelo del CAPM, explicado en el capítulo segundo. Conviene recordar la fórmula antes de entrar a explicar cada elemento de la fórmula, la cual es:

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

Para el activo libre de riesgo (Rf) he decidido usar la rentabilidad del bono español a 10 años. Para ello, como estamos valorando a 31 de diciembre de 2017 he tomado el valor del bono a 10 años del viernes 29 de marzo de 2017 como tasa del activo libre de riesgo que es de 1,57%.

El segundo paso será el estudio de la beta de Vega Sicilia. Para ello, al ser las bodegas una empresa no cotizada, no tenemos acceso a su beta, por lo que he optado por extraerla a partir de empresas comparables. Para ello, como establecí en el marco teórico, se realiza un proceso por el que se seleccionan un abanico de empresas comparables y se procede a obtener sus betas no apalancadas y al cálculo de su mediana. Posteriormente, para calcular la beta de la empresa objetivo, dicha mediana de las betas se mete en la

fórmula que relaciona estas dos betas y así se obtiene la beta apalancada de la empresa objetivo teniendo en cuenta su estructura de capital. De esta manera, las empresas que he usado han sido Bodegas Riojanas S.A., Barón de Ley S.A. y Bodegas Bilbaínas. Para esta, sin embargo, he tenido que usar los datos a 2016 por haber sido privatizada en 2017 tras su adquisición por el fondo Carlyle.

La fórmula que nos da esta relación es la siguiente:

$$\beta_L = \beta_U \times \left[\frac{D}{RRPP} \times (1 - \text{Impuestos}) \right]$$

Una vez hemos hecho uso de la anterior relación, nos encontramos con el siguiente cuadro donde aparece reflejada la beta apalancada de Vega Sicilia en función de la mediana de las betas desapalancadas de las tres empresas comparables:

Tabla 2: Obtención de la beta apalancada de Vega Sicilia

Empresa	Beta Apalancada	D/RRPP	Beta No Apalancada	Tax
Bodegas Riojanas	0,06	1,193	0,032	25%
Bodegas Bilbaínas	0,65	0,101	0,604	25%
Barón de Ley	0,56	0,297	0,458	25%
Vega Sicilia	0,515	0,166	0,458	25%

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, solo quedaría calcular la prima de riesgo del mercado para la cual usaremos una media de las rentabilidades que se pueden encontrar a día de hoy en el mercado. Pablo Fernández realizó dicha media de las primas de mercado y esta se encontraba en torno al 7%.

Consecuentemente, se puede establecer que el coste de los recursos propios es de en torno al 5,75%, después de aplicar la fórmula anteriormente resaltada.

- Coste de la deuda (Kd)

Vega Sicilia es una empresa que no ha emitido bonos, por lo que el método que he decidido seguir es el de calcular la proporción de gastos financieros sobre el total de la deuda financiera para ver cuál es el coste de la deuda antes de impuestos y así posteriormente calcular el coste de la deuda post impuestos que es el que se imputa al cálculo del WACC.

Tabla 3: Cálculo de Coste de la Deuda pre - impuestos

	2017	2016	2015
Deuda Financiera	16.676	15.562	22.257
Intereses	489	408	483
Coste Pre Tax	2,93%	2,62%	2,17%

Fuente: Elaboración propia

- Cálculo del WACC

Una vez que he concluido el cálculo del coste de la deuda y de los recursos propios, el siguiente paso es obtener cual es la proporción de recursos propios y de deuda en función de los recursos totales, para así poder realizar una verdadera ponderación de los costes y calcular el WACC de la mejor forma posible. Habiendo hecho esto, nos queda un coste medio ponderado del capital del 5,21%.

Tabla 4: Cálculo del WACC

Coste de los RRPP	5,75%
Risk Free	1,57%
Beta	0,597
Market Premium	7%
Coste de Deuda	1,93%
Coste Pre Tax	3%
Tax	25%
Proporción RRPP	85,97%
Proporción Deuda	14,03%
WACC	5,21%

Fuente: Elaboración propia

Descuento de los FCF

Una vez calculada la tasa de descuento, el siguiente paso es calcular el valor actual de los flujos de caja libres a partir del WACC.

Tabla 5: Descuento de los FCF al WACC

	2018	2019	2020	2021	2022
Flujo de Caja Libre	11.960,06	12.711,50	12.827,85	12.815,99	12.642,23
Flujo de caja descontado	11.367,34	11.482,81	11.013,64	10.458,16	9.805,11

Fuente: Elaboración propia

Cálculo del Valor Residual

El siguiente paso es el cálculo del Valor Residual, es decir, como estableció Pablo Fernández, el uso de un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento

constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante el cálculo de la perpetuidad de los FCF. Así, he decidido usar como tasa de crecimiento continuado la del PIB del año 2018, es decir, del 2,6% menos un punto porcentual, es decir, 1,6%.

Antes de proseguir me gustaría comentar que he optado por disminuir dicho crecimiento y hacerlo más conservador. Aunque Vega Sicilia sea una empresa con una gran fuerza, considero demasiado agresivo un crecimiento a perpetuidad de 2,6%, por lo que he preferido pecar de conservador y establecer una tasa del 1,6, por encima de la tasa de inflación, pero considerablemente inferior a ese crecimiento del PIB tan positivo.

Posteriormente, mediante el uso del WACC, habrá que descontar dicha tasa para obtener el valor actual del Valor Residual y así poder finalmente calcular el Valor de la Empresa (EV, por sus siglas en inglés) y el Valor Patrimonial.

Cálculo del EV y del Valor Patrimonial

El Valor de la Empresa se trata de la suma de todos los flujos libres de caja y del Valor Residual descontados al presente. Posteriormente a raíz de la fórmula del EV, he sustraído la deuda y los intereses minoritarios, para posteriormente añadir el efectivo y así obtener el Valor Patrimonial de las Bodegas Vega Sicilia. En este caso, la empresa no cuenta con intereses minoritarios, por lo que solo habrá que restar al EV la deuda financiera neta para obtener el Valor Patrimonial.

Tabla 6: Cálculo del EV y del Valor Patrimonial

Valor Residual	355.392,89
FCL 2023	12.844,50
WACC	5,21%
Perpetuidad	1,6%
Valor de Empresa	329.764,10
Valor actual de los FCF	54.127,06
Valor actual del VR	275.637,04
EV	329.764,10
Valor Patrimonial	313.121,10
EV	329.764,10
- Deuda	16.676,00
+ Efectivo	33,00
- Intereses Minoritarios	<i>n.a.</i>

Fuente: Elaboración propia

3.4.2 Valoración por empresas comparables

Para el desarrollo de esta valoración, he optado por usar como empresas comparables las mismas compañías que he usado para la obtención de la beta apalancada de Vega Sicilia. Consecuentemente, son Bodegas Riojanas, Barón de Ley y los datos antes de su privatización de Bodegas Bilbaínas. Por otro lado, he decidido usar también como componente internacional de modelo de negocio muy parecido a Masi Agricola.

A continuación se puede encontrar una breve descripción de estas empresas para poder entender mejor el procedimiento:

- Bodegas Riojanas S.A.: se dedica a la elaboración de vino en España. También vende sus productos de manera internacional. La empresa fue fundada en 1890 y tiene su sede en Cenicero, España.
- Barón de Ley S.A.: se dedica a la producción, crianza y venta de vinos. También vende productos auxiliares enlatados y curados de cerdo. La compañía ofrece sus productos y servicios en España, la Unión Europea, los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y a nivel internacional. Se constituyó en 1985 y tiene su sede en Mendavia, España.
- Masi Agricola: produce y vende vinos de calidad en Italia y en el extranjero. La empresa ofrece sus productos a través de distribuidores. Tiene su sede en Sant' Ambrogio Di Valpolicella, Italia.
- Bodegas Bilbaínas S.A.: Se constituyó en 1901 y está registrada como firma embotelladora más antigua de La Rioja, se enorgullece de ser la bodega con la mayor superficie de calados subterráneos del territorio (3.400 m²) y con la mayor superficie de viñedo del municipio de Haro. En conjunto son 250 Ha de una calidad privilegiada que nutren de uva propia a la bodega, lo que asegura un procesamiento rápido sin pérdida de calidad.

De esta manera, he agrupado las empresas, para posteriormente poder extrapolar la información a los múltiplos. Conviene destacar que, en este caso, los datos no están en miles de euros.

Tabla 7: Información de Empresas Comparables

Empresas Comparables	EV	Capitalización Bursátil	Beneficio Neto	EBIT	EBITDA	Ingresos
Bodegas Bilbaínas S.A.	13.810.765	22.000.000	2.653.210	3.431.486	4.932.416	16.674.980
Barón de Ley S.A.	375.036.000	441.000.000	18.509.000	24.957.000	31.253.000	95.131.000
Masi Agrícola	147.880.800	118.959.000	6.725.000	10.167.000	12.972.000	64.374.000
Bodegas Riojanas S.A.	204.525.000	24.000.000	632.000	851.000	1.818.000	21.029.000

Fuente: Elaboración propia

Una vez encontrado los datos, he llevado a cabo el cálculo de los múltiplos en base a la información del anterior cuadro. Sin embargo, debido a la magnitud de los múltiplos que refleja Bodegas Riojanas, a la hora de calcular la media de los múltiplos, he preferido obviar su impacto y así no ver mi análisis afectado de una manera no real al tener múltiplos tan altos. Así, nos encontramos con estos valores de múltiplos comparables:

Tabla 8: Múltiplos de Empresas Comparables

Múltiplos	PER	EV		
		Ingresos	EBITDA	EBIT
Bodegas Bilbaínas S.A.	8,29x	0,83x	2,80x	4,02x
Barón de Ley S.A.	23,83x	3,94x	12,00x	15,03x
Masi Agrícola	17,69x	2,30x	11,40x	14,55x
Bodegas Riojanas S.A.	37,97x	9,73x	112,50x	240,33x
Media	16,60x	2,36x	8,73x	11,20x
Mediana	20,76x	3,12x	11,70x	14,79x

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculados los múltiplos, he optado por usar aquellos que refleja la mediana para así poder calcular el Valor de la Empresa de Bodegas Vega Sicilia S.A. y extraer el Valor Patrimonial de la misma.

Consecuentemente el siguiente paso será reflejar en el diagrama comúnmente conocido como “*football field*” las distintas valoraciones a las que hemos llegado.

3.4.3 Valoración por transacciones precedentes

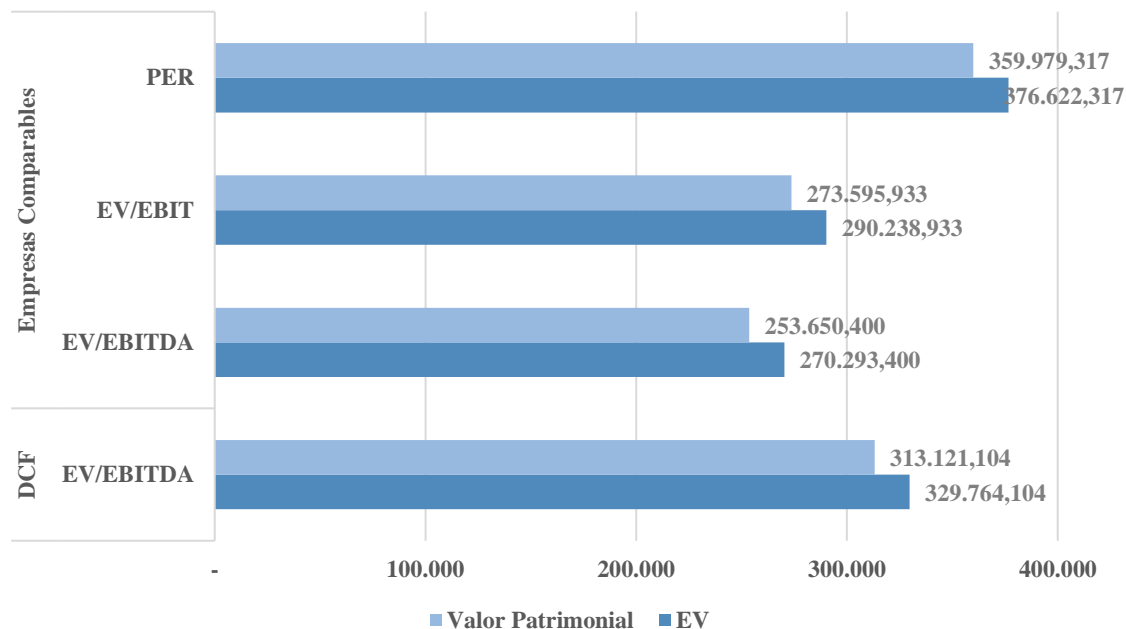
No he podido encontrar información con la suficiente calidad como para desarrollar una valoración por transacciones precedentes. La única adquisición posible es la de Bodegas Bilbaínas por parte del fondo Carlyle, sin embargo, muchos de los datos que se necesitan tienen la condición de confidencial, por lo que ha sido imposible extraer la información necesaria para llevar a cabo el análisis.

3.4.4 Resultados

A continuación se muestra un gráfico que trata de ilustrar las distintas valoraciones a las que he llegado a raíz de los distintos métodos. Para ello, como es una empresa

privada, he preferido proporcionar los valores obtenidos de Valor de la Empresa (EV) y de Valor Patrimonial por cada metodología empleada.

Gráfico 6: Valoraciones de Vega Sicilia



Fuente: Elaboración propia

Como podemos apreciar, las valoraciones por empresas comparables, en concreto los múltiplos de EV, proporcionan valores similares. Sin embargo, la valoración llevada a cabo por el método del DCF es levemente más alta al igual que la que se obtiene a raíz del PER.

De esta manera, se puede concluir que debido a la estabilidad y potente crecimiento que ha demostrado Vega Sicilia en los años 2015-2017 junto con las expectativas tan positivas que presenta el sector y con la similitud que muestra con la valoración por múltiplos, la valoración por DCF tiene bastante respaldo financiero. Esto me ha hecho pensar que, quizás, Vega Sicilia se encuentra en una situación óptima desde el punto de vista financiero, por lo que no sería descabellado esperar algún acercamiento del algún competidor o de algún fondo para poder hacerse con su control. Así que convendría estar atentos al mercado para ver si verdaderamente esto se produce o si, al menos, la familia Álvarez recibe alguna propuesta en el más próximo futuro.

CONCLUSIONES

Para concluir quería realizar una serie de reflexiones acerca de mi experiencia valorando Vega Sicilia y aplicando el conocimiento propio y ajeno sobre los distintos métodos de valoración.

En primer lugar, lo que más me ha impactado es la importancia que tiene el establecer una buena tasa de crecimiento, me he dado cuenta de que una pequeña modificación de la misma puede causar modificaciones de gran tamaño en la valoración de la empresa. Esto, se debe al impacto que sufre el Valor Residual ante las modificaciones de la misma. En definitiva, es la parte donde más esfuerzo se debe realizar para poder encontrar los verdaderos crecimientos de cada partida de balance y cuenta de pérdidas y ganancias.

En esta misma línea, ocurre lo mismo con el WACC, una modificación del coste de la deuda o del coste de los recursos propios implica una variación en la valoración que puede llegar a tener muy importantes consecuencias.

Por otro lado, he de asumir una limitación en este trabajo que es la problemática de que Vega Sicilia sea una empresa privada. Esto ha ocasionado que solo haya tenido acceso a las cuentas anuales de los años 2015-2017 y no haya podido comprobar verdaderamente la evolución de la empresa a lo largo de los años y las estrategias de desarrollo que ha ido siguiendo. De ahí que mis hipótesis puedan ser erróneas o desacertadas a la luz del desarrollo empresarial que ha experimentado Vega Sicilia.

Respecto de los métodos basados en múltiplos por empresas comparables la dificultad se encuentra en identificar empresas similares en función del sector, modelo de negocio y, a ser posible, zona geográfica. Además, en este monográfico, he podido comprobar como no son capaces de reflejar expectativas de crecimiento diferentes a las de las empresas con las que se compara. Es decir, si una empresa goza de unas expectativas futuras excepcionales tanto negativa como positivamente, este método no es capaz de reflejarlas y valoraría de la misma forma que si no las tuviera.

En otro orden de cosas, se ha podido apreciar bastante coherencia entre las valoraciones obtenidas por empresas comparables donde los múltiplos gozan de sentido financiero con la valoración realizada en función del descuento de flujos de caja. He sido

capaz de obtener valores similares en todas en todos los métodos lo que garantiza la consistencia del estudio.

Verdaderamente se puede comprobar cómo se han conseguido cumplir los objetivos planteados al principio del trabajo. Se ha establecido un marco teórico que ha servido como base para el desarrollo de en el siguiente capítulo las distintas valoraciones de Vega Sicilia. Además, se ha demostrado como no existe un método de valoración perfecto sino que se ha de tomar la horquilla que otorgan las valoraciones realizadas según cada método, es decir, que son complementarios entre ellos. Esto me ha permitido superar las dificultades que se presentaban al tener esta naturaleza privada.

Finalmente, ha sido una experiencia muy gratificante poder valorar Vega Sicilia y obtener valoraciones coherentes y consistentes. He llegado a identificar el desafío y el atractivo que produce valorar una empresa desde el punto de vista financiero y he comprendido los retos a los que se enfrentan aquellas personas que se dedican a ello en el mundo laboral.

Bibliografía

ARDAN referencias sectoriales. (2010). El sector del vino en España. Recuperado de <http://www.ardan.es/ardan/media/flash/vino.pdf>

Breaking into Wall Street. (2009). *The 400 Investment Banking Interview Questions and Answers You Need to Know*.

Cuentas Anuales Consolidadas Barón de Ley S.A a 31 de diciembre de 2017

Cuentas Anuales Consolidadas Bodegas Bilbaínas S.A. a 31 de diciembre de 2016

Cuentas Anuales Consolidadas Bodegas Riojanas S.A. a 31 de diciembre de 2017

Cuentas Anuales Consolidadas Masi Agrícola S.A. a 31 de diciembre de 2017

Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation* (Ed. rev.). New Jersey, United States of American: John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3ª ed.). New Jersey, United States of American: John Wiley & Sons Inc.

EInforma. (2019). Informe Financiero Vega Sicilia. Madrid, España: INFORMA (D&B) S.A.U. (S.M.E.).

El Almanaque. *Historia de Vega Sicilia*. (2017). Extraído de: <http://www.elalmanaque.com/turismo/bodegas/vegasicilia/historia.htm>

El País. *El vino en el mundo: Italia el que más produce, España el que más vende y EEUU donde se lo beben*. (2018). Extraído de: https://elpais.com/economia/2018/04/26/actualidad/1524755902_232432.html

El País. *Los secretos de Vega Sicilia*. (2018). Extraído de: https://elpais.com/elpais/2017/12/26/eps/1514289441_796524.html

El Sector del Vino en España. (s.f.). Recuperado 1 junio, 2019, de http://www.fev.es/v_portal/apartados/apartado.asp?te=29

Europa press. *Tempos Vega Sicilia venderá en EE.UU. unas 100.000 botellas en 2019, el doble que hace cinco años*. (2018). Extraído de: <https://www.europapress.es/economia/noticia-tempos-vega-sicilia-vendera-eeuu-100000-botellas-2019-doble-hace-cinco-anos-20181018150034.html>

Fernández, Pablo (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Extraído de: https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/36234952/COMMON_ERRORS_IN_VALUATION.pdf

- Fernández, Pablo (2013). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*
- Folleto de OPA sobre Bodegas Bilbaínas S.A. formulada por Duede S.A.
- IESE Business School. (2008). METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS. Barcelona.
- Industria del vino. (2019, 24 abril). Recuperado 6 junio, 2019, de <https://es.statista.com/temas/2734/industria-del-vino/>
- Interempresas. *El vino en España: más consumo y exportaciones, pero menos producción*. (2018). Extraído de: <https://www.interempresas.net/Vitivinicola/Articulos/213512-El-vino-en-Espana-mas-consumo-y-exportaciones-pero-menos-produccion.html>
- Investopedia. (2019, 11 abril). Unlevered Beta Definition. Recuperado 6 junio, 2019, de <https://www.investopedia.com/terms/u/unleveredbeta.asp>
- John Wiley & Sons (2004). *Valuation for mergers, buyouts and restructuring*. Extraído de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=570361
- La Semana Vitivinícola. *¿Cómo será el 2019 en Tempos Vega Sicilia?* (2018). Extraído de: <http://www.sevi.net/es/3524/21/12224/%C2%BFC%C3%B3mo-ser%C3%A1-el-2019-en-Tempos-Vega-Sicilia.htm>
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones Adquisiciones Y Valoración de Empresas* (Ed. rev.). Madrid, España: Ecobook.
- OEMV. (2019, 9 mayo). Consumo de vino en los hogares españoles en 2018. Recuperado 6 junio, 2019, de <https://www.oemv.es/consumo-de-vino-en-los-hogares-espanoles-noviembre-2018>
- OIV (Organización Internacional de la Viña y el Vino). (2018). STATE OF THE VITIVINICULTURE WORLD MARKET. Recuperado de <http://www.oiv.int/public/medias/5958/oiv-state-of-the-vitiviniculture-world-market-april-2018.pdf>
- Revello de Toro Cabello, J. (2013). *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión* (Ed. rev.). Madrid, España: Delta Publicaciones.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers and Acquisitions* (2ª ed.). New Jersey, United States: John Wiley & Sons
- Tempos Vega Sicilia. *Información Corporativa*. (2018). Extraído de: <http://www.vega-sicilia.com/es/presentacion/informacion-corporativa/grupo-empresarial>
- Tempos Vega Sicilia: *Comité de Dirección*. (2018). Extraído de: <http://www.vega-sicilia.com/es/presentacion/comite-de-direccion>

Tempos Vega Sicilia: *Historia de las Bodegas Vega Sicilia*. (2018). Extraído de:
<http://www.vega-sicilia.com/es/presentacion/historia>

Training the Street (2018). *Training the Street's Valuation Primers: Valuation Methodologies*.