

VALORACIÓ D'UNA EMPRESA COTITZADA: BARÓN DE LEY, S.A.



Sònia Puig Estragó

Tutora: Dra. Anna Maria Panosa Gubau

Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales

Grau en Administració i Direcció d'Empreses

Curs 2015-2016

Agraïments

Aquest treball ha estat realitzat sota la supervisió de la Dra. Anna Maria Panosa, a qui m'agradaria expressar el meu agraïment per les aportacions fetes i el temps dedicat a aquest estudi.

A la meva família, en especial al meu pare, per la paciència, els suggeriments i el suport brindats.

ÍNDEX

1.	INTRODUCCIÓ.....	2
2.	ESTRUCTURA I METODOLOGIA	4
3.	EL SECTOR VITIVINÍCOLA A ESPANYA.....	5
4.	GRUPO BARÓN DE LEY	10
5.	ESTUDI DELS COMPTES ANUALS DE BARÓN DE LEY	11
5.1.	ESTUDI DEL BALANÇ DE SITUACIÓ	11
5.1.1.	SITUACIÓ PATRIMONIAL	15
5.1.2.	FONS DE MANIOBRA	16
5.1.3.	SITUACIÓ FINANCERA.....	17
5.2.	ESTUDI DEL COMPTE DE PÈRDUES I GUANYS	19
5.3.	ESTUDI DE L'ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU.....	22
6.	PLA FINANCER DE BARÓN DE LEY	24
6.1.	PREVISIONS DEL COMPTE DE PÈRDUES I GUANYS.....	24
6.2.	PREVISIONS DEL BALANÇ DE SITUACIÓ.....	25
7.	VALORACIÓ DE BARÓN DE LEY.....	26
7.1.	CÀLCUL DEL <i>FREE CASH FLOW</i>	27
7.2.	CÀLCUL DEL WACC	29
7.2.1.	CÀLCUL DE LA RENDIBILITAT EXIGIDA A LES ACCIONS (K_e)	30
7.2.2.	CÀLCUL DE LA RENDIBILITAT DEL DEUTE (K_d).....	31
7.3.	CÀLCUL DEL VALOR DE LES ACCIONS DE BARÓN DE LEY	32
8.	CONCLUSIONS	34
9.	BIBLIOGRAFIA.....	35

1. INTRODUCCIÓ

Una veritat innegable a tot el món és que el sol surt per l'est i es pon per l'oest. Però tot i ser un esdeveniment incontestable té matisos.

Un observador de les comarques gironines, mirant cap al nord, veu sortir el sol per la banda dreta, o sigui per la banda del mar, mentre que el veu pondre's darreres les muntanyes de la banda esquerra. Podem dir que, a Girona, el sol surt pel mar i es pon per la muntanya.

Però si l'observador es troba situat a Galícia i segueix mirant cap al nord, veurà el sol sortir de darrera les muntanyes i el sabrà post en l'horitzó marítim.

Aquest supòsit en que, en funció de la posició de l'observador, fets inqüestionables esdevenen relatius, serveix a l'autora per introduir la justificació del present treball, punt final dels estudis de Grau en Administració i Direcció d'Empreses.

Es treballarà en una qüestió molt important en el món de l'empresa: La valoració de la mateixa, no només als efectes de transmissió, sinó, i simplement, per conèixer què pot valer en cada moment, ni que sigui per tal d'informar-ne als seus propietaris.

Els fons propis, com a diferència entre l'actiu empresarial i els deutes o passius, no són una bona eina per conèixer el valor de mercat real d'una empresa. Es pot dir que dir que, i amb moltes limitacions, són conseqüència de fets passats i no tenen en compte el futur. Les principals limitacions venen, entre d'altres, per l'aplicació dels diferents criteris comptables que infravaloren determinats actius, per exemple terrenys i edificis, el valor de mercat dels quals pot ser molt superior al que figura a l'inventari. Tampoc tenen en compte determinats aspectes intangibles fonamentals per l'empresa com ara el talent dels seus treballadors i treballadores, el valor de la marca o del seu fons de comerç.

Les previsions futures són probablement una de les principals consideracions que cal tenir en compte per poder determinar el preu de l'empresa. Per un mateix valor dels fons propis, el preu serà molt diferent si l'entitat presenta una línia ascendent en la seva facturació i resultats que si és al revés.

Per dur a terme l'estudi s'analitzarà una empresa que cotitza en borsa. D'aquesta manera es podrà comparar el valor obtingut en aquest treball amb el que li està donant actualment el mercat. S'hauria d'entendre que el mercat tendeix a valorar cada empresa d'acord amb la seva situació patrimonial, financera i econòmica i, com s'ha dit, per les seves expectatives futures. Tot i això hi ha aspectes distorsionadors gens menyspreables que alteren aquestes premisses.

L'empresa escollida és Barón de Ley, S.A., societat dedicada al sector vitivinícola. El motiu de valorar aquesta societat rau principalment en què el sector al qual es dedica té una gran importància dins l'Estat espanyol degut al seu valor econòmic, social, cultural i mediambiental. A més, deixant a banda aquest fet, també hi ha un cert interès del sector degut a la tradició vitivinícola familiar de l'autora.

Val a dir que només hi ha dues bodegues que cotitzen al mercat secundari. Aquestes són Barón de Ley, S.A., i Bodegas Riojanas, S.A. En aquest treball, tal com s'acaba de comentar, només s'analitzarà la primera, ja que se n'ha pogut obtenir més informació.

Abans de realitzar la valoració de la societat, s'han dut a terme diferents anàlisis previs a la mateixa. Aquests seran de gran utilitat a l'hora de calcular el valor de Barón de Ley, ja que es pretén que sigui el més acurat i realista possible. Aquests estudis previs, així com les dades i mètodes utilitzats al llarg del treball, s'exposen a l'apartat que ve a continuació.

2. ESTRUCTURA I METODOLOGIA

Per tal de trobar el valor de Barón de Ley, S.A. de manera fiable, s'han tingut en compte diversos aspectes. Per començar, s'ha dut a terme un anàlisi del sector, per tal d'observar el protagonisme i el creixement que està tenint la viticultura dins d'Espanya. L'objectiu d'aquest primer estudi rau en observar el creixement sectorial, ja que aquest és un fet influent a l'hora de determinar el creixement de l'empresa.

D'altra banda, s'ha fet un breu estudi del funcionament del mercat secundari, exposant els agents interns i externs que determinen el valor d'una empresa cotitzada. Aquest punt és necessari a l'hora de concloure el perquè de la similitud o la dissemblança entre el valor de mercat i el que es calcularà en aquest treball.

Un cop estudiats els dos punts esmentats anteriorment, el treball es centra en Barón de Ley, S.A. i en el propi grup, del qual també es realitza una breu descripció. Posteriorment s'analitzen els comptes anuals del quinquenni 2011-2015 del grup, que mostraran el comportament d'aquest durant el període. L'estudi és important per veure la tendència que ha presentat Barón de Ley al llarg dels darrers anys, així com també per observar la situació actual del grup. Per tal de realitzar aquest anàlisi, s'han pres com a referència tant la base de dades SABI com també els documents que penja anualment el propi grup a la seva pàgina web.

A continuació es realitza un pla financer a cinc anys del compte de pèrdues i guanys i del balanç, necessaris per calcular el valor de les accions de Barón de Ley. Les dades del període 2016-2018 han estat sol·licitades al propi grup, qui ha proporcionat els informes necessaris per realitzar aquestes projeccions. Quant a les dades dels exercicis 2019 i 2020, ha estat l'auditoria interna de Barón de Ley qui ha indicat criteris a seguir per tal de realitzar-les correctament.

Un cop fets tots els estudis i anàlisis comentats anteriorment, s'ha procedit a calcular el valor de les accions de Barón de Ley. El mètode de valoració utilitzat en aquest treball és el de descompte de fluxos de fons a partir del càlcul del *Free Cash Flow* descomptat al cost mig ponderat de capital (WACC). Aquest mètode es basa en els estudis i treballs de Pablo Fernández, autor molt reconegut quant a la valoració d'empreses.

3. EL SECTOR VITIVINÍCOLA A ESPANYA

Barón de Ley és un grup d'empreses destinades bàsicament a la viticultura, disciplina dedicada a l'estudi i a la producció de la vinya i del raïm.

En moltes regions espanyoles i europees, el sector vitivinícola és un sector estratègic de l'economia, ja que genera molts llocs de treball i riquesa, a més de permetre a la població mantenir-se en territoris rurals.

Quant a l'impacte mediambiental, la vinya contribueix a enriquir el paisatge i en una millor utilització de terres, ja que algunes d'aquestes només són aptes per aquest tipus de cultiu, i si no es destinessin a la vinya, serien territoris abandonats. A més, val a dir que és una plantació que protegeix contra els incendis degut a la baixa densitat d'aquesta.

El sector vitivinícola europeu és el més important del món, ja que els països de la Unió Europea són els que més produeixen, consumeixen, importen i exporten vi.

Segons dades del 2014 procedents de la Organització Internacional de la Vinya i el Vi (OIV), la viticultura ocupa una superfície de 7.554.000 d'hectàrees repartides arreu del planeta. Durant els últims anys, la vinya s'ha reduït considerablement dins la Unió Europea, en canvi, el cultiu d'aquesta s'ha incrementat en països que no formen part de la UE. A continuació s'exposa una taula que demostra l'afirmació anterior:

Taula 6: Superfície vitícola mundial.

Dades en milers d'Ha.	2010	2011	2012	2013	2014	% s/total 2014
Espanya	1.082	1.032	1.017	1.021	1.021	13,52%
França	818	796	792	793	792	10,48%
Itàlia	795	720	712	705	690	9,13%
Portugal	244	236	233	229	224	2,97%
Romania	204	191	192	192	192	2,54%
Total UE	3.654	3.468	3.429	3.418	3.399	45,00%
EEUU	404	413	412	424	425	5,63%
Turquia	514	508	497	504	502	6,65%
Xina	539	633	709	760	799	10,58%
Argentina	217	219	222	224	227	3,01%
Xile	200	206	206	208	211	2,79%
Sud-àfrica	132	133	135	133	132	1,75%
Austràlia	171	170	162	157	152	2,01%
Total món	7.672	7.497	7.498	7.546	7.554	100,00%

Font: dades OIV; elaboració pròpia.

Tal com s'observa a la taula, hi ha un decrement en les hectàrees mundials cultivades. Aquest fet es deu principalment al decrement de la superfície vitícola que es produeix globalment, amb l'excepció de la Xina i Amèrica del Sud, que compensen parcialment aquesta reducció d'hectàrees.

Dins la Unió Europea aquesta reducció de superfície vitícola no és un fet recent, sinó que ve d'uns quants anys enrere. Des de 1990 a 2003 el nombre d'explotacions de vinyes va caure ràpidament, però alhora la superfície mitjana per explotació incrementava. Així doncs, la Unió Europea ha tingut una tendència decreixent pel que fa a la superfície vitícola. Aquesta reducció es deu a la prohibició de noves plantacions i de la prima per abandonament feta el 1975.

Tal com s'ha comentat anteriorment, aquest decrement no cedeix, i és degut principalment a:

- ✧ Les regulacions de l'Organització Comú de Mercats (OCM), així com també de la Política Agrària Comú (PAC).
- ✧ L'abandonament produït degut a la pèrdua de rendibilitat de les explotacions i l'envelliment dels professionals del sector, que serà la causa d'abandonament de moltes explotacions familiars.

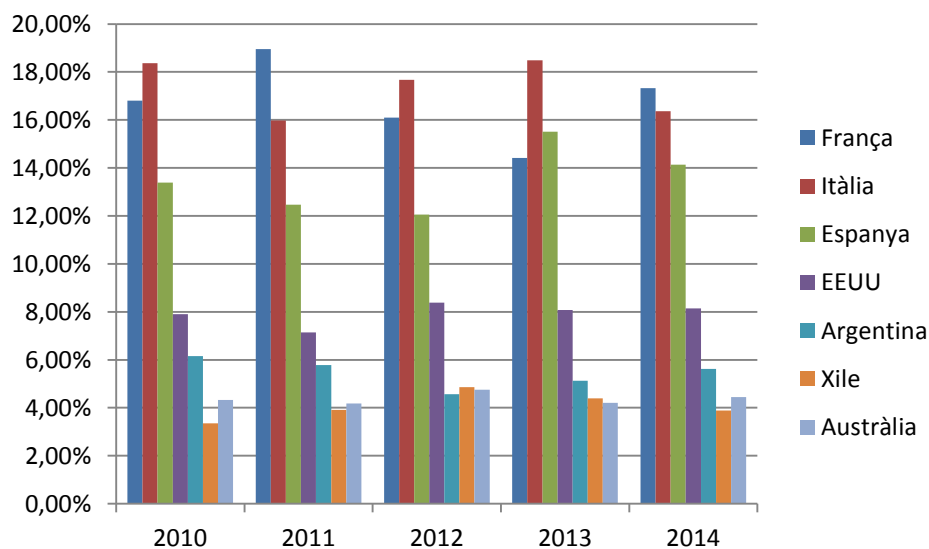
Quant a la producció mundial de vi (sense tenir en compte els suc i el most), és de 270,2 milions d'hectolitres. A continuació s'exposa una taula on es mostra la producció dels països més importants tant de dins com de fora de la Unió Europea.

Taula 7: producció mundial de vi.

<i>Dades en milers d'hl.</i>	2010	2011	2012	2013	2014	% s/total 2014
França	44.381	50.757	41.548	42.134	46.804	17,32%
Itàlia	48.525	42.772	45.616	54.029	44.229	16,37%
Espanya	35.353	33.397	31.123	45.308	38.211	14,14%
Total UE	156.376	157.171	141.415	174.158	166.232	61,51%
EEUU	20.887	19.140	21.650	23.590	22.020	8,15%
Argentina	16.250	15.473	11.778	14.984	15.197	5,62%
Xile	8.844	10.464	12.554	12.820	10.500	3,89%
Austràlia	11.420	11.180	12.259	12.310	12.020	4,45%
Total món	264.188	267.803	258.211	292.218	270.234	100,00%

Font: dades OIV; elaboració pròpia.

Gràfic 1: Percentatge sobre el total de la producció mundial de vi per anys i països.



Font: dades OIV; elaboració pròpia.

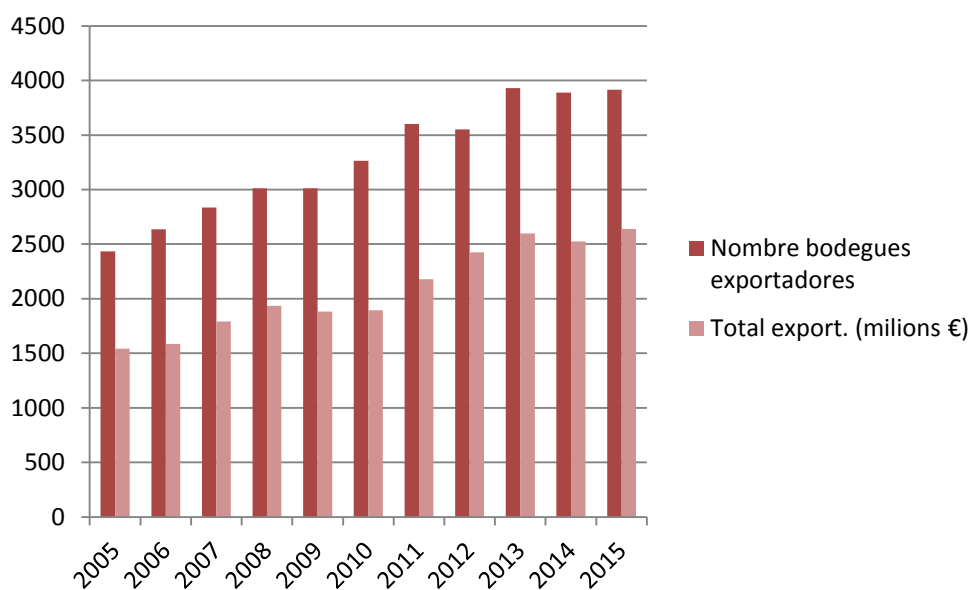
A partir del gràfic 1, es pot veure que des de l'inici del període mostrat (2010-2014), els països pioners quant a la producció mundial són França, Itàlia i Espanya. Cal destacar que aquests dos primers països presenten una alternança pel que fa a la primera i segona posicions, ja que es pot veure que quan un augmenta la producció respecte l'any anterior, l'altre la disminueix. El gràfic també mostra que a l'any 2013, Espanya va ocupar la segona posició, deixant a França en tercer lloc.

Finalment, val a dir que a l'any 2014 Espanya és el tercer país que produeix més vi del món tot i ser el que té més plantacions de vinya. Amb un 14,14% sobre la producció total, es situa després de França, amb un 17,32%, i d'Itàlia, amb un 16,37%.

Quant al consum del vi, val a dir que aquest ja no està impulsat pels països tradicionalment productors i consumidors, sinó que està augmentant en altres territoris. Així doncs, cada any hi ha més bodegues espanyoles que decideixen exportar els seus vins.

Per tal d'observar el fet comentat anteriorment, s'adjunta un gràfic amb el nombre de bodegues espanyoles que exporten vins, així com també el total d'exportacions en milions d'euros:

Gràfic 2: Exportacions de les bodegues espanyoles



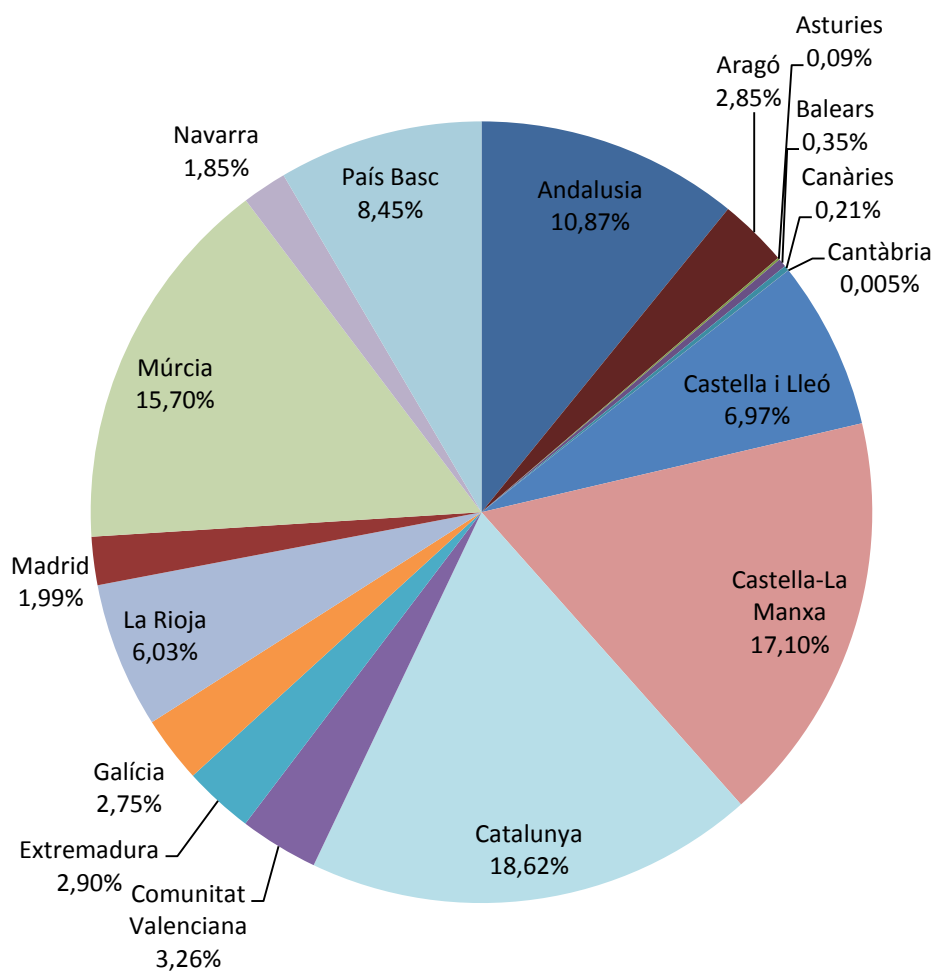
Font: ICEX España; elaboració pròpia.

Espanya és el primer país exportador de vi a escala mundial, seguida de França i d'Itàlia. A més, tal com s'observa a la gràfica, la tendència exportadora està incrementant al llarg dels anys, tant pel nombre de bodegues exportadores com pel total d'exportacions en milions d'euros. Així doncs, tot i els anys de crisi, Espanya ha aconseguit augmentar les exportacions del vi, on tenen especial rellevància les efectuades en països de la Unió Europea.

Tot i així, pel que fa als ingressos provinents de les exportacions, Espanya es troba en tercera posició, molt allunyada de França i d'Itàlia, que són els que més facturen. Per tant, és important afegir que aquest creixement positiu quant al volum d'exportació, no és equivalent a un augment d'ingressos, ja que el preu del vi cada cop és més baix. A l'any 2014, la mitjana dels preus mundials del vi va ser de 2,46 euros/litre, mentre que a Espanya eren de 1,1€/litre. Aquest fet és la conseqüència de l'increment de les exportacions dels vins a granel (no embotellats), els quals tenen un preu aproximat de 0,40 euros/litre.

Finalment, s'ha dut a terme una petita anàlisi per tal d'observar la segmentació d'ingressos del 2014 en funció de la comunitat autònoma on s'ubica cada empresa.

Gràfic 3: % Ingressos del sector vitivinícola per comunitats autònomes



Font: Base de dades SABI; elaboració pròpia.

Tal com mostra el gràfic, Catalunya és la Comunitat Autònoma que té més facturació dins del sector, amb un 18,62% del total, seguida de Castella-La Manxa, amb uns ingressos del 17,10%, de Múrcia, amb un 15,70% i d'Andalusia, amb un 10,87%.

4. GRUPO BARÓN DE LEY

Per començar, es realitzarà una breu descripció del Grupo Barón de Ley, ja que l'estudi es basa principalment en el valor d'una de les empreses del grup, concretament de Barón de Ley, S.A.

Barón de Ley, S.A. és una empresa espanyola dedicada al sector vitivinícola, fundada el 1985 a la Comunitat Autònoma de Navarra. L'objecte de la societat és la viticultura, l'elaboració, la criança i l'envelliment de vins i altres begudes, com també la dedicació a activitats agrícoles, industrials o mercantils directament relacionades amb el que s'ha dit anteriorment.

La Bodega de la societat es troba al Monestir de Imas, al municipi de Mendavia. Barón de Ley, S.A. també compta amb més de 650 hectàrees de vinya, repartides entre Mendavia i tres municipis propers, que poden arribar a produir anualment fins a uns dos milions de litres de vi.

La societat va iniciar la seva activitat comercial el 1990, any en què van sortir al mercat les primeres ampolles. Un any més tard, Barón de Ley, S.A. va adquirir El Coto de la Rioja, S.A., quedant així format el Grupo Barón de Ley.

Barón de Ley, S.A. va començar a cotitzar a la borsa espanyola el juliol de 1997, amb un preu de sortida de 14,12€ l'acció. Actualment, a 29 de febrer de 2016, el preu de l'acció al mercat continu ha estat de 98,85 euros, fet que fa notar un creixement molt important de l'empresa.

Fins a l'any 2000, el grup realitza les activitats vitivinícoles sota la Denominació d'Origen Qualificada Rioja, però a partir d'aquest moment s'inicien dos projectes fora d'aquesta denominació. Així doncs, el 2002 s'inaugura la bodega Finca Museum, a Valladolid, sota la Denominació d'Origen Cigales.

També al 2002 es constitueix la societat del grup Bodegas Máximo, S.L., instal·lada a La Rioja.

Al juliol de 2004 es crea l'empresa Finca Museum, S.L., i a finals del mateix any es constitueix a Cáceres la bodega Dehesa Barón de Ley, destinada al pernil. Dins d'aquest mateix període també neix Viñedos Barón de Ley, S.L., amb l'objectiu de gestionar les explotacions vitícoles del grup.

Finalment, cal afegir que Barón de Ley, S.A. posseeix el 100% de totes les societats que formen el grup, i és per aquest motiu que el valor de la societat dominant depèn de totes les empreses que formen el Grupo Barón.

5. ESTUDI DELS COMPTES ANUALS DE BARÓN DE LEY

Per tal de poder realitzar el càlcul del valor de Barón de Ley, S.A., s'han analitzat els Comptes Anuals del Grupo Barón de Ley, ja que el valor de l'empresa depèn del conjunt del grup.

Per tal de realitzar aquest estudi, s'han utilitzat les dades des de 2011 a 2015, ja que s'ha considerat que un període de cinc anys és suficient per veure el comportament del grup.

Cal concretar que les dades en qüestió estan en milers d'euros.

5.1. ESTUDI DEL BALANÇ DE SITUACIÓ

El balanç de situació reflecteix la situació patrimonial i financera del grup en un període determinat. Aquest està format per l'actiu, el passiu i el patrimoni net.

Per tal de poder analitzar millor la situació patrimonial de Barón de Ley, s'han realitzat els càlculs dels percentatges tant verticals com horitzontals. Els primers s'han calculat sobre l'actiu total, observant el percentatge que representa cada partida respecte d'aquest, notant així la importància que té cadascuna d'elles dins del balanç. Pel que fa als percentatges horitzontals, s'utilitza el criteri de comparació de cada any amb l'exercici anterior. Mitjançant aquests darrers percentatges, és relativament fàcil observar l'evolució que hi ha hagut al grup durant el transcurs dels anys estudiats.

Valoració d'una empresa cotitzada:
Barón de Ley, S.A.

Taula 1: balanç de situació.
(Dades en milers d'euros)

	2015			2014			2013			2012			2011	
		% vert.	% horitz.		% vert.	% horitz.		% vert.	% horitz.		% vert.	% horitz.		% vert.
Actiu														
A) Actiu no corrent	206.633	65,08%	14,90%	179.830	53,63%	22,94%	146.276	39,60%	-20,11%	183.101	54,88%	152,55%	72.502	25,43%
I. Immobilitzat intangible	88	0,03%	-25,42%	118	0,04%	10,28%	107	0,03%	127,66%	47	0,01%	-2,08%	48	0,02%
II. Immobilitzat material	33.678	10,61%	-4,14%	35.132	10,48%	-17,27%	42.467	11,50%	-26,67%	57.914	17,36%	-16,88%	69.679	24,44%
1. Terrenys i construccions	0	0,00%	-100,00%	36.312	10,83%	3,21%	35.181	9,52%	-31,58%	51.419	15,41%	-6,71%	55.120	19,33%
2. Instal·lacions tècniques i altre immobilitzat material	0	0,00%	-100,00%	-1.180	-0,35%	-116,21%	7.281	1,97%	15,90%	6.282	1,88%	-56,05%	14.295	5,01%
3. Immobilitzat en curs i anticipis	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	5	0,00%	-97,65%	213	0,06%	-19,32%	264	0,09%
V. Inversions financeres a ll/t	170.901	53,82%	21,48%	140.682	41,96%	40,31%	100.268	27,14%	-18,22%	122.609	36,75%	37625,85%	325	0,11%
VI. Actius per impost diferit	1.966	0,62%	-49,56%	3.898	1,16%	13,51%	3.434	0,93%	35,68%	2.531	0,76%	3,31%	2.450	0,86%
B) Actiu corrent	110.892	34,92%	-28,68%	155.482	46,37%	-30,31%	223.108	60,40%	48,24%	150.509	45,12%	-29,20%	212.597	74,57%
II. Existències	84.029	26,46%	-9,04%	92.378	27,55%	2,03%	90.541	24,51%	0,83%	89.793	26,92%	0,33%	89.497	31,39%
III. Deutors comercials i altres comptes a cobrar	25.949	8,17%	4,09%	24.930	7,43%	6,17%	23.482	6,36%	-5,44%	24.832	7,44%	-4,03%	25.874	9,08%
1. Clients per vendes i prestacions de serveis	25.560	8,05%	4,87%	24.372	7,27%	6,62%	22.859	6,19%	-6,39%	24.420	7,32%	-4,67%	25.616	8,98%
b) Clients per vendes i prestacions de serveis a c/t	25.560	8,05%	4,87%	24.372	7,27%	6,62%	22.859	6,19%	-6,39%	24.420	7,32%	-4,67%	25.616	8,98%
5. Actius per Impost corrent	389	0,12%	-30,29%	558	0,17%	-10,43%	623	0,17%	51,21%	412	0,12%	59,69%	258	0,09%
V. Inversions financeres a curt termini	52	0,02%	-99,84%	33.106	9,87%	-64,62%	93.565	25,33%	211,04%	30.081	9,02%	-66,24%	89.092	31,25%
VII. Efectiu i altres actius líquids equivalents	862	0,27%	-82,99%	5.068	1,51%	-67,35%	15.520	4,20%	167,45%	5.803	1,74%	-28,66%	8.134	2,85%
1. Tresoreria	862	0,27%	-19,29%	1.068	0,32%	105,38%	520	0,14%	-79,63%	2.553	0,77%	173,34%	934	0,33%
2. Altres actius líquids equivalents	0	0,00%	-100,00%	4.000	1,19%	-73,33%	15.000	4,06%	361,54%	3.250	0,97%	-54,86%	7.200	2,53%
TOTAL ACTIU (A+B)	317.525	100%	-5,30%	335.312	100%	-9,22%	369.384	100%	10,72%	333.610	100%	17,02%	285.099	100%

Valoració d'una empresa cotitzada:
Barón de Ley, S.A.

	2015			2014			2013			2012			2011	
		% vert.	% horitz.		% vert.	% horitz.		% vert.	% horitz.		% vert.	% horitz.		% vert.
Passiu														
A) Patrimoni net	230.023	72,44%	10,47%	208.226	62,10%	1,59%	204.965	55,49%	4,76%	195.661	58,65%	9,21%	179.154	62,84%
A-1) Fons propis	220.963	69,59%	11,88%	197.498	58,90%	-2,23%	202.010	54,69%	5,10%	192.207	57,61%	9,65%	175.292	61,48%
I. Capital	2.580	0,81%	-5,39%	2.727	0,81%	-9,79%	3.023	0,82%	0,00%	3.023	0,91%	-2,33%	3.095	1,09%
1. Capital escriturat	2.580	0,81%	-5,39%	2.727	0,81%	-9,79%	3.023	0,82%	0,00%	3.023	0,91%	-2,33%	3.095	1,09%
III. Reserves	194.918	61,39%	5,77%	184.278	54,96%	-3,33%	190.616	51,60%	10,65%	172.269	51,64%	6,27%	162.112	56,86%
IV. (Accions i participacions en patrimoni pròpies)	0	0,00%	-100,00%	-17.174	-5,12%	68,99%	-10.163	-2,75%	609,71%	-1.432	-0,43%	0,00%	0	0,00%
VII. Resultat de l'exercici	23.465	7,39%	-15,19%	27.667	8,25%	49,28%	18.534	5,02%	1,02%	18.347	5,50%	81,92%	10.085	3,54%
A-2) Ajustos per canvis de valor	6.474	2,04%	-18,96%	7.989	2,38%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%
A-3) Subvencions, donacions i llegats rebuts	2.586	0,81%	-5,59%	2.739	0,82%	-7,31%	2.955	0,80%	-14,45%	3.454	1,04%	-10,56%	3.862	1,35%
B) Passiu no corrent	11.913	3,75%	-10,14%	13.258	3,95%	13,02%	11.731	3,18%	-8,92%	12.880	3,86%	507,55%	2.120	0,74%
I. Provisions a llarg termini	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	616	0,22%
II. Deutes a llarg termini	172	0,05%	-59,53%	425	0,13%	-88,55%	3.712	1,00%	-46,94%	6.996	2,10%	3897,71%	175	0,06%
2. Deutes amb entitats de crèdit	172	0,05%	-59,53%	425	0,13%	-88,55%	3.712	1,00%	-46,94%	6.996	2,10%	3897,71%	175	0,06%
IV. Passius per impost diferit	2.498	0,79%	-19,63%	3.108	0,93%	103500%	3	0,00%	-57,14%	7	0,00%	-36,36%	11	0,00%
VI. Creditors comercials no corrents	9.243	2,91%	-4,96%	9.725	2,90%	21,32%	8.016	2,17%	36,40%	5.877	1,76%	345,90%	1.318	0,46%

*Valoració d'una empresa cotitzada:
Barón de Ley, S.A.*

C) Passiu corrent	75.589	23,81%	-33,59%	113.828	33,95%	-25,45%	152.688	41,34%	22,08%	125.069	37,49%	20,46%	103.825	36,42%
II. Provisions a curt termini	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	11.167	3,92%
III. Deutes a curt termini	29.549	9,31%	-55,84%	66.907	19,95%	-41,39%	114.151	30,90%	22,97%	92.825	27,82%	46,62%	63.311	22,21%
2. Deutes amb entitats de crèdit	29.549	9,31%	-55,84%	66.907	19,95%	-41,39%	114.151	30,90%	22,97%	92.825	27,82%	46,62%	63.311	22,21%
V. Creditors comercials i altres comptes a pagar	46.040	14,50%	-1,88%	46.921	13,99%	21,76%	38.537	10,43%	19,52%	32.244	9,67%	9,87%	29.347	10,29%
1. Proveïdors	40.234	12,67%	-1,17%	40.712	12,14%	21,16%	33.603	9,10%	19,21%	28.188	8,45%	6,15%	26.555	9,31%
b) Proveïdors a curt termini	40.234	12,67%	-1,17%	40.712	12,14%	21,16%	33.603	9,10%	19,21%	28.188	8,45%	6,15%	26.555	9,31%
5. Passius per impost corrent	5.806	1,83%	-6,49%	6.209	1,85%	25,84%	4.934	1,34%	21,65%	4.056	1,22%	45,27%	2.792	0,98%
TOTAL PATRIMONI NET I PASSIU (A+B+C)	317.525	100%	-5,30%	335.312	100%	-9,22%	369.384	100%	10,72%	333.610	100%	17,02%	285.099	100%

Font: dades obtingudes tant de la base de dades SABI com de la pàgina web de la societat; elaboració pròpia.

5.1.1. SITUACIÓ PATRIMONIAL

Actiu

Tal com s'observa al balanç de situació de l'any 2015, hi ha un lleuger decrement de l'actiu respecte l'exercici anterior. Així mateix, aquesta situació també es dona a l'any 2014, ja que l'actiu és un 9,22% inferior respecte el 2013. El principal causant ha estat una reducció considerable de l'actiu corrent mentre que l'actiu no corrent va adquirint cada vegada més protagonisme.

El decrement de l'actiu corrent el 2015 ha disminuït en més del 28% i el 2014 ho va fer en més d'un 30%. Les existències representen més del 25% de l'actiu i un 76% del corrent. Això és degut a que en una empresa del sector del vi hi ha molt d'estoc de productes en curs, principalment vins en procés de maduració.

Quant als saldos deutors, aquests s'incrementen lleugerament degut probablement a l'augment de la xifra de negoci, però no tenen un pes important dins l'actiu no corrent, del qual suposen un 23,5%. Tradicionalment, el grup ha tingut imports relativament significatius en les inversions financeres a curt termini, però aquestes gairebé desapareixen durant l'any 2015. En aquesta partida es recullen crèdits a cooperatives vinícoles que majoritàriament tenien venciment el gener de 2015, i aquest és el motiu pel que a final d'any gairebé no hi ha saldo.

Fent referència a l'actiu no corrent, s'observa que el principal component són les inversions financeres a llarg termini. Aquesta partida, segons indica la memòria, està composta per deute públic espanyol bons del sector privat i deute sobirà eslovè i irlandès.

La resta de l'actiu no corrent el compona l'immobilitzat material, constituït bàsicament per terrenys, construccions, instal·lacions tècniques i maquinària i plantacions de vinyes. Val a dir que, llevat dels terrenys, la resta d'immobilitzat material està pràcticament amortitzat.

Patrimoni net i passiu

Si bé hi ha una davallada global del patrimoni net i passiu als darrers anys, val a dir que hi ha una reducció del passiu, mentre que el patrimoni net agafa més pes.

Tant l'any 2015 com 2014 es produeix un increment del patrimoni net, més significatiu el darrer any. Tant en un com en altre exercici, hi ha l'amortització d'accions pròpies, aconseguint deixar a zero el seu import al tancament de l'any 2015. El resultat del darrer exercici ha estat lleugerament inferior a l'assolit el 2014. Aquests resultats passen a reserves i no hi ha repartiment de dividendes. De fet, això darrer, és una tendència habitual de l'empresa que, segons les seves previsions, mantindrà en el futur.

L'amortització d'accions pròpies comentada anteriorment ha suposat una reducció del capital social equivalent al nominal de les accions amortitzades.

Globalment, el patrimoni net ha augmentat més del 10% l'any 2015. Representa un 72,44% del total de patrimoni net i passiu del grup, amb la qual cosa queda demostrada la seva importància.

El passiu no corrent és pràcticament irrellevant en les masses patrimonials de Barón de Ley, i per tant, no requereixen comentari. Està compost bàsicament per creditors comercials no corrents.

Per últim, s'observa una important disminució del passiu corrent per l'exercici 2014 respecte l'any anterior, i del 2015 respecte aquest. Això ve donat pels deutes a curt termini amb entitats de crèdit, ja que han reduït en un 41% el 2014, passant de 114 milions d'euros a 67, i un 56% el 2015 acabant en 30 milions d'euros.

5.1.2. FONS DE MANIOBRA

El fons de maniobra permet saber si el grup, a partir de la liquidació de l'actiu corrent, seria capaç de fer front als deutes a curt termini.

Taula 2: Fons de maniobra. (Dades en milers d'euros)

	2015	2014	2013	2012	2011
FONS DE MANIOBRA (AC-PC)	35.303	41.654	70.420	25.440	108.772
Variació percentual	-15,25%	-40,85%	176,81%	-76,61%	-

Font: dades obtingudes tant de la base de dades SABI com de la pàgina web de la societat; elaboració pròpia.

Es veu un fons de maniobra positiu en tots els anys, amb la qual cosa no s'observa una dificultat per fer front als deutes a curt termini. No s'observa cap tendència clara al llarg dels exercicis, però es pot concloure que tot i la disminució del 15,25% que presenta el darrer exercici respecte l'any 2014, el pagament dels deutes a curt està garantit.

5.1.3. SITUACIÓ FINANCERA

A partir de les masses patrimonials del balanç, es poden obtenir les ràtios financeres, que serviran per realitzar un diagnòstic de la situació financera del grup. Les ràtios s'han calculat per cadascun dels anys estudiats, ja que d'aquesta manera s'observa una sèrie històrica, permetent així un anàlisi de la tendència. Aquesta serà necessària posteriorment per tal de realitzar les projeccions financeres de Barón de Ley.

Taula 3: Ràtios financeres.

Curt termini	2015	2014	2013	2012	2011
Solvència	1,47	1,37	1,46	1,20	2,05
Test àcid	0,36	0,55	0,87	0,49	1,19
Tresoreria	0,01	0,04	0,10	0,05	0,08

Llarg termini	2015	2014	2013	2012	2011
Garantia	3,63	2,64	2,25	2,42	2,69
Fermesa	17,35	13,56	12,47	14,22	34,20
Relació d'endeutament	0,28	0,38	0,45	0,41	0,37
Qualitat del deute	0,14	0,10	0,07	0,09	0,02

Font: dades obtingudes tant de la base de dades SABI com de la pàgina web de la societat; elaboració pròpia.

Ràtios a curt termini

Pel que fa a la ràtio de solvència, aquesta mostra la proporció de deutes a curt que es podrien liquidar a través de la venda de l'actiu corrent. No s'observa cap tipus de tendència al llarg dels exercicis analitzats, però sí que es nota un cert grau de cobertura dels deutes a curt, ja que en tots els anys la cobertura és superior al 100%, per tant, l'actiu corrent cobreix més que suficientment aquests deutes a curt.

El test àcid mesura la capacitat de pagar els deutes a curt a partir de la liquidació del realitzable i del disponible, i el seu valor òptim és la unitat. A diferència de la ràtio anterior, en aquest cas es nota una tendència més o menys decreixent, amb l'excepció del 2013, que mostra un valor superior al de l'exercici anterior. Cal dir que els valors que es troben per sobre d'1, mostren un mal aprofitament dels recursos financers, i els que són molt inferiors a aquest, poden significar problemes de liquiditat. L'any 2011 és l'únic que presenta una xifra superior a la unitat, i el 2015 és el que té un valor més allunyat d'aquesta. Així doncs, es podria concloure que el grup no té un mal aprofitament dels recursos financers, però podria tenir problemes de liquiditat. L'Estat de Fluxos d'Efectiu acabarà d'afinar aquesta conclusió.

La ràtio de tresoreria, que és la menys important de les tres, indica quin percentatge del passiu corrent pot amortitzar el grup mitjançant l'efectiu del qual disposa. En el cas de Barón de Ley, les xifres no són del tot òptimes, sobretot a l'exercici 2015, ja que s'observa que per cada 100 euros de deutes a curt, l'empresa disposa d'un euro a tresoreria. Aquest fet és degut a la important reducció dels préstecs amb entitats de crèdit, ja que s'ha utilitzat una gran part de la tresoreria. Tot i així, la resta d'exercicis anteriors presenten una ràtio més elevada. Aquests valors podrien suposar un problema de pagament de deutes vençuts, tot i que la primera ràtio analitzada permet concloure que això no és un fet preocupant. Tot i així, també cal tenir en compte que els valors de la ràtio del test àcid tampoc són gaire òptims. De tota manera, una empresa tan poc endeutada com el grup Barón de Ley, no ha de tenir problemes en poder obtenir finançament per equilibrar la seva liquiditat en cas de ser necessari.

Ràtios a llarg termini

La ràtio de garantia mostra que el grup disposa d'actiu més que suficient per poder garantir el pagament de tots els deutes, tant a curt com a llarg termini. Tot i així, cal puntualitzar que el 2013 és l'any en què la societat presenta una ràtio amb un valor més baix. Malgrat això, aquest és del 225%, fet que denota una sobrada capacitat de pagament. El darrer any l'empresa assoleix una garantia del 363%, fet que significa una gran solidesa.

L'estabilitat financera a llarg termini ve determinada per la ràtio de fermesa, la qual mostra una tendència decreixent durant el període 2011-2013, i a partir de 2014 torna a incrementar. El darrer any aquesta té un valor de 17,35. Aquest indica que per cada euro de finançament aliè a llarg termini, el grup té 17,35 euros d'actius no corrents. Observant les dades dels últims cinc anys, es pot notar que el grup té una important estabilitat financera a llarg.

Teòricament es considera que la relació de l'endeutament ha de tenir un valor entre 0,5 i 0,6 per garantir l'equilibri financer¹. Si excedeix d'aquest rang, indica poca autonomia financera, i si és inferior, expressa un excés de capitals propis. Partint d'aquí, doncs, s'observa que Barón de Ley es troba en el segon dels casos en tots els exercicis, posant en evidència que té un baix endeutament i uns elevats fons propis.

En una empresa poc endeutada, la ràtio de qualitat del deute no té una especial significació. Això és el que passa a Barón de Ley. El fet de tenir pocs deutes a llarg termini, fa que la qualitat del deute sigui baixa, però no cal preocupar-se per aquest fet.

¹ Les quantitats de referència utilitzades en l'anàlisi de les ràtios financeres han estat extretes dels apunts d'Interpretació d'Estats Financers de tercer d'ADE de la Universitat de Girona.

5.2. ESTUDI DEL COMPTE DE PÈRDUES I GUANYS

Taula 4: Compte de Pèrdues i Guanyes.

(Dades en milers d'euros)

	2015			2014			2013			2012			2011	
		% vert.	% horit.		% vert.	% horit.		% vert.	% horit.		% vert.	% horit.		% vert.
A) Operacions continuades														
1. Import net de la xifra de negocis	92.651	100%	6,54%	86.966	100%	5,41%	82.506	100%	2,28%	80.666	100%	-2,27%	82.542	100%
2. Variació d'existències de productes acabats i en curs de fabricació	-2.230	-2,41%	127,09%	-982	-1,13%	-1072,28%	101	0,12%	-106,88%	-1.469	-1,82%	196,17%	-496	-0,60%
4. Aprovisionaments	-40.753	-43,99%	14,00%	-35.748	-41,11%	13,23%	-31.572	-38,27%	21,84%	-25.913	-32,12%	-15,52%	-30.674	-37,16%
5. Altres ingressos d'explotació	1.115	1,20%	5,79%	1.054	1,21%	12,85%	934	1,13%	-14,15%	1.088	1,35%	-0,37%	1.092	1,32%
6. Despeses de personal	-8.797	-9,49%	-1,60%	-8.940	-10,28%	-0,10%	-8.949	-10,85%	2,06%	-8.768	-10,87%	-5,77%	-9.305	-11,27%
a) Sous, salaris i assimilats	0	0,00%	-100,00%	-7.295	-8,39%	-0,30%	-7.317	-8,87%	1,34%	-7.220	-8,95%	-6,87%	-7.753	-9,39%
b) Carregues socials	0	0,00%	-100,00%	-1.645	-1,89%	0,80%	-1.632	-1,98%	5,43%	-1.548	-1,92%	-0,26%	-1.552	-1,88%
7. Altres despeses d'explotació	-16.390	-17,69%	45,91%	-11.233	-12,92%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	-11.624	-14,08%
8. Amortització de l'immobilitzat	-7.214	-7,79%	-26,32%	-9.791	-11,26%	1,19%	-9.676	-11,73%	8,54%	-8.915	-11,05%	34,38%	-6.634	-8,04%
11. Deteriorament i resultat per alienacions de l'immobilitzat	-162	-0,17%	-77,69%	-726	-0,83%	-87,45%	-5.786	-7,01%	21,53%	-4.761	-5,90%	36,73%	-3.482	-4,22%
a) Deterioracions i pèrdues	-162	-0,17%	-77,69%	-726	-0,83%	-87,45%	-5.786	-7,01%	21,53%	-4.761	-5,90%	36,73%	-3.482	-4,22%
13. Altres resultats	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	-12.875	-15,60%	13,90%	-11.304			0	
A.1) RESULTAT D'EXPLOTACIÓ (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12+13)	18.220	19,67%	-11,55%	20.600	23,69%	40,30%	14.683	17,80%	-28,81%	20.624	25,57%	-3,71%	21.419	25,95%

Valoració d'una empresa cotitzada:
Barón de Ley, S.A.

14. Ingressos financers	8.358	9,02%	-23,05%	10.862	12,49%	11,19%	9.769	11,84%	233,30%	2.931	3,63%	69,13%	1.733	2,10%
b) De valors negociables i altres instruments financers	8.358	9,02%	-23,05%	10.862	12,49%	11,19%	9.769	11,84%	233,30%	2.931	3,63%	69,13%	1.733	2,10%
15. Despeses financeres	-435	-0,47%	-73,41%	-1.636	-1,88%	-27,13%	-2.245	-2,72%	45,03%	-1.548	-1,92%	-65,66%	-4.508	-5,46%
b) Per deutes amb tercers	-435	-0,47%	-73,41%	-1.636	-1,88%	-27,13%	-2.245	-2,72%	45,03%	-1.548	-1,92%	-65,66%	-4.508	-5,46%
17. Diferències de canvi	4.932	5,32%	21,42%	4.062	4,67%	50875,00%	-8	-0,01%	-366,67%	3	0,00%	200,00%	1	0,00%
18. Deterioracions i resultat per venda d'instruments financers	84	0,09%	-133,07%	-254	-0,29%	-245,98%	174	0,21%	-297,73%	-88	-0,11%	-231,34%	67	0,08%
b) Resultats per venda i altres	84	0,09%	-133,07%	-254	-0,29%	-245,98%	174	0,21%	-297,73%	-88	-0,11%	-231,34%	67	0,08%
A.2) RESULTAT FINANCER (14+15+16+17+18)	12.939	13,97%	-0,73%	13.034	14,99%	69,49%	7.690	9,32%	492,45%	1.298	1,61%	-147,95%	-2.707	-3,28%
A.3) RESULTAT ABANS D'IMPOSTOS (A.1+A.2)	31.159	33,63%	-7,36%	33.634	38,67%	50,33%	22.373	27,12%	2,06%	21.922	27,18%	17,15%	18.712	22,67%
19. Impostos sobre beneficis	-7.694	-8,30%	28,94%	-5.967	-6,86%	55,43%	-3.839	-4,65%	7,38%	-3.575	-4,43%	-58,56%	-8.627	-10,45%
A.4) RESULTAT DE L'EXERCICI PROCEDENT D'OPERACIONS CONTINUADES (A.3+19)	23.465	25,33%	-15,19%	27.667	31,81%	49,28%	18.534	22,46%	1,02%	18.347	22,74%	81,92%	10.085	12,22%
B) Operacions interrompudes														
A.5) RESULTAT DE L'EXERCICI (A.4 + 20)	23.465	25,33%	-15,19%	27.667	31,81%	49,28%	18.534	22,46%	1,02%	18.347	22,74%	81,92%	10.085	12,22%

Font: dades obtingudes tant de la base de dades SABI com de la pàgina web de la societat; elaboració pròpia.

El compte de pèrdues i guanys està format pels ingressos i les despeses d'un determinat exercici, i informa del resultat d'aquest.

Referent al pèrdues i guanys de l'últim exercici de Barón de Ley, s'observa que l'import net de la xifra de negocis és de 92,7 milions d'euros, que presenta un augment del 6,5% respecte l'any anterior. D'acord amb l'informe de gestió, el 94% d'aquest import prové de la venda de vi embotellat. Les vendes procedents de la Denominació d'Origen qualificada Rioja equivalen al 92% de la xifra de negocis del grup. A més, les exportacions del 2015 assoleixen els 44,4 milions d'euros, proporcionant el 48% de la xifra de negocis. Finalment, també cal afegir que les vendes de vi embotellat al mercat interior han estat un 2% superiors respecte l'exercici anterior.

L'EBITDA (resultat d'explotació més amortització) és de 25,4 milions d'euros, reduint-se en un 16,5% respecte 2014. El resultat d'explotació o EBIT és de 18,2 milions, disminuint en un 11,6% degut a l'increment del preu del raïm dels últims anys així com també a la valoració de les existències a cost mig ponderat.

Quant al resultat financer, s'observa un lleuger decrement d'aquest a l'any 2015, concretament de menys de l'1%. Aquesta disminució ve donada bàsicament pels ingressos financers de valors negociables i altres instruments financers, 10.862 milers d'euros a 8.358 milers.

Pel que fa al del 2014, s'observa com aquest és notablement superior al de l'any anterior, concretament ha augmentat gairebé en un 70%. Cal mencionar que els ingressos financers han incrementat en un 11%, i les despeses financeres han reduït en un 27%, fet que ha ajudat a determinar l'ascens del resultat financer. Tot i així, la principal partida responsable d'aquest increment són les diferències de canvi.

El resultat de l'exercici 2015 ha estat un 15,19% inferior a l'any anterior. En canvi, el resultat obtingut l'any 2014 va ser prop del 50% superior al de 2013. Finalment, cal mencionar que el resultat té una tendència creixent al llarg dels períodes estudiats, exceptuant el darrer exercici. Tot i aquest descens, l'any 2015 presenta un resultat positiu de 23.465 milers d'euros. D'acord amb l'informe de gestió, aquesta xifra representa el 25% del marge sobre vendes.

5.3. ESTUDI DE L'ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU

Taula 5: Estat de Fluxos d'Effectiu. (Dades en milers d'euros)

	2015	2014	2013	2012	2011
A) Fluxos d'effectiu de les activitats d'explotació					
1. Resultat de l'exercici abans dels impostos	31.159	33.634	22.373	21.922	18.712
2. Ajustos del resultat	-5.591	-4.279	6.967	11.654	12.862
a) Amortització de l'immobilitzat (+)	7.214	9.791	9.676	8.915	6.634
b) Correccions valoratives per deteriorament (+/-)	162	726	5.786	4.761	3.482
c) Variació de provisions (+/-)	292	-1.259	896	-224	652
d) Imputació de subvencions (-)	-484	-506	-515	-503	-614
e) Resultats per baixes i alineacions de l'immobilitzat (+/-)	70	263	0	0	0
g) Ingressos financers (-)	-7.923	-10.862	-9.769	-2.931	0
h) Despeses financeres (+)	0	1.636	2.245	1.548	2.775
i) Diferències de canvi (+/-)	-4.922	-4.068	0	0	0
k) Altres ingressos i despeses (-/+)	0	0	-1.352	88	-67
3. Canvis en el capital corrent	7.443	7.205	7.328	5.425	10.688
a) Existències (+/-)	8.355	-1.779	-725	-304	5.775
b) Deutors i altres comptes a cobrar (+/-)	-105	-265	642	812	2.786
c) Altres actius corrents (+/-)	169	-65	-211	-154	-88
d) Creditors i altres comptes a pagar (+/-)	-960	8.877	7.553	5.642	-12.325
e) Altres passius corrents (+/-)	-16	437	69	-571	14.540
4. Altres fluxos d'effectiu de les activitats d'explotació	-6.150	-5.572	-3.936	-12.442	-3.538
d) Cobraments (pagaments) per impost sobre beneficis (-/+)	-6.150	-5.572	-3.936	-12.442	-3.538
5. Fluxos d'effectiu de les activitats d'explotació (+/-1+/-2+/-3+/-4)	26.861	30.988	32.732	26.559	38.724
B) Fluxos d'effectiu de les activitats d'inversió					
6. Pagaments per inversions (-)	-47.710	-61.788	-42.721	-66.081	-93.925
b) Immobilitzat intangible	0	-39	-91	-15	-8
c) Immobilitzat material	-5.962	-3.417	-3.886	-2.696	-4.771
e) Altres actius financers	-41.748	-58.332	-38.744	-63.350	-88.999
g) Altres actius	0	0	0	-20	-147
7. Cobraments per desinversions (+)	55.748	104.404	12.624	3.741	35.194
b) Immobilitzat intangible	0	0	0	0	21
c) Immobilitzat material	0	0	5.254	713	89
e) Altres actius financers	55.702	104.362	7.269	2.931	1.733
g) Altres actius	46	42	101	97	33.351
8. Fluxos d'effectiu de les activitats d'inversió (6+7)	8.038	42.616	-30.097	-62.340	-58.731

C) Fluxos d'efectiu de les activitats de finançament					
9. Cobraments i pagaments per instruments de patrimoni	331	-31.889	-8.715	-1.337	-8.196
c) Adquisició d'instruments de patrimoni propi (-)	0	-32.179	-8.731	-1.432	-8.455
e) Subvencions, donacions i llegats rebuts (+)	331	290	16	95	259
10. Cobraments i pagaments per instruments de passiu financer	-39.436	-52.167	15.797	34.787	22.505
a) Emissió	1.390	20.067	46.468	38.654	28.546
2. Deutes amb entitats de crèdit (+)	1.390	20.067	46.468	38.654	28.436
5. Altres deutes (+)	0	0	0	0	110
b) Devolució i amortització de	-40.826	-72.234	-30.671	-3.867	-6.041
2. Deutes amb entitats de crèdit (-)	-40.319	-70.475	-28.480	-2.366	-1.500
5. Altres deutes (-)	-507	-1.759	-2.191	-1.501	-4.541
12. Fluxos d'efectiu de les activitats de finançament (+/-9+/-10-11)	-39.105	-84.056	7.082	33.450	14.309
E) Augment/disminució neta de l'efectiu o equivalents (+/-5+/-8+/-12+/-D)	-4.206	-10.452	9.717	-2.331	-5.698
Efectiu o equivalents al començament de l'exercici	5.068	15.520	5.803	8.134	13.832
Efectiu o equivalents al final de l'exercici	862	5.068	15.520	5.803	8.134

Font: dades obtingudes tant de la base de dades SABI com de la pàgina web de la societat; elaboració pròpia.

L'estat de fluxos d'efectiu mostra l'efectiu que s'ha generat i utilitzat en les activitats d'operació, inversió i finançament. Aquest proporciona informació sobre les entrades, les sortides i el canvi net en l'efectiu de les diverses activitats del grup durant un període comptable, per tant, presenta informació sobre els moviments d'efectiu i els seus equivalents.

Quant a l'estat de fluxos d'efectiu del Grupo Barón, crida l'atenció l'alternança de dades positives i negatives en el còmput global de generació de tresoreria tot i que, de fet, el saldo total és negatiu en el quinquenni. A l'inici de l'any 2011 disposava de gairebé 14 milions de tresoreria, mentre que a final de 2015 queda un saldo de 862 mil euros.

Tal com s'espera en empreses sanejades, els fluxos d'explotació són generadors de tresoreria. Això és el que passa durant el període 2011-2015.

Pel que fa als fluxos d'inversió s'observa un important destí de tresoreria a la finalitat inversora, en els anys 2011-2013. Aquestes inversions es concreten principalment en actius financers a llarg termini. En canvi, en el període 2014-2015 es produeix una desinversió global manifestada principalment en actius financers. Pel que fa a l'immobilitzat material, hi ha unes inversions d'uns 4 milions d'euros anuals.

Les activitats de finançament intenten equilibrar els fluxos anteriors, de tal manera que en anys de consum elevat de tresoreria a les activitats d'inversió, faran falta fons externs, amb la qual cosa hi haurà una entrada neta de diner. En canvi, en anys en què la situació és la contrària, el grup pot amortitzar deute financer.

6. PLA FINANCER DE BARÓN DE LEY

Per tal de realitzar la valoració de l'empresa correctament, s'ha realitzat un pla financer a cinc anys.

Tal com ja s'ha comentat a l'apartat de la metodologia, les dades utilitzades per realitzar les previsions de 2016 a 2018 s'han sol·licitat a Barón de Ley, qui les ha proporcionades directament, indicant també els criteris a seguir pels exercicis 2019 i 2020.

6.1. PREVISIONS DEL COMPTE DE PÈRDUES I GUANYES

Quant al compte de Pèrdues i Guanys, necessari per tal de realitzar la valoració pel mètode del Free Cash Flow descomptat al WACC i segons dades proporcionades pel grup, les previsions són les següents:

Taula 8: Projeccions del compte de pèrdues i guanys. (Dades en milions d'euros)

	2016	2017	2018	2019	2020
Vendes	96,2	100,1	105,1	107,7	110,4
EBITDA	30,5	32	34,8	38,8	40,8
Amortització	-7,4	-7,6	-7,7	-7,8	-7,9
EBIT	23,1	24,4	27,1	31	32,9
Resultat net financer	9,9	11,7	13,5	15,3	17,1
Impostos	-7,3	-8	-9	-10,1	-10,8
Benefici	25,7	28,1	31,6	36,2	39,2

Font: dades proporcionades per l'auditoria interna de Barón de Ley; elaboració pròpia.

Tal com s'observa, es preveu un creixement de les vendes en cada exercici. Aquest augment es deu en gran part a les exportacions, les quals cada any són més importants².

En general, totes les partides s'incrementen d'una manera proporcional però per un increment de vendes del 14,76% en el període 2016-2020, l'increment del resultat (benefici) és del 52,53%. Això és degut a un palanquejament econòmic positiu, és a dir, que les despeses s'incrementen a un ritme inferior al dels ingressos.

² Aquesta afirmació es basa en la memòria i els informes de gestió que s'han observat al llarg dels exercicis estudiats anteriorment (2011-2015), així com també en els documents proporcionats per l'auditoria interna, a petició de l'autora d'aquest treball.

6.2. PREVISIONS DEL BALANÇ DE SITUACIÓ

Quant al balanç agrupat, i també segons indicacions facilitades pel grup, les dades són les següents:

Taula 9: Projeccions del balanç de situació. (Dades en milions d'euros)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Immobilitzat material	34	32	30	29	28	27
Inversions financeres a ll/t	171	171	171	171	171	171
Existències	84	87	89	91	93	95
Imports a cobrar i altres actius	29	32	33	33	34	35
Efectiu i altres equivalents	0	23	51	83	118	156
Total actiu	318	345	374	407	444	484
Patrimoni net	230	256	284	316	352	391
Deute financer	30	30	30	30	30	30
Passius per impost corrent	6	6	6	6	6	6
Imports a pagar i altres passius	52	53	54	55	56	57
Total passiu i patrimoni net	318	345	374	407	444	484

Font: dades proporcionades per l'auditoria interna de Barón de Ley; elaboració pròpia.

D'acord amb aquestes dades, s'observa una evolució de creixement tant d'actius com de passius, amb una estabilitat de l'endeutament bancari i de les inversions financeres a llarg.

Cal destacar l'increment de la tresoreria, tot i que com ja ha fet en exercicis anteriors, Barón de Ley pot decidir reduir l'endeutament financer utilitzant aquest sobrant de tresoreria.

Finalment, semblaria que el grup no repartirà dividendes durant el quinquenni, ja que el benefici de cada any es suma al patrimoni net de l'exercici anterior. Si s'observa l'Estat de Fluxos d'Efectiu dels últims cinc anys, es veu com tampoc hi ha pagament de dividendes, per tant, no és estrany que el grup segueixi aplicant aquesta política.

7. VALORACIÓ DE BARÓN DE LEY

El mètode que s'utilitzarà per realitzar la valoració de la societat és el basat en el descompte de fluxos de fons. Aquest determina el valor de l'empresa a través de l'estimació de fluxos de diner (*cash flows*) que seran generats en un futur, i posteriorment es descompten a una taxa donada pel risc d'aquests fluxos.

Abans d'iniciar els càlculs corresponents, cal puntualitzar que, d'acord amb Fernández (2008), s'ha optat per utilitzar un mètode basat en el descompte de fluxos de fons perquè els que componen aquest grup són els únics mètodes de valoració conceptualment correctes, i per tant, són els més utilitzats. Altres mètodes com els que es basen en el balanç o en el compte de pèrdues i guanys, per exemple, poden donar lloc a importants errors quant a la valoració d'empreses, ja que aquests es basen en dades històriques i no tenen en compte les projeccions futures.

Dins del descompte de fluxos de fons s'hi troben diferents mètodes vàlids per a la valoració, tot i que els dos més utilitzats són:

- ✧ Càlcul del *Free Cash Flow* descomptat al WACC:

$$E = VA (FCF; WACC) - D$$

- ✧ Càlcul del flux de les accions descomptant-los a la rendibilitat exigida d'aquestes:

$$E = VA (CFac; Ke)$$

On:

E = valor de les accions.

D = valor del deute.

VA = valor actual

FCF = *free cash flow*

WACC = cost ponderat dels recursos.

CFac = flux de caixa disponible pels accionistes.

Ke = rendibilitat exigida a les accions.

Partint d'aquí, s'ha decidit emprar el primer mètode dels exposats anteriorment, ja que es recomana utilitzar-lo en tots els casos en què s'està més interessat en valorar l'empresa que el capital. Tal com s'ha dit a l'inici, l'objectiu d'aquest treball és valorar Barón de Ley no només als efectes d'una hipotètica transmissió, sinó també per conèixer què pot valer la societat en un moment determinat.

7.1. CÀLCUL DEL *FREE CASH FLOW*

Per començar la valoració, es realitzarà el càlcul del *Free Cash Flow* del període 2016-2020, que és el flux de fons generat per les operacions sense tenir en compte l'endeutament després d'impostos. Aquest parteix de l'EBIT (resultat d'exploració), però també es tenen en compte altres aspectes que es veuran a continuació. Un d'aquests són les Necessitats Operatives de Fons (NOF), que són els fons necessaris per finançar les operacions corrents de l'empresa. És a dir, per tal de poder desenvolupar les seves operacions habituals, la societat ha de finançar l'actiu corrent. Aquest finançament a curt termini prové bàsicament dels proveïdors, així com també d'Hisenda i la Seguretat Social, per exemple.

A continuació es mostra el càlcul de les NOF del període 2016-2020:

Taula 10: Càlcul de les NOF. (Dades en milions d'euros)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
+Existències	84	87	89	91	93	95
+Imports a cobrar i altres actius	29	32	33	33	34	35
+Tresoreria mínima de funcionament	6	7	7	8	9	10
-Imports a pagar i altres passius	52	53	54	55	56	57
-Passius per impost corrent	6	6	6	6	6	6
=NOF	61	67	69	71	74	77

Font: elaboració pròpia.

Les dades utilitzades pel càlcul de les NOF són les que s'han mostrat a les projeccions del balanç, amb l'excepció de la tresoreria mínima de funcionament, la qual és desconeguda per l'autora. Històricament l'empresa ha treballat amb una tresoreria mitjana del 6% sobre el passiu corrent i del 2% sobre el total actiu. Així doncs, es parteix d'aquest criteri per determinar la tresoreria mínima de funcionament.

Un cop obtingut el càlcul de les NOF, es procedeix a calcular el *Free Cash Flow* del període 2016-2020, que es realitza de la manera següent:

Taula 11: Càlcul dels FCF. (Dades en milions d'euros)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020 ajustat
EBIT		23,1	24,4	27,1	31	32,9	
NOF	61	67	69	71	74	77	
-Δ NOF		6	2	2	3	3	
+EBIT*(1-t)		16,6	17,6	19,5	22,3	23,7	23,7
+Amortitzacions		7,4	7,6	7,7	7,8	7,9	7,9
-Δ NOF		6	2	2	3	3	
-Δ Inversions							-7,9
=FCF subtotal		18,0	23,2	25,2	27,1	28,6	23,7

Font: elaboració pròpia.

Per tal de realitzar aquest càlcul, s'han tingut en compte les dades de les previsions del Compte de Pèrdues i Guanys exposades anteriorment. Quant a l'Impost de Societats, cal esmentar que a partir de l'1 de gener de 2016, totes les societats del grup tributen al 28%³, així doncs, aquest percentatge és el que s'ha utilitzat.

Tal com s'observa, el *Free Cash Flow* té una tendència creixent al llarg del període previst, ja que les empreses del grup estan en creixement.

La taula també mostra el flux ajustat del 2020, que venen a ser els fluxos que seran generats a partir del 2021, ja que se suposa que les empreses del grup continuaran amb la seva activitat per temps indefinit. Per tal de trobar aquesta dada, s'ha suposat el següent:

- ✧ L'increment de les NOF és nul.
- ✧ Les noves inversions tenen un valor equivalent a les amortitzacions, ja que tot i que durant el període 2015-2020 el grup no preveu realitzar-ne, en un futur probablement en farà, per tant, s'ha suposat una xifra equivalent a les amortitzacions, concretament de 7,9 milions d'euros. S'ha considerat d'aquesta manera per tal de que l'equip no quedi envellit degut a l'amortització.

³ Informació extreta de la memòria dels Comptes Anuals Consolidats de Barón de Ley de l'exercici 2015.

Un cop obtingut flux ajustat, es pot calcular el valor residual de 2020, la fórmula del qual es mostra a continuació:

$$VR_{2020} = \frac{FCF_{2021}}{WACC - g} = FCF_{ajustat\ 2021} * \frac{1 + g}{WACC - g}$$

On:

g = taxa de creixement dels fluxos.

WACC = cost ponderat dels recursos.

VR = Valor residual

FCF = *Free Cash Flow*

Per tal d'obtenir la taxa de creixement dels fluxos s'ha realitzat una mitjana del creixement del FCF del període 2016-2020 ajustat, obtenint un valor del 6,67%. Aquesta dada mostra una idea general del creixement dels fluxos, i a partir d'aquesta, s'han ideat dos escenaris possibles:

- ✧ Escenari pessimista: $g = 3\%$
- ✧ Escenari més optimista: $g = 5\%$

Degut a les incerteses futures que poden donar-se al llarg dels exercicis, s'ha decidit calcular la valoració mitjançant dues taxes de creixement, ja que es poden donar diverses situacions més o menys favorables al creixement dels fluxos. Tot i així, en totes dues taxes s'ha utilitzat un criteri de prudència, ja que ambdues són inferiors al valor mitjà de creixement del FCF del període previst.

Un cop fetes les dues estimacions de la taxa de creixement dels fluxos, es procedirà a calcular el WACC.

7.2. CÀLCUL DEL WACC

El WACC o cost de capital mitjà ponderat és el cost mitjà ponderat de l'estructura financera d'una societat. Dit en altres paraules, és la mitjana entre el cost del finançament aliè i els objectius de rendibilitat dels accionistes.

La fórmula del càlcul del WACC és la següent:

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

On:

E = valor de les accions.

D = valor del deute.

K_e = rendibilitat exigida a les accions.

K_d = rendibilitat del deute a preu de mercat.

T = taxa impositiva.

Així doncs, primer caldrà calcular les dues rendibilitats, tant l'exigida a les accions com la del deute.

7.2.1. CÀLCUL DE LA RENDIBILITAT EXIGIDA A LES ACCIONS (K_e)

Segons Fernández, la rendibilitat exigida a les accions es pot calcular sumant una prima de risc de l'empresa (C_p) a la taxa sense risc (R_f) que és la rendibilitat que es pot obtenir comprant bons de l'Estat.

$$K_e = R_f + C_p$$

Aquesta prima de risc de l'empresa també es pot descompondre de la manera següent:

$$C_p = \beta * MRP$$

On:

MRP = Prima de risc del mercat

$$\beta = \frac{\text{Covariància (Títol, Mercat)}}{\text{Variància (Mercat)}}$$

La prima de risc de mercat és la rendibilitat addicional, i depèn bàsicament del grau de propensió al risc de l'inversor. La beta és una manera de mesurar el risc que ve determinada per la ràtio entre la covariància del títol amb el mercat i la variància d'aquest darrer. Per tal de calcular aquesta beta s'utilitzen dades històriques.

Tal com comenta Fernández al document d'investigació de l'IESE, *Betas utilizadas por directivos y profesores europeos en 2009*, les betes calculades amb dades històriques presenten una sèrie de problemàtiques, ja que canvien molt d'un dia per l'altre, depenen de l'índex borsari que es prengui com a referència, o són diferents en funció del període històric que es tingui en compte, entre d'altres.

Partint d'aquí, Fernández considera que pel càlcul correcte de la beta s'ha d'utilitzar el sentit comú. Un possible mètode de càlcul d'aquesta beta consisteix en realitzar una taula amb el nom dels paràmetres de cada projecte empresarial (com el negoci, els directius, el risc del país, etc.), per tal d'avaluar-ne el risc. Posteriorment aquest és puntuat en una escala de l'1 al 5, essent l'u un risc baix, i cinc un de molt alt. A partir d'aquesta taula, es pondera el risc en funció de la importància que dona l'empresa a cada projecte.

Degut a la dificultat que representa ponderar el risc de cada projecte per algú aliè a l'empresa, s'ha considerat que pel càlcul de la K_e s'utilitzarà el ROE estimat per Barón de Ley pels anys 2016-2018, que és d'entre un 10,1% i un 10,2%. Comparant aquesta dada amb el tipus del bo espanyol a 10 anys, que actualment està a l'entorn del 1,5%, es pot veure que la prima de risc estaria en el 8,7%, és a dir, 870 punts bàsics.

$$K_e = \text{prima sense risc} + 8,7\% = 1,5\% + 8,7\% = 10,2\%$$

Aquesta dada sembla raonable, per tant, s'utilitzarà per determinar la rendibilitat exigida a les accions, que serà del 10,2%.

7.2.2. CÀLCUL DE LA RENDIBILITAT DEL DEUTE (K_d)

La rendibilitat del deute, entesa com el cost del finançament bancari del grup, es calcularà a partir del valor mig al qual s'està finançant Barón de Ley en les previsions dels fluxos. Per tal d'obtenir aquests valors, s'utilitzaran les dades de la projecció del balanç vistes anteriorment, que s'exposen a continuació:

Taula 12: Projeccions endeutament financer. (Dades en milions d'euros)

	2016	2017	2018	2019	2020
Endeutament financer anual	30	30	30	30	30

Font: dades proporcionades per l'auditoria interna de Barón de Ley; elaboració pròpia.

Tal com ja s'ha comentat a les previsions del balanç i segons dades proporcionades pel grup, sembla que aquest té intenció de mantenir estable el deute financer, per tant, es mantindrà en 30 milions d'euros durant els propers cinc anys.

D'altra banda, s'ha calculat el cost de finançament dels darrers anys i s'ha comprovat com aquest ha estat descendent al llarg del període considerat (2011-2015). Això és totalment raonable ja que els interessos bancaris han anat disminuint de manera evident en el quinquenni. El 2015 el cost mitjà de Barón de Ley va ser a l'entorn de l'u per cent. En realitat, la dada obtinguda ha estat de 0,9%, però s'ha elaborat a partir de la mitjana de l'endeutament inicial i final, fet que és equivalent a un endeutament lineal durant l'any, cosa que no es pot afirmar de manera absoluta. Per aquest motiu, s'ha optat per una K_d d'un 1%.

$$K_d = 1\%$$

7.3. CÀLCUL DEL VALOR DE LES ACCIONS DE BARÓN DE LEY

Per calcular el valor de les accions, cal descomptar els *Free Cash Flows* obtinguts anteriorment al WACC. Per calcular el cost mitjà ponderat (WACC) és necessari conèixer el valor de les accions o *equity* (E), i per tal de poder calcular aquest darrer, s'ha de conèixer el WACC. Així doncs, i seguint els estudis de Fernández, cal calcular aquests valors mitjançant un procés iteratiu. Les dades que es mostren a continuació s'han obtingut a partir de l'aplicació Solver de l'Excel.

Tal com ja s'ha comentat, s'han estimat dos escenaris diferents de creixement dels fluxos. S'ha considerat fer-ho d'aquesta manera per tal d'observar la importància que té el creixement dels fluxos quant a la valoració d'una empresa.

✧ Escenari pessimista ($g = 3\%$):

Taula 13: Càlcul del WACC a l'escenari pessimista. (Dades en milions d'euros)

	2016	2017	2018	2019	2020	2020 ajustat
FCF	18	23,2	25,2	27,1	28,6	23,7
WACC	9,47%	9,52%	9,57%	9,60%	9,50%	
VR any n+1	369,55	397,82	424,97	446,38	375,75	
E+D any n	387,55	421,02	450,17	473,48	404,35	
Valor accions (E)	357,55	391,02	420,17	443,48	374,35	
Deute (D)	30	30	30	30	30	

Font: elaboració pròpia.

✧ Escenari optimista ($g = 5\%$):

Taula 14: Càlcul del WACC a l'escenari optimista. (Dades en milions d'euros)

	2016	2017	2018	2019	2020	2020 ajustat
FCF	18	23,2	25,2	27,1	28,6	23,7
WACC	9,67%	9,67%	9,67%	9,77%	9,69%	
VR any n+1	521,33	561,37	599,7	629,94	530,45	
E+D any n	539,33	584,57	624,9	657,04	559,05	
Valor accions (E)	509,33	554,57	594,9	627,04	529,05	
Deute (D)	30	30	30	30	30	

Font: elaboració pròpia.

Tal com s'ha comentat anteriorment, aquestes dades s'han obtingut a partir d'iteracions. Tot i així, per tal d'entendre com s'obtenen les xifres, es mostren càlculs de l'escenari optimista a títol d'exemple:

$$VR\ 2020 = \frac{FCF * (1 + g)}{WACC - g} = \frac{28,6 * (1 + 5\%)}{9,69\% - 5\%} = 530,45 \text{ milions d'euros}$$

$$E + D\ 2020 = VR + FCF = 530,45 + 28,6 = 559,05 \text{ milions d'euros}$$

$$E\ 2020 = (E + D) - D = 559,05 - 30 = 529,05 \text{ milions d'euros}$$

$$WACC\ 2020 = \frac{K_e * E + K_d * (1 - T) * D}{E + D} = \frac{10,2\% * 529,05 + 1\% * (1 - 28\%) * 30}{529,05 + 30} = 9,69\%$$

Tal com s'observa a la taula, el valor de Barón de Ley s'obté a partir de la suma del deute al valor de les accions. A partir dels dos escenaris anteriors, es pot observar com el valor de la societat a l'any 2016 és de 387.550.000€ a l'escenari pessimista, i de 539.330.000€ a l'optimista.

Quant al valor de les accions de l'empresa, aquest és de 357.550.000€ des d'un punt de vista pessimista, i de 509.330.000€ des d'un punt de vista més optimista. Tenint en compte que Barón de Ley té un total de 4.300.000 accions emeses, el valor per acció és de 83,15€ a l'escenari pessimista, i de 118,45€ a l'optimista.

8. CONCLUSIONS

A partir de les projeccions del balanç i del compte de pèrdues i guanys del període 2016-2020, s'ha trobat el valor de Barón de Ley, S.A. utilitzant un dels mètode del descompte de fluxos de fons. Aquest es basa en els reconeguts estudis del professor Pablo Fernández.

S'han mostrat dos escenaris possibles quant a la taxa de creixement dels fluxos (g), el primer, un escenari menys optimista, amb una g del 3%, i el segon, un de més optimista amb una g del 5%. La mitjana de les estimacions de creixement determinades pel grup és superior al 6%, per tant, en ambdós escenaris s'ha utilitzat un criteri de prudència. Així doncs, l'autora considera totalment defensables aquestes dues taxes.

El valor de les accions de la societat a 2016 és de 357.550.000 euros en el primer escenari, i de 509.330.000 euros en el segon. Justament, el valor de mercat de l'empresa en data 25 d'abril de 2016 es troba entre aquests dos valors calculats. Concretament el preu de l'acció és de 102,40€, que multiplicat pel nombre d'accions, 4.300.000, dóna un import de 440.320.000 euros. Per tant, es pot dir que en aquest moment el mercat es troba entre les dues visions descrites. De tota manera, és ben sabut que el preu en el mercat secundari es veu notablement interferit per aspectes totalment aliens a les empreses cotitzades, com per exemple els preus de les matèries primeres com el petroli, conflictes internacionals, atemptats terroristes, i qualsevol altre aspecte que pugui provocar incerteses.

El fet d'haver utilitzat dues taxes de creixement diferents, ajuda a concloure que les previsions dels fluxos fan variar molt el valor de l'empresa, fet que demostra el que s'ha comentat a l'hora de determinar el mètode de valoració. És a dir, que els mètodes basats en el descompte de fluxos són més fiables que els que es basen en dades històriques, ja que aquests no tenen en compte el creixement futur que pot tenir una empresa, dada realment important a l'hora de determinar-ne el valor. Això no obstant, és obvi que previsions a més de cinc anys poden patir importants distorsions. Per tant, el mètode no és infal·lible.

En una posició venedora, i en un mercat lliure, s'intentarà establir una g el més alta possible, mentre que la posició compradora, destacarà les incerteses futures per tal de rebaixar-la al màxim. La borsa serveix per acostar les posicions venedora i compradora, però amb les interferències macroeconòmiques ja explicades.

Com a conclusió final, es pot inferir que el preu de Barón de Ley, S.A. en el mercat secundari encara té un recorregut a l'alça, vist que no està al seu nivell màxim, d'acord amb les previsions de fluxos futurs en l'escenari que s'ha anomenat optimista i que l'autora considera realista.

Tal com s'ha comentat, el valor d'una empresa depèn enormement d'incerteses, la qual cosa remet a l'inici del treball, i és que independentment de l'observador, el sol seguirà sortint per l'est i es pondrà per l'oest.

9. BIBLIOGRAFIA

Documents impresos

Fernández, P. (2001). *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor*. (1a ed.). Barcelona: Ediciones Gestión, 2000.

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció. (2007). *Nou pla general de comptabilitat*. ACCID.

Documents electrònics

Coordinadora de Organizaciones de Agricultores y Ganaderos. (2008). *La nueva OCM de vino*. [Arxiu PDF]. Recuperat de http://www.coag.org/rep_ficheros_web/b449ac4eb60c7aedff597fc45003fbb5.pdf

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. [Arxiu PDF]. Recuperat de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

Fernández, P. (2011). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. [Arxiu PDF]. Recuperat de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>

Fernández, P. (2008). *Valoración de empresas por descuento de flujos: diez métodos y siete teorías*. [Arxiu PDF]. Recuperat de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0766.pdf>

Fernández, P. (2009). *Betas utilizadas por directivos y profesores europeos en 2009*. [Arxiu PDF]. Recuperat de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0824.pdf>

Fernández, P. (2011). *Prima de riesgo del mercado utilizada para España: encuesta 2011*. [Arxiu PDF]. Recuperat de <https://www.gruposca.com/userfiles/file/IESE%20prima%20de%20riesgo.pdf>

Fernández, P. (2008). *Cómo valorar las acciones de una empresa*. [Arxiu PDF]. Recuperat de http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178_FOR-Valorar%20Acciones_32-37.pdf

Vino turismo Rioja. *Bodegas Barón de Ley*. Recuperat de <http://www.vinoturismorioja.com/es/visitar-bodegas-en-la-do-rioja/item/45-bodegas-baron-de-ley>

Barón de Ley. *Información para accionistas e inversores*. Recuperat de http://www.barondeley.com/accionistas/default.asp?id_idioma=1

Barón de Ley. Recuperat de <http://www.barondeley.com/>

Base de dades SABI.

Base de dades CNMV.

Organización Nacional de la Viña y el Vino. Recuperat de <http://www.oiv.int/>

Vinos de España. (2015). *El vino en cifras*. Recuperat de http://www.winesfromspain.com/icex/cda/controller/pageGen/0,3346,1559872_6763355_6778152_0,00.html

Observatorio Español del Mercado del Vino. *Principales datos del sector del vino en España*. Recuperat de <http://www.oemv.es/esp/principales-datos-del-sector-del-vino-en-espana-1333k.php>

Exane BNP Paribas. (2016). *Baron de Ley. Excellent sales and FCF despite weaker margins*. Document proporcionat per l'auditoria interna de Barón de Ley.

JB Capital Markets. (2016). *Baron de Ley. Cash is king*. Document proporcionat per l'auditoria interna de Barón de Ley.

Corres, E. (4 abril 2016). Solicitud de información. [Comentari en un fòrum en línia].

Farreras, M.A. *Interpretació d'estats financers. Anàlisi del Balanç*. [Apunts acadèmics]. UdGMoodle.

Farreras, M.A., Lladó, M., i Puig, J. *Interpretació d'estats financers. Anàlisi del Compte de Resultats*. [Apunts acadèmics]. UdGMoodle.