

UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

VALORACIÓN DE UNA COOPERATIVA VINÍCOLA VALENCIANA

La Viña Coop. V.



Trabajo Final del Máster Dirección Financiera y Fiscal

Elaborado por: Raquel López Ribas

Dirigido por: Roberto E. Cervelló Royo

Valencia, 2012

ÍNDICE

1. Resumen.....	9
2. Objeto TFC.....	11
3. Antecedentes.....	12
3.1. Historia de la empresa.....	12
3.2. Análisis del sector.....	14
3.3. Análisis del entorno (PEST).....	20
4. Análisis económico-financiero.....	35
4.1. Análisis de la situación patrimonial.....	35
4.2. Análisis de la situación de liquidez.....	40
4.3. Análisis de la situación de endeudamiento.....	42
4.4. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias.....	45
4.5. Análisis de la rentabilidad económica.....	46
4.6. Análisis de la rentabilidad financiera.....	48

5. Valoración de la empresa.....	50
5.1. Definición de objetivos y metodología empleada.....	50
5.2. Método del descuento de los flujos de caja.....	51
5.2.1. Estimación horizonte temporal.....	52
5.2.2. Estimación tasa de descuento.....	53
5.2.3. Estimación flujos de caja libre.....	59
5.2.4. Estimación valore residual.....	73
5.2.5. Estimación valor de la empresa.....	74
5.3. Método valoración por múltiplos de comparación.....	75
5.4. Comparación de modelos.....	81
6. Conclusiones.....	84
7. Bibliografía.....	87
8. Anexos	91

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Distribución sectorial de la oferta de empleo.....	16
Tabla 2: Industria de productos alimenticios y bebidas.....	18
Tabla 3: Renta media por hogar 2009.....	26
Tabla 4: Evolución gasto en vino en los hogares de España.....	28
Tabla 5: Total mujeres por Comunidades Autónomas	31
Tabla 6: Pirámide de la alimentación saludable.....	32
Tabla 7: Activo.....	35
Tabla 8: Pasivo.....	36
Tabla 9: Fondo de Maniobra.....	38
Tabla 10: Ratios de liquidez.....	40
Tabla 11: Ratios de endeudamiento.....	42
Tabla 12: Ratios de calidad de la deuda.....	43
Tabla 13: Análisis de la carga financiera.....	44
Tabla 14: Cuenta Pérdidas y Ganancias.....	45
Tabla 15: Rentabilidad económica.....	47
Tabla 16: Rentabilidad financiera.....	48
Tabla 17: Porcentaje Exigible y Fondos Propios.....	54
Tabla 18: Estimación coste de financiación ajena.....	54
Tabla 19: Covarianzas.....	56

Tabla 20: Rentabilidad deuda pública.....	57
Tabla 21: Datos cálculo tercer modelo.....	59
Tabla 22: Flujos de caja libre.....	60
Tabla 23: Evolución ventas.....	61
Tabla 24: Previsión ingresos.....	61
Tabla 25: Gastos del sector.....	63
Tabla 26: Porcentaje gastos del sector.....	64
Tabla 27: Porcentaje gastos de las empresas.....	64
Tabla 28: Gastos y ventas Coop. La Viña.....	64
Tabla 29: Porcentaje gastos Coop. La Viña	65
Tabla 30: Previsión aprovisionamientos.....	66
Tabla 31: Previsión gastos personal.....	67
Tabla 32: Previsión otros gastos de explotación.....	67
Tabla 33: Amortizaciones esperadas.....	68
Tabla 34: Valor Fondo de Maniobra.....	69
Tabla 35: Necesidades de capital circulantes esperadas.....	69
Tabla 36: Cálculo de los FCL.....	71
Tabla 37: Valor residual.....	73
Tabla 38: Valor de la empresa.....	74
Tabla 39: Múltiplos de comparación.....	77
Tabla 40: Múltiplos empresas del sector.....	79
Tabla 41: Múltiplos empresas comparables rango mín. y máx.....	80
Tabla 42: Múltiplos Coop. La Viña.....	80

ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1: Evolución de ventas en España (millones de €).....	15
Gráfica 2: Empresas según el número de empleados 2010.....	15
Gráfica 3: Distribución del gasto en el hogar.....	17
Gráfica 4: Evolución Euribor dic. 2010-dic. 2011.....	23
Gráfica 5: Evolución paro español.....	24
Gráfica 6: Evolución población española.....	29
Gráfica 7: Estimación evolución de la población.....	30
Gráfica 8: Estructura Balance 2010.....	38
Gráfica 9: Estructura Balance 2009.....	39
Gráfica 10: Rangos de valor según múltiplos.....	81

1. RESUMEN

El objeto del presente Trabajo Final del Máster Dirección Financiera y Fiscal es realizar una valoración de la Sociedad Cooperativa Vinícola La Viña, situada en La Font de la Figuera (Valencia).

Dicha empresa opera en el sector de la industria de productos alimenticios y bebidas: “elaboración de vinos” (CNAE 93- 15.93).

Para el desarrollo de la valoración tendremos que seguir una serie de puntos importantes como son:

Conocer la historia de la empresa y realizar un estudio del sector en el que opera para determinar su situación actual y prever la tendencia futura de este.

A continuación, realizar un análisis económico-financiero de la empresa para saber la evolución que sigue y ver si es de las empresas que se están viendo afectadas por la crisis económica como muchas que se encuentran actualmente en el mercado.

Los datos que analizaremos abarcan desde el 2005 al 2010 según datos extraídos de la base de datos del SABI.

Posteriormente, determinar el valor actual de la empresa Coop. La Viña a través de dos modelos distintos, con la finalidad de poder estar preparados ante situaciones futuras de importantes decisiones, como pueden ser:

- Operaciones de compraventa: para el comprador, la valoración le indicará el precio máximo a pagar; mientras que para el vendedor, le indicará el precio mínimo por el que debe vender.
- Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa: La valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
- Salidas a bolsa: si la cooperativa tuviera la oportunidad de salir a Bolsa, poder determinar el precio de salida de las acciones.
- Planificación estratégica: decidir qué productos, líneas de negocios, clientes, países... mantener, potenciar o abandonar. Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación o destrucción de valor.

- Determinar el valor de la empresa ante futuros problemas con los socios, separación por conflictos entre ellos o mejores oportunidades de negocio.
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de una empresa es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, absorber y/o ser absorbida, comprar otras empresas, etc.

Obtenida la valoración de la cooperativa con todo lo desarrollado anteriormente, detallar las principales conclusiones que hayamos obtenido a lo largo de todo el proceso.

2.OBJETO DEL TFC

El siguiente trabajo final del máster sobre la cooperativa vinícola La Viña, establece los siguientes objetivos fundamentales, como son:

- ✓ Fijar conocimientos adquiridos durante la carrera y el máster.
- ✓ Interpretar datos del entorno y que puedan afectar a la empresa en estudio.
- ✓ Comprender los problemas que surjan en la empresa y planificar las actuaciones necesarias para superarlos.
- ✓ Aprender a tomar decisiones.

3. ANTECEDENTES

3.1. HISTORIA DE LA EMPRESA

La Bodega La Viña se encuentra situada en la Font de la Figuera, en el límite de tres provincias: Valencia, Alicante y Albacete.

Esta situación, entre el Mediterráneo y la Meseta proporciona la personalidad de sus vinos: sol, brisa marina, clima seco, fríos inviernos y altitud.

La Bodega fue fundada como Cooperativa, constituyéndose en el año 1944, con 38 socios que cultivaban una superficie de 47 Has, y producían 250.000 Kg de uva.

A lo largo de las generaciones, la actividad vitivinícola fue ganando importancia y la Bodega ha ido creciendo en número de socios y producción.

En la actualidad, está formada por un total de 1.495 socios pertenecientes a los municipios de la Font de la Figuera, Moxient, Villena, Ontinyent, Ayora y Fontanars dels Alforins.

En estos momentos, la finca Venta del Puerto es propiedad de uno de los socios viticultores, y además de dar el nombre a uno de los vinos más emblemáticos de la Bodega, se presenta la página web de la bodega con el nombre "Venta del Puerto" como la plataforma virtual de la Bodega Vinos de la Viña.

Su actividad principal, es la elaboración de vinos, de ahí que 390 viticultores aporten una superficie de 3.200 Ha. y una producción media de 11.300.000 Kg.

Las instalaciones están ubicadas en La Font de la Figuera, cuentan con 27.000 m² de los que 10.200 m² son superficie construida, donde disponen de una sala de vinificación totalmente automatizada, modernas líneas de embotellado, envasado (Bag-in-Box) y un parque de barricas que supera las 3.000 unidades.

Disponen de una gran variedad de productos, distribuidos en diferentes líneas de vinos "Prestige", "Premium", "Standard" e incluso "Bag-in-Box" (vino en caja).



Su propia página web destaca dos anuncios: “1ª Bodega de la Comunidad Valenciana en obtener la certificación ISO9000” y “Mejor Cooperativa Agraria de la Comunidad Valenciana del 2005”.

También han implantado un plan estratégico 2006/2011 que consiste principalmente en:

- aumentar anualmente un 10% las ventas en embotellado y un 20% en embotellado de gama media-alta,
- potenciar la imagen de empresa,
- incrementar la rentabilidad.

Posteriormente, en el análisis económico-financiero podremos comprobar si se han cumplido algunos de los objetivos mencionados en la web de la empresa.

A lo largo de los años esta empresa ha obtenido múltiples premios, entre ellos:

- En 1950, en la Primera Feria Nacional del Campo, la Unión Nacional de Cooperativas del Campo concedió a esta empresa el Diploma de Honor con Medalla de Oro.
- En 2004, Primer galardón a la Mejor Cooperativa Agraria otorgado por la Consellería de Agricultura, Pesca y Alimentación como reconocimiento a la apuesta innovadora en la producción de vinos de calidad.
- En 2009, Reconocimiento por la competitividad e Innovación en el Día Mundial del Cooperativismo que otorga la Confederación de Cooperativas Valencianas.

El objetivo de dicha empresa, es ser la bodega referente del Sector Vitivinícola Valenciano, destacando la responsabilidad, transparencia, innovación, competitividad y la rentabilidad que permita una viticultura realmente sostenible.

3.2. ANÁLISIS DEL SECTOR

La Industria Española de Alimentación y Bebidas cerró 2010 con unas ventas netas por valor de 81.369 millones de euros. Esta cifra supone el 16% de las ventas netas del total de la industria y el 8% del PIB español, lo que la convierte en el primer sector industrial de la economía española y el quinto de Europa. El sector de alimentación y bebidas está formado por un total de 30.261 empresas (96% pymes) que ofrecen empleo a 445.475 personas, lo que supone un 17% del empleo industrial.

En lo que respecta al mercado exterior, el sector de alimentación y bebidas ayuda a equilibrar la posición externa de España. Las exportaciones de alimentos y bebidas alcanzaron en 2010 los 16.776 millones de euros, mientras que las importaciones se situaron en 16.012 millones, por lo que la balanza comercial arrojó un saldo positivo, por segundo año consecutivo, de 765 millones de euros.

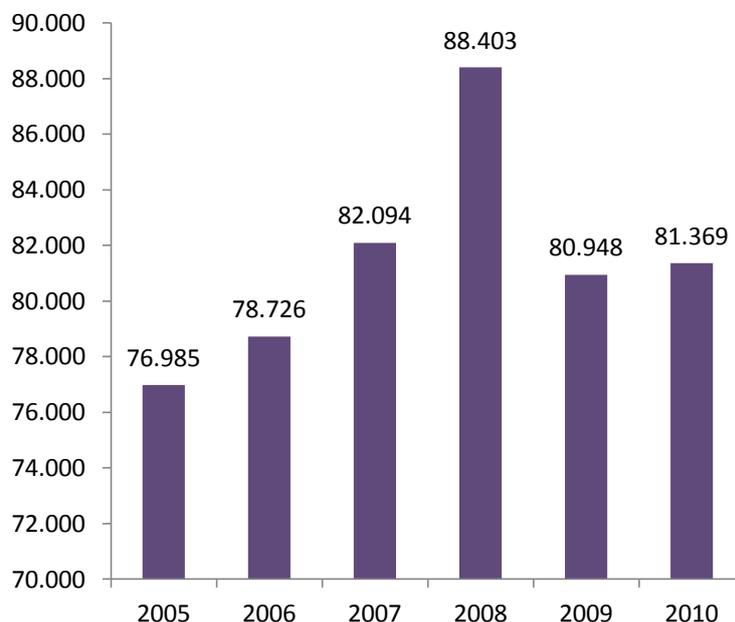
Por último, la inversión española del sector en el exterior alcanzó los 642 millones de euros, representando el 49% de la inversión exterior de la industria española. El sector de alimentación y bebidas también atrajo 706 millones de euros de inversión foránea.

En resumen, podemos destacar los siguientes datos del 2010:

- **Producción bruta:** 81.369 millones de euros
- **Empresas:** 30.261 empresas
- **Empleo:** : 445.475 trabajadores
- **Exportaciones:** 16.776 millones de euros
- **Importaciones:** 16.012 millones de euros

Si entramos en detalle, 81.369 millones de euros en ventas netas durante el 2010, un incremento nominal del 0,52% respecto al 2009.

Evolución ventas en España (millones de €)

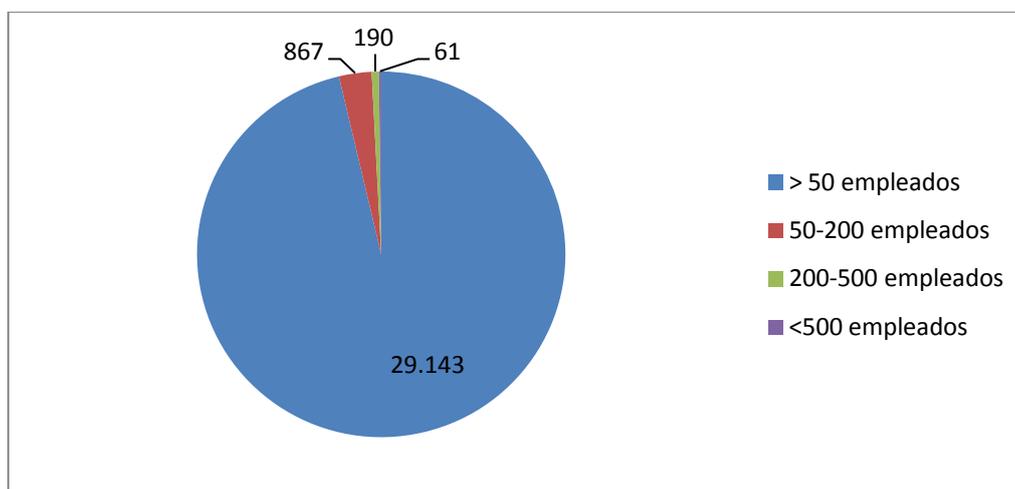


GRÁFICA 1. Fuente: Elaboración propia. Datos de FIAB- Barómetro de la alimentación 2010.

Se mantiene por encima de los 80.000 millones superados en 2007.

En 2010, existían un total de 30.261 empresas en dicho sector, de las cuales el 96% lo forman PYMES.

Empresas según el número de empleados, 2010



GRAFICA 2. Fuente: Elaboración propia. Datos del INE 2010.

Si clasificamos dichas empresas, encontramos que las empresas de vinos superan en España las 4.000 y se sitúan en tercer lugar después de panaderías, pastelerías y confiterías, con 12.500, y de la industria cárnica con 4.500 empresas.

En relación al empleo, es el 2º sector con mayor oferta de empleo en 2010 (5,63%), ascendiendo del 6º puesto en 2009:

Distribución sectorial de la oferta de empleo

Sector	Puesto	2010	Puesto	2009
Consultoría General	1	6,17%	1	6,49%
Alimentación, Bebidas y Tabaco	2	5,63%	6	2,92%
Industrial (Otros)	3	5,22%	2	5,65%
Comercio	4	5,18%	12	2,61%
Construcción	5	4,22%	4	3,45%
Sanidad	6	4,08%	9	2,73%
Farmacia y Mat. Hospitalario	7	3,86%	5	3,02%
Hostelería y Turismo	8	3,74%	3	3,64%
Telecomunicaciones	9	3,65%	10	2,65%
Automóvil	10	3,63%	16	2,27%
Enseñanza	11	3,61%	17	2,18%
Informática	12	3,50%	18	2,15%
Servicios (Otros)	13	3,31%	11	2,64%
Maquinaria y Equipo mecánico	14	3,26%	7	2,84%
Recursos Energéticos	15	3,17%	13	2,48%
Metalurgia, Mineralurgia y Siderurgia	16	2,81%	14	2,36%
Electrónica y Mat. Eléctrico	17	2,80%	8	2,74%
Distribución Mayorista	18	2,47%	15	2,27%
Química, Caucho y Plástico	19	2,27%	19	2,00%
Bance e inversión	20	1,64%	20	1,90%
Resto de sectores		25,77%		40,37%

TABLA 1. Fuente: Elaboración propia. Datos informe Infoempleo.es 2010. Adecco 11-01-2012

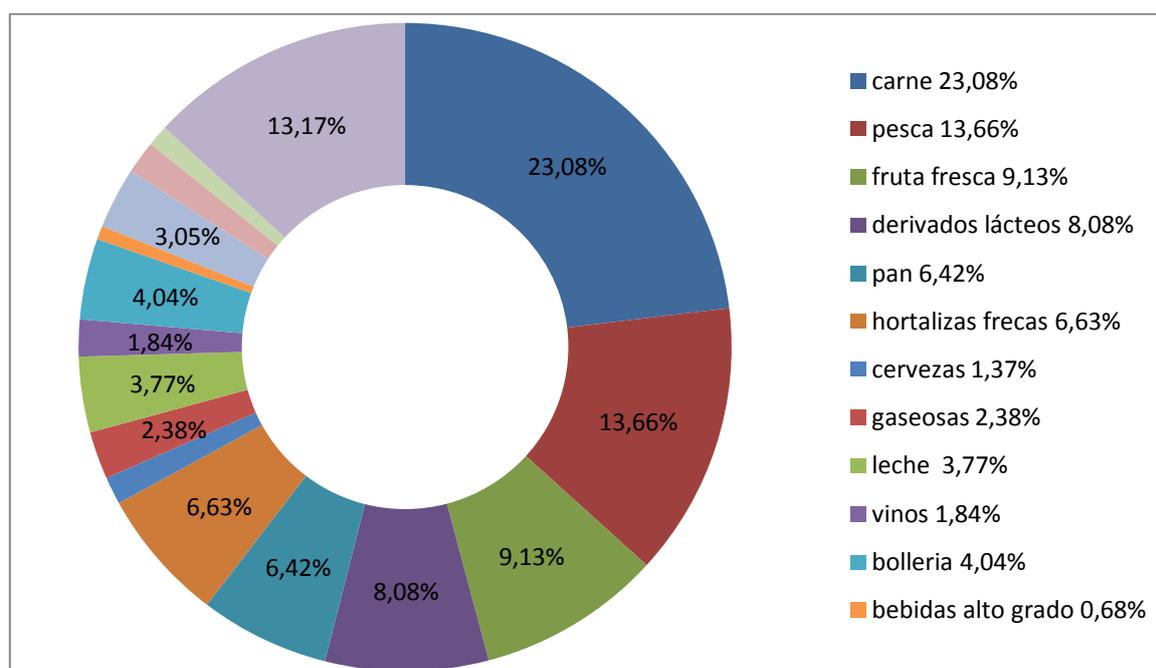
Señalar también, el potente embajador que el sector supone de España en el exterior en 2010, con un saldo comercial positivo de 765 millones de euros por segundo año consecutivo, siendo 16.776 millones de euros en exportaciones (aumentaron en 2010 por encima del 10% respecto al 2009) y 16.012 millones de euros en importaciones, según datos de la Federación Española de Industrias de la Alimentación y Bebidas.

España se sitúa entre los 3 mayores exportadores de la UE, muy cerca de Italia:

- 1º Francia: 33.927 millones de euros.
- 2º Italia: 18.525 millones de euros.
- 3º España: 16.776 millones de euros.

Las exportaciones permiten compensar la caída del consumo interno, como veremos a continuación.

Distribución del gasto en el hogar



GRÁFICA 3. Fuente: Datos del panel de consumo alimentario 2010 del Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.- FIAB.-“Consumo en España durante el 2010”

El consumo en España del sector que tratamos, se ha visto reducido tanto dentro como fuera del hogar, los 3 alimentos con mayor descenso del consumo son “resto de aceites” (-25,5%), “mariscos, moluscos y crustáceos” (-12,1%) y “espumosos y cavas con DO “ (-11,3%); y por otro lado, aumentando el consumo de patatas congeladas, zumos y carnes. En general, el sector del vino también se ha visto reducido como podemos ver en el anexo

número 1, vinos tranquilos D.O.” (+0,8%), “vino de mesa sin D.O. (+0,4%), “otros vinos” (-3,5%).

Sector elaboración de bebidas:

Se puede definir el Sector de elaboración de bebidas como el formado por aquellas empresas de carácter estable que tienen como actividad principal la transformación de productos agrícolas (uva, cebada, manzana) en bebidas alcohólicas (vino, cerveza, sidra, licores destilados) o analcohólicas (mosto), así como el tratamiento de aguas de bebida envasadas, gaseosas y refrescos, incluido su envasado.

Según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas, aprobada por R.D.

1560/92, de 18 de diciembre, la actividad económica que nos ocupa se encuadra dentro del código CNAE. 15.9 y se compone de diferentes actividades que se diferencian fundamentalmente en función de la naturaleza alcohólica de las bebidas:

INDUSTRIA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS Y BEBIDAS	
15.9	Elaboración de bebidas
15.91	Destilación de bebidas alcohólicas
15.911	Obtención de aguardientes naturales
15.912	Obtención de otras bebidas alcohólicas destiladas
15.92	Destilación de alcohol etílico procedente de fermentación
15.93	Elaboración de vinos
15.931	Elaboración de cavas y vinos espumosos naturales
15.932	Elaboración y crianza de vinos
15.94	Elaboración de sidra y otras bebidas fermentadas a partir de frutas
15.95	Elaboración de otras bebidas no destiladas, procedentes de fermentación
15.96	Fabricación de cerveza
15.97	Fabricación de malta
15.98	Producción de aguas minerales y bebidas analcohólicas
15.981	Envasado de agua mineral natural, de manantial y potable preparada
15.982	Producción de bebidas refrescantes sin alcohol

TABLA 2. Fuente: elaboración propia. Documento de síntesis Estudio Sectorial de Industrias de Elaboración de Bebidas. FIAB.

Subsector Vitivinícola:

Dentro de la industria de la elaboración de bebidas, destacamos la base del proyecto que estamos tratando, el subsector vitivinícola.

El vino se define como el alimento natural obtenido exclusivamente por fermentación alcohólica, total o parcial, de uva fresca, estrujada o no, o de mosto de uva.

Resulta el vino, por tanto, uno de los Alimentos Naturales más regulados y reglamentados del Marco de las Bebidas. Se trata de un ámbito profesional absolutamente trazado y rastreado, lo que supone un timbre de máxima credibilidad para consumidores y usuarios, y facilita la verificación de cada actuación de cualquier Producto Vitivinícola, desde su Producción, su Territorialidad, su Origen Geográfico, Elaboración, Guarda, y Comercialización.

Según los últimos datos del Observatorio Español del Mercado del Vino (OEMV) el consumo de vino en los hogares españoles, es decir, en el canal de la alimentación y excluyendo hostelería, aumentó a noviembre de 2010 en un 2,2% en valor y un 2,5% en volumen, hasta alcanzar respectivamente los 1.118 millones de euros y los 454 millones de litros. Este aumento se obtiene, además, manteniendo muy estables los precios medios que, con una ligera variación de -0,3% y apenas un céntimo, se situaban en los 2,46 euros por litro adquirido.

Por tipos de vino, son claramente los vinos con denominación de origen los que presentan una mejor evolución en este pasado año. Sin apenas variar su precio medio (+0,4%), los vinos con DO crecían al mes de noviembre y en términos interanuales un 5,2% en valor y un 3% en volumen hasta alcanzar los 548 millones de euros y 146 millones de litros, a una media de 3,75 €/litro. Más estables, al menos en valor se mantenían las ventas de los vinos sin denominación de origen que, con un ligero retroceso del 0,1% alcanzaron los 277 millones de euros, si bien el aumento del 2,5% les permitía llegar a los 238 millones de litros. Por su parte, los vinos espumosos y cavas retrocedían al mes de noviembre (previo, por tanto, al grueso de ventas de la pasada Navidad) un 2,6% en valor y un 4,3% en volumen, hasta situarse respectivamente en los 158 millones de euros y 28,9 millones de litros.

Por comunidades autónomas, Cataluña, Andalucía y Madrid son las de mayor consumo en términos absolutos debido a su tamaño y es, en general, la mitad norte de España donde se concentra el mayor consumo per cápita. Y donde, también, más está creciendo durante todo el 2010.

Así, junto con Baleares, son Cantabria, Cataluña, País Vasco, Asturias y Galicia las comunidades de mayor consumo en litros y mayores adquisiciones en euros por persona.

El gran reto que el Empresariado Vitivinícola español tiene frente a sí, es el Consumo Interior de los Vinos Españoles.

En 2010, podemos decir que el mercado del vino avanza, se consigue un consumo de vino per cápita en España que se sitúa en 18 litros por persona y año, aumenta con respecto al 2009, pero incomprensible para un país productor como el nuestro, en donde el vino se ha considerado siempre un producto alimenticio más, ligado a nuestra dieta y cultura. Sin embargo, en Suiza, por ejemplo, cada habitante consume una media de 42 litros al año o Francia, Italia o Portugal, países productores, nos triplican en consumo. Por ello, el gran reto de los productores, consistiría en acercar el producto a las nuevas generaciones e intentar que el vino supere al consumo de la cerveza como en años anteriores.

3.3. ANÁLISIS DEL ENTORNO

Para tomar decisiones estratégicas, necesitamos conocer el entorno en que se desenvuelve nuestra empresa. El modelo PEST (abreviatura de factores Políticos, Económicos, Sociales y Tecnológicos) ha sido concebido para analizar el entorno de una compañía o unidad de negocio.

A la hora de definir la posición estratégica de la empresa, el estudio del entorno juega un papel fundamental. El medio en el que está inmersa condicionará a la organización llevándola a adaptarse al mismo, aprovechando las oportunidades que éste ofrece y compensando sus amenazas.

Esta herramienta se compone de cuatro áreas o factores: políticos, económicos, socioculturales y tecnológicos:

- **Factores Político-Legales:** cómo se relaciona con el gobierno, las actitudes de los consumidores hacia la industria, análisis legal acerca de las regulaciones que deben cumplir las compañías, los clientes, canales y consumidores, así como sus posibles cambios.
- **Factores Económicos:** evolución de los tipos de interés, tasa de desempleo, evolución de los precios, renta disponible de los consumidores, etc.

- **Factores Socioculturales:** la cultura de la sociedad, las normas éticas, las costumbres, el estilo de vida, el nivel educativo, evolución demográfica de la población, hábitos de consumo de los ciudadanos, etc.
- **Factores Tecnológicos:** Son los cambios en la tecnología que afectan al sector tanto en su parte industrial, como en su parte comercial y administrativa, como son, el gasto público en investigación, desarrollo de nuevos productos, etc.

Todas estas características propias del entorno de la empresa se convierten en factores clave, pudiendo determinar el éxito o fracaso en la implantación de la estrategia.

Con el análisis PEST podemos construir los diferentes escenarios en los que se moverá la empresa. Se trata de unos esquemas detallados sobre qué cambios provocará el entorno y las maneras en las que se podrá adaptar la empresa. De esta forma, desarrollando y analizando diversos escenarios se abarcarán las posibles estrategias futuras que podrá llevar a cabo la empresa.

En primer lugar, se explicará como afecta el aspecto **Político-Legal** a la empresa que estamos tratando.

Las principales normas que deben tener en cuenta en este sector son las siguientes (detalle de cada una en el Anexo nº 2):

1. **Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.**
2. **Ley de la Viña y del Vino. Disposiciones estatales.**
3. **Organización común del mercado vitivinícola.**
4. **Programas de apoyo, comercio con terceros países, potencial productivo y controles en el sector vitivinícola.**
5. **Designación, denominación, presentación y protección de productos vitivinícolas.**
6. **Circulación y registro de productos vitivinícolas.**

Ahora se analizará cómo influye el entorno **Económico**. Cabe señalar que es un rasgo muy importante a tener en cuenta por la situación en la que se encuentra España en la actualidad:

- *Ciclo económico:*

La senda de la lenta recuperación económica iniciada en 2010 se abandona en el tercer trimestre de 2011 con un crecimiento nulo, y para el cuarto trimestre se prevé una tasa de crecimiento negativa que continuará a lo largo de todo el año 2012, situándonos en otro nuevo proceso de recesión económica.

Los datos de Contabilidad Nacional publicados por el INE, muestran que la economía española se desplomó (crecimiento -0,3%) en el cuarto trimestre del año 2011 con respecto al tercer trimestre.

La caída en la tasa de crecimiento se explica por el lado de la demanda, por la caída del consumo (público y privado), la construcción, los bienes de equipo y las exportaciones de bienes.

Por el lado de la oferta, tan sólo la agricultura registró tasas trimestrales positivas. Por su parte, la industria acelera su descenso (-1,4%, el doble que en el tercer trimestre que fue del -0,8%, que, a su vez fue el doble que el segundo trimestre), arrastrada por la manufacturera (-1,8%).

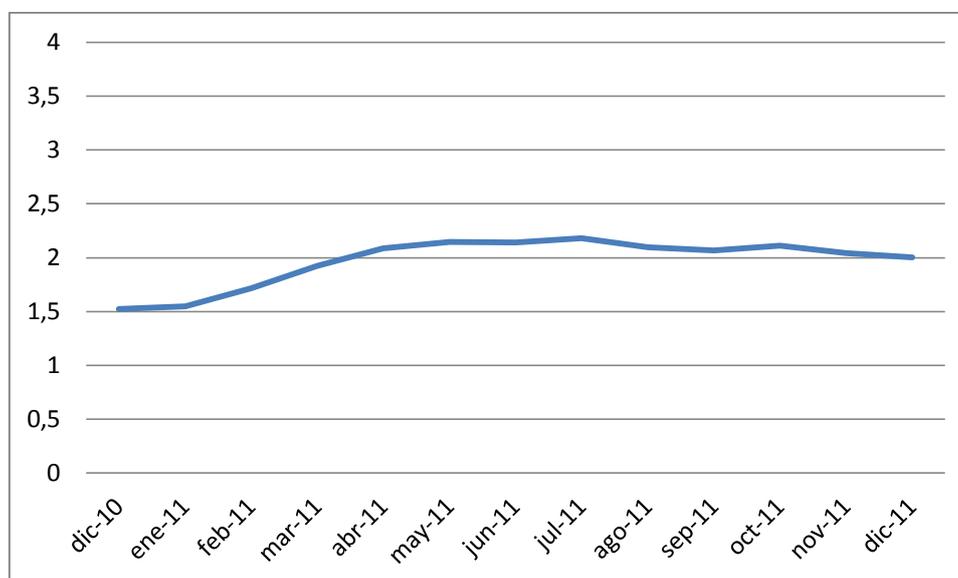
Según el último informe del Banco de España del 23/01/2012, la nueva etapa de recesión se caracterizará por una evolución sustancialmente negativa de la demanda nacional y una desaceleración de la trayectoria favorable de las exportaciones netas, iniciándose una leve recuperación económica en 2013.

- Tipo de interés:

Los tipos de interés vigentes en el mercado son una variable importante a analizar, puesto que de ellos dependen las posibilidades de inversión de la empresa.

En el siguiente gráfico podemos observar los datos extraídos de la página web de “evolución del Euribor”:

Evolución Euribor dic-2010 a dic-2011



GRÁFICA 4. Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la web www.evolucioneuribor.es

En el gráfico, vemos una evolución al alza de los tipos de interés desde diciembre del 2010, con una ligera disminución en el último mes del año 2011. Dicho descenso es debido a las medidas que han tomado los organismos reguladores con el objetivo de luchar contra la actual crisis financiera y económica.

El hecho de que tengamos un tipo de interés elevado, afecta a las empresas, puesto que encuentran que el dinero que necesitan tomar prestado de los bancos es más caro, por lo que optan por reducir el gasto y, como resultado, su crecimiento y sus beneficios se ven disminuidos.

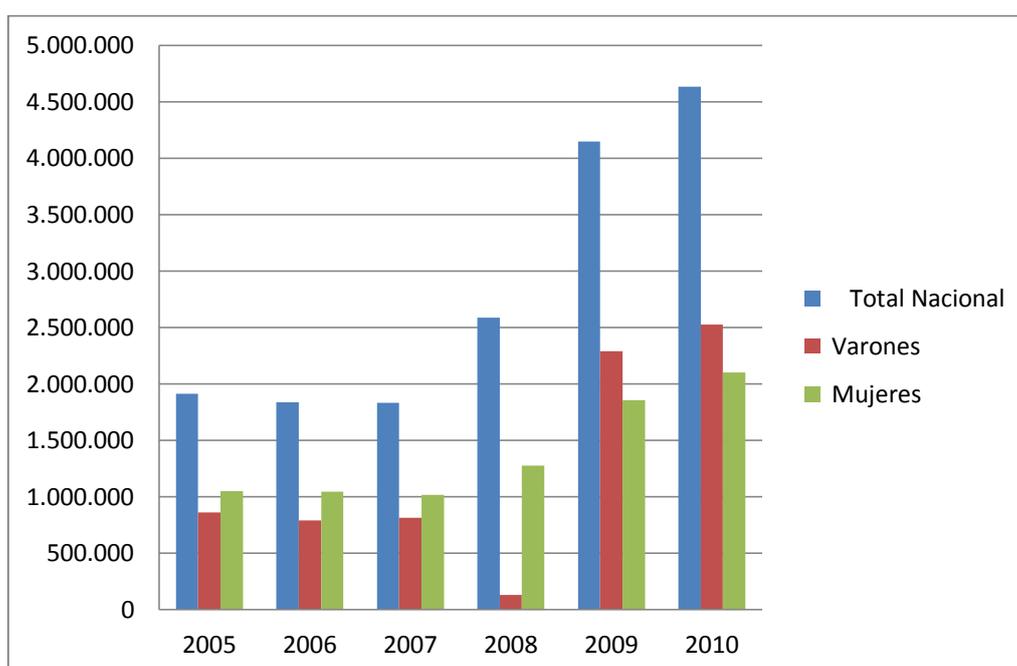
Los cambios en los tipos de interés no sólo afectan a los individuos o a los negocios, sino también a los mercados. Si las empresas tienen que hacer recortes debido a la subida del coste de los préstamos y a la disminución de los ingresos porque sus clientes gastan menos, entonces la proyección futura de su liquidez también será menor, lo que resultará en que sus acciones disminuirán de valor. Si muchas empresas experimentan este bajón en el valor de sus acciones, entonces el mercado de valores en conjunto también bajará.

- *Desempleo:*

Es importante analizar la situación laboral en la que se encuentra España y su evolución, puesto que de ahí dependerá también la capacidad de compra de los consumidores hacia los productos de la cooperativa que estamos tratando.

En el siguiente gráfico podemos ver la evolución del número de parados en España, desde el 2005 al 2010, según el Instituto Nacional de Estadística:

Evolución paro español



GRÁFICA 5. Fuente: Elaboración propia. Datos 2005 al 2010 del Instituto Nacional de Estadística

El desempleo aumentó drásticamente entre 2007 y 2010 en el Estado español por efecto de la crisis, acercando la situación de hombres y mujeres y profundizando las desigualdades de clase.

En los primeros años, vemos que la evolución del desempleo era constante, incluso disminuyendo hasta alcanzar en 2007, 1.833.900 parados.

En el año 2008, el del inicio de la crisis actual, el ladrillo suponía el 18% del PIB español, las industrias auxiliares de éste, el 21%, y el turismo, el 11%. El hundimiento del sector de la construcción de España tras el estallido de la burbuja inmobiliaria ha propiciado un aumento

del desempleo a una velocidad nunca vista antes. El récord trimestral se alcanzó en el primer cuarto de 2009 con 800.000 puestos de trabajo destruidos en sólo tres meses.

Para el 2011, los datos muestran una situación en alza. En el último trimestre, el paro aumenta en 295.300 personas y se sitúa en 5.273.600. Interanualmente la cifra total de desempleados se ha incrementado en 577.000.

La tasa de paro sube 1,33 puntos respecto al tercer trimestre del año y se sitúa en el 22,85%. Por su parte, la tasa de actividad se sitúa en el 59,94%.

La subida del desempleo afecta en mayor medida a los varones (166.100 parados más en este trimestre) que a las mujeres (129.200 más).

La tasa de paro masculina aumenta 1,42 puntos hasta el 22,46%, mientras que la femenina sube 1,22 puntos y se sitúa en el 23,32%. Se mantiene la composición del paro observada desde el año 2008, con relativamente poca distancia entre las tasas masculina y femenina y mayor número de hombres en paro que mujeres.

El desempleo baja en la Agricultura (42.300 parados menos) y en la Construcción (2.900). Por el contrario, crece en la Industria (29.100 más) y en los Servicios (124.500 más).

El desempleo por comunidades autónomas, los mayores incrementos se dan este trimestre en Comunidad de Madrid (50.300 parados más), Islas Baleares (36.900) y Cataluña (33.400). Por su parte, las comunidades con mayores incrementos interanuales del paro son Andalucía (121.100 parados más), Cataluña (88.700) y Comunidad de Madrid (81.300). País Vasco y Comunidad Foral de Navarra tienen tasas de paro inferiores al 14%. En el extremo opuesto, Canarias y Andalucía presentan tasas superiores al 30%.

La previsión para el 2012 a nivel mundial, según señala la Organización Internacional del Trabajo (OIT) en un informe sobre las tendencias del empleo, indica que el año 2012 se saldrá con tres millones de desempleados más en todo el mundo, hasta los 200 millones. Aunque si el crecimiento mundial cae por debajo del 2%, el total mundial de desempleados podría aumentar más rápidamente y superar los 204 millones ese mismo año.

Sin embargo, también afirma que si el escenario económico es finalmente más benigno e incluye una rápida solución a la crisis de deuda, las cifras mejorarían y en 2012 habría dos millones de parados más y no tres, aunque la tasa de desempleo mundial seguirá estancada en el 6%.

Por tanto, teniendo en cuenta la situación en la que nos encontramos, en la que el paro difícilmente se va a recuperar a corto plazo, podemos señalar ésta como una amenaza para la cooperativa, teniendo un efecto negativo en las ventas de vino de La Viña Coop.

- *Renta de los españoles:*

Por último, vamos a estudiar con más detalle la renta de los españoles y su nivel de vida actual.

La renta es un indicador comúnmente usado para estimar la riqueza económica de un país. Está positivamente correlacionada con la calidad de vida de los habitantes de un país. Esta información afecta a nuestra empresa en la medida en que las personas que tienden a demandar nuestros productos son las que disponen de un nivel económico medio-alto.

La siguiente gráfica muestra la renta media por hogar de las Comunidades Autónomas de España. Los datos han sido extraídos de la Encuesta de Condiciones de Vida del año 2010, realizada por el INE.

Renta media por hogar 2009 (€)	
Navarra	34.409
Comunidad de Madrid	30.468
País Vasco	30.456
Cataluña	27.834
Aragón	26.634
Cantabria	26.630
Principado de Asturias	26.285
Galicia	26.139
Islas Baleares	25.859
La Rioja	25.420
Comunidad Valenciana	24.982
Castilla y León	24.888
Castilla-La Mancha	23.356
Andalucía	22.754
Canarias	22.397
Región de Murcia	22.200
Extremadura	19.858

TABLA 3. Fuente: Elaboración propia. Encuesta de Condiciones de Vida del año 2010. INE.

El ingreso monetario medio neto anual de los hogares es de 26.033 euros, un 6% más que en 2006.

La comunidad con mayor renta media por hogar es la Comunidad Foral de Navarra (igual que en 2006), seguida por la Comunidad de Madrid. Cataluña se situaría en cuarta posición, detrás del País Vasco. Sin embargo, la Comunidad Valenciana tiene un valor de 24.982 euros, por debajo de la media de los ingresos medios anuales por hogar. Por otra parte, los menores ingresos corresponden a la Región de Murcia y Extremadura.

Esto podría afectar a la cooperativa, ya que la Comunidad Valenciana y Murcia, por estar cerca de la empresa, se encuentran por debajo de la media anual de los hogares, por lo que puede que se vea reducida las ventas, ya que los ciudadanos pueden ver nuestro producto como secundario.

Por otro lado, el gasto anual de los hogares en España en vino es de 1.336 millones de euros en 2010, valor que se ha incrementado en un 4,4% con respecto al año anterior, según datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares base 2006 del INE.

Como podemos ver en la siguiente tabla la evolución por comunidades autónomas:

Evolución gasto en vino en los hogares de España

	Gasto total (miles de euros)				
	2010	2009	2008	2007	2006
Total	1.336.142	1.279.630	1.316.514	1.309.970	1.238.400
Andalucía	209.001	169.225	180.882	167.367	159.927
Aragón	28.549	31.639	31.643	38.371	24.880
Principado de Asturias	52.344	46.935	35.124	34.560	36.357
Islas Baleares	38.758	42.111	49.668	40.000	43.816
Canarias	51.376	39.978	39.598	55.153	44.909
Cantabria	23.217	18.496	16.919	19.507	20.423
Castilla y León	68.244	75.003	61.454	71.913	63.943
Castilla - La Mancha	28.618	25.772	30.150	32.375	25.531
Cataluña	258.895	290.091	298.828	309.883	264.812
Comunidad Valenciana	119.539	121.428	112.923	114.443	119.170
Extremadura	15.970	13.396	15.846	13.027	14.440
Galicia	129.955	115.624	110.465	118.608	123.313
Comunidad de Madrid	151.873	137.124	155.862	141.264	155.062
Región de Murcia	24.929	23.390	20.240	20.681	21.658
Navarra	19.769	20.305	24.841	24.921	19.136
País Vasco	103.640	95.736	120.730	96.556	94.131
La Rioja	9.517	10.369	7.827	9.128	5.039
Ceuta y Melilla	1.949	3.008	3.514	2.213	1.855

TABLA 7. Fuente: Elaboración propia. Encuesta de Presupuestos Familiares base 2006 del INE.

La evolución del gasto en vino es favorable, aumenta con el paso del tiempo. Las comunidades autónomas que más venden estos productos en este último año, son Cataluña (19,38%), Andalucía (15,64%) y Madrid (11,37%). Como veremos posteriormente, estas comunidades son las que tienen mayor número de población.

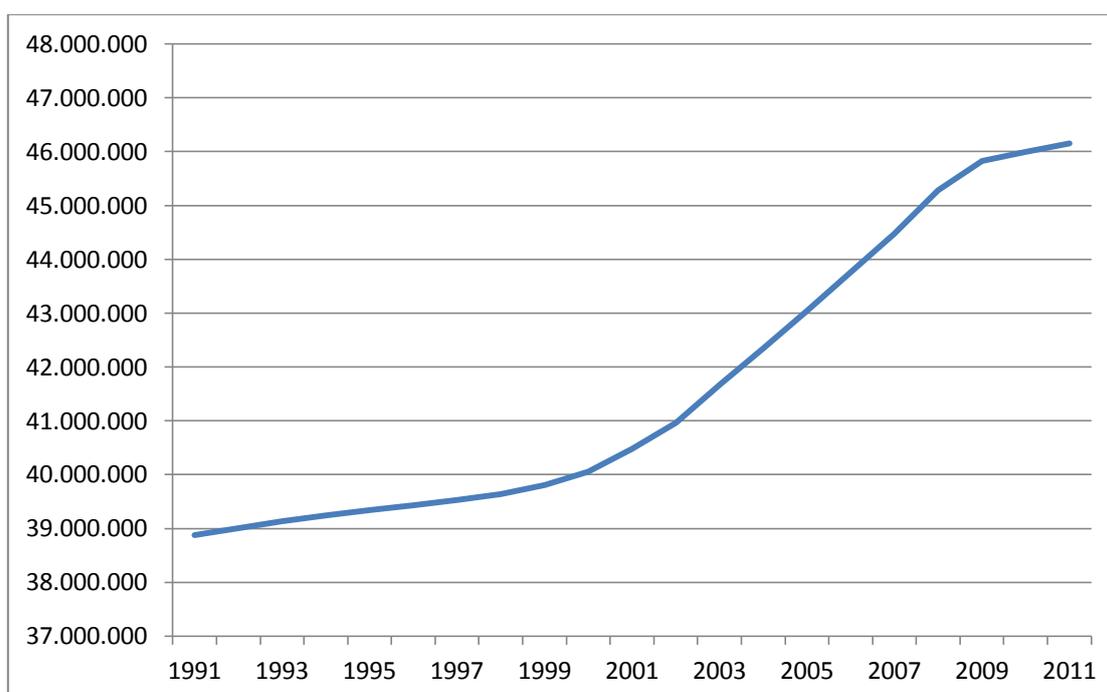
Un punto a favor de nuestra cooperativa, es el hecho de que la Comunidad Valenciana se sitúa en quinta posición (8,95%) en 2010. Una posición favorable respecto al gasto de los hogares en vino y a pesar de que el nivel de renta no supere la media de España, podemos decir que nuestra cooperativa se encuentra bien situada.

Siguiendo con el análisis del entorno, el siguiente factor a analizar es el **Sociocultural**:

- *Demografía:*

Un punto a analizar importante, es la evolución de la población española, puesto que representa la demanda del sector del vino.

Evolución población española

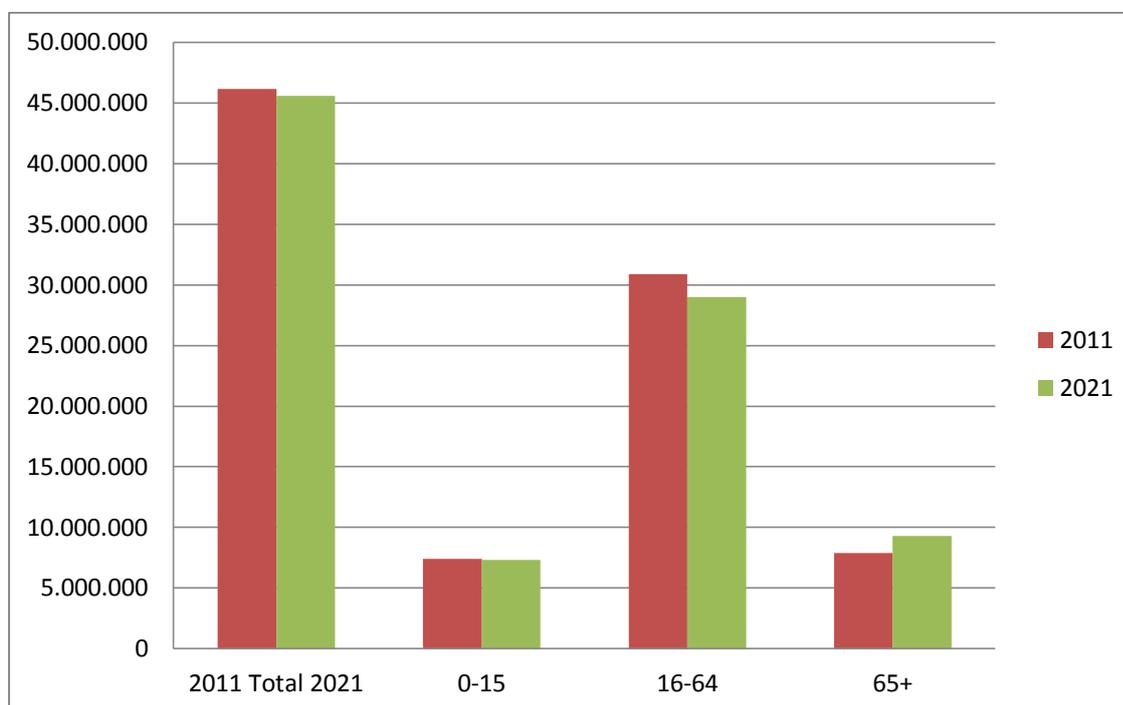


GRÁFICA 6. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

A la vista de la información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), observamos que el número de habitantes ha ido aumentando de año en año, sin embargo del 2008 al 2009 el aumento es de 1,2% mientras que el crecimiento entre 2009 – 2010 y 2010-2011 es de 0,35% (por igual en ambos años), apreciamos en términos porcentuales un crecimiento constante. Esta situación podría ser una amenaza, ya que el descenso del número de habitantes supondría una disminución, pero también habría que tener en cuenta que un estancamiento del crecimiento supondría que habría un mayor número de habitantes adultos con edad de consumir nuestro producto, por lo que también sería favorable.

Respecto a este tema, encontramos estimaciones de la población a corto plazo:

Estimación evolución de la población



GRÁFICA 7. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE.

Como podemos apreciar, España comenzaría a experimentar tasas de crecimiento demográfico ligeramente negativas a partir del 2020, esto significa que en caso de mantenerse las tendencias demográficas actuales, perdería más de medio millón de habitantes en los próximos 10 años, después de un periodo de intenso crecimiento poblacional.

Por otro lado, y a pesar del ligero decrecimiento en el número de habitantes, el envejecimiento poblacional determinaría un incremento del número de fallecimientos a lo largo de los próximos años.

Como vemos en el grafico, el tramo de edad comprendido entre los 16 y 64 años se reduciría y aumentaría el grupo de población con más de 65 años, estaríamos por tanto, ante un incremento intenso en los tramos más avanzados de la pirámide poblacional, como consecuencia del envejecimiento progresivo de la misma.

Esto en parte, sería favorable para las empresas, porque a más edad se consume más vino, pero el hecho de que el crecimiento de la población baje, reduciría el consumo de nuestro producto, lo que supondría una amenaza futura para la cooperativa.

- Sexo:

Si tenemos en cuenta el sexo de los clientes, en general, parece que los hombres consumen más vino que las mujeres. Sin embargo, los últimos datos publicados, las mujeres son las principales protagonistas de la tendencia en consumo del vino. Y esto no se le ha escapado a las bodegas que han optado por enfocarse y conocerla como consumidora, ya que en la mayoría de los casos, son las mujeres quienes realizan la compra del hogar.

Los datos siguientes extraídos del Instituto Nacional de Estadística (INE), muestran el total de mujeres en España por comunidades autónomas:

Total mujeres por Comunidades Autónomas

	Ambos sexos	Varones	Mujeres
TOTAL	47.021.031	23.226.185	23.794.846
Andalucía	8.370.975	4.144.856	4.226.119
Aragón	1.347.095	673.177	673.918
Principado de Asturias	1.084.341	520.402	563.939
Islas Baleares	1.106.049	555.204	550.845
Canarias	2.118.519	1.058.706	1.059.813
Cantabria	592.250	289.931	302.319
Castilla y León	2.559.515	1.268.860	1.290.655
Castilla - La mancha	2.098.373	1.059.149	1.039.224
Cataluña	7.512.381	3.724.515	3.787.866
Comunidad Valenciana	5.111.706	2.542.949	2.568.757
Extremadura	1.107.220	549.721	557.499
Galicia	2.797.653	1.350.547	1.447.106
Madrid	6.458.684	3.124.438	3.334.246
Murcia	1.461.979	738.627	723.352
Navarra	636.924	318.423	318.501
País Vasco	2.178.339	1.064.708	1.113.631
La Rioja	322.415	161.884	160.531

TABLA 5. Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos del INE

En 2010, existen en total, más mujeres que hombres, y este hecho se cumple también en la Comunidad Valenciana, principal mercado de nuestra empresa. Este punto es favorable para la empresa y tendrá que seguir poniendo especial atención hacia este protagonista que parece ser que va en aumento.

- *Actitud consumista:*

Este aspecto también resulta interesante, ya que nuestra empresa necesita conocer los hábitos de consumo de los habitantes, puesto que de ello dependerá el número de ventas.

Según estudios publicados por la Sociedad Española de Nutrición Comunitaria (SENC), si se tiene un consumo moderado de bebidas fermentadas, como el vino, la cerveza o el cava, disminuye el riesgo cardiovascular y protege de algunas enfermedades. Las bebidas fermentadas, en especial el vino y la cerveza, son una fuente importante de vitaminas, minerales y antioxidantes naturales. Sin embargo, el consumo abusivo de estas bebidas puede incrementar el riesgo de otras enfermedades y de accidentes.

Todo esto lo vemos reflejado en la siguiente tabla:

Pirámide de la alimentación saludable

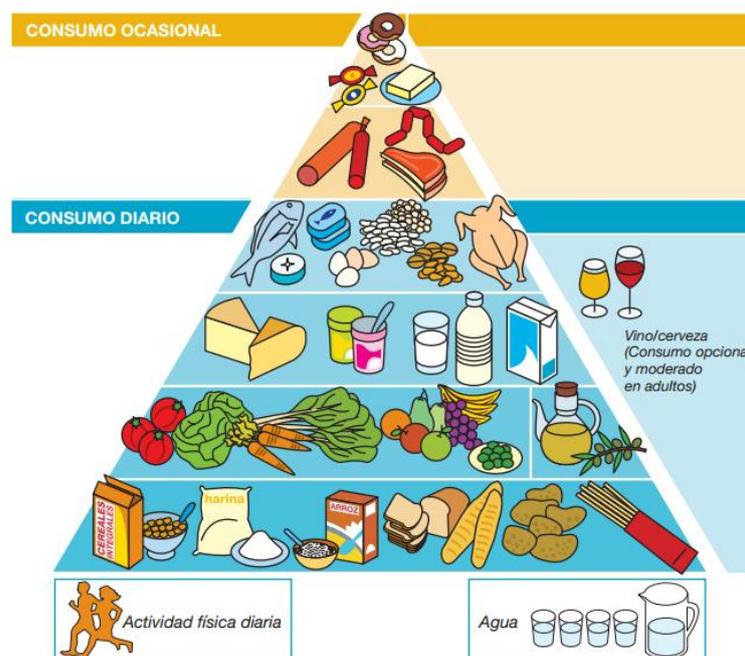


TABLA 6. Fuente: Guía de la Alimentación saludable editado por la Sociedad Española de Nutrición Comunitaria

Esta información la conoce la población, de ahí que en la actualidad, se consuma más vino en los hogares, no solo en bares y restaurantes. Las cooperativas acercan a los clientes, los frescos rosados y blancos, tintos de verano mediante el tapeo y, como ya se ha comentado anteriormente, otro progreso en el sector y, que hasta ahora estaba alejado, es el del segmento femenino, puesto que son mayoría a la hora de realizar la compra de la casa.

Por último, se estudiará como incide el factor **Tecnológico** a la hora de desarrollar la actividad de la empresa:

- *Avance tecnológico:*

El desarrollo de nuevas tecnologías o mejoramiento de las vigentes, comprende los más variados aspectos del proceso del vino y conlleva la participación de diferentes actores del ámbito tecnológico y productivo, y evidentemente que ha tenido un aumento considerable con el mayor conocimiento de los aspectos bioquímicos y biológicos que actúan en el proceso.

Hasta hace unos años se decía que había poca investigación de apoyo a la enología, lo cual se ha ido revirtiendo en los últimos años, en parte por el aumento considerable en la producción y comercialización, por una mayor apertura de la industria a la población y también por una disposición más proactiva de las empresas productoras hacia el sector tecnológico y científico.

El desarrollo que han tenido organizaciones internacionales como la Organización Internacional del Vino (O.I.V.) también ha significado un fuerte respaldo al aumento de la investigación y a la normalización de las prácticas enológicas.

- *Gasto en investigación:*

España ocupó la decimoséptima posición del ranking de gasto en I+D de la Unión Europea en 2009, por debajo de países como Estonia, República Checa y Portugal y, muy por detrás de la media de la Unión Europea, según los datos de la oficina estadística de la Comisión Europea (Eurostat) recogidos por Instituto de Estudios Económicos (IEE).

En concreto, el ratio de gasto total en I+D de España en relación con el PIB se situó en 2009 en el 1,38%, ligeramente por encima del 1,35% del año anterior, frente al 2,01% de la media

de la Unión Europea. En el año 2010, las actividades de I+D se financiaron principalmente por la Administración Pública (un 46,6%) y el sector privado (un 42,9%) según datos del INE.

Entre los países europeos mejor situados destacaron los países escandinavos, con porcentajes por encima del 3% del PIB. En concreto, Finlandia, con un 3,96%, se situó en primer lugar por delante de Suecia, con un 3,6%, de Dinamarca, con un 3,02%, de Alemania, con un 2,82%, y de Austria, con un 2,75%.

Por el contrario, Chipre y Letonia, ambas con un 0,46%, y Eslovaquia y Rumanía, con un 0,48% cada una, se posicionaron en los últimos puestos del ranking.

El gasto público en I+D en España disminuyó ligeramente en el presupuesto de 2010 pero en 2011 se ha protegido esta partida en comparación con el resto de gastos. Para 2020, España se ha marcado como objetivo invertir el 3% del PIB en I+D, que "es alcanzable pero requiere un incremento de la tasa media de crecimiento anual, sobre todo por parte de las empresas". Es necesario para ello, una mayor internacionalización e interconexión del sistema español de I+D, ya que en la actualidad "los investigadores y las empresas españolas tienen todavía una posición marginal en las redes de cooperación de Europa".

- *Comercio electrónico:*

Internet se ha convertido en una herramienta básica para la comunicación con clientes o proveedores, de ahí que la mayoría de las empresas es necesario que dispongan de una página web. El contenido de su página es importante, debe incluir sobretodo, información general de la empresa, catálogo de productos y servicios y, localización de la empresa. Así, además de ofertar un producto final de calidad, ofrece otros servicios de valor añadido que ante la elección entre productos similares permitan fidelizar a los clientes actuales o atraer a futuros clientes.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

4.1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN PATRIMONIAL

A continuación, se observa el balance de situación de la cooperativa La Viña, desde el 2005 al 2010, agrupado en distintas partidas tanto para el Activo como el Pasivo (ver anexo 3):

ACTIVO

	2010	%	2009	%	2008	%
Activo no Corriente	7.105.667	56,69	7.793.021	58,23	8.526.495	60,07
Existencias	1.865.623	14,88	2.278.311	17,02	2.299.826	16,20
Realizable	3.485.078	27,80	2.971.037	22,20	3.243.602	22,85
Disponible	78.619	0,63	340.105	2,54	123.371	0,87
TOTAL	12.534.988	100%	13.382.474	100%	14.193.294	100%

	2007	%	2006	%	2005	%
Activo no Corriente	8.429.853	61,40	7.793.021	58,23	8.526.495	60,07
Existencias	2.557.598	18,63	2.278.311	17,02	2.299.826	16,20
Realizable	2.357.217	17,17	2.971.037	22,20	3.243.602	22,85
Disponible	385.431	2,81	340.105	2,54	123.371	0,87
TOTAL	13.730.099	100%	12.578.233	100%	12.883.391	100%

TABLA 7. Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas de la cooperativa extraídas de la Base de Datos SABI.

PASIVO

	2010	%	2009	%	2008	%
Patrimonio Neto	7.042.875	56,19	7.151.143	53,44	6.956.011	49,01
Pasivo no Corriente	1.994.528	15,91	1.484.950	11,10	2.057.097	14,49
Pasivo Corriente	3.497.585	27,90	4.746.381	35,47	5.180.186	36,50
TOTAL	12.534.988	100%	13.382.474	100%	14.193.294	100%

	2007	%	2006	%	2005	%
Patrimonio Neto	5.594.425	40,75	5.185.303	41,22	4.718.085	36,62
Pasivo no Corriente	1.990.483	14,50	1.585.910	12,61	2.079.180	16,14
Pasivo Corriente	6.145.191	44,76	5.807.019	46,17	6.086.126	47,24
TOTAL	13.730.099	100%	12.578.233	100%	12.883.391	100%

TABLA 8. Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas de la cooperativa extraídas de la Base de Datos SABI.

Una vez hemos ordenado el balance de situación y calculado sus porcentajes, podemos comenzar a examinar el balance de La Viña Coop. Valenciana, expresado en euros, correspondiente a los ejercicios del 2005 al 2010.

Desde una visión económico-financiera, se puede decir que la inversión total de esta empresa ascendía para los primeros años que estamos analizando a 12 millones de euros, los años 2007 y 2008 ascendía a 14 millones, en tanto que el volumen de inversiones realizadas en 2009 y 2010 disminuyó de nuevo hasta alcanzar los 12 millones de euros. La financiación de que dispone la compañía para estos años, equivale al importe de las inversiones totales.

En los cinco años que estamos estudiando, la masa del activo predominante es el Activo No Corriente, prácticamente representa el 60% mientras que en el 2010 disminuye al 56%,

debido a una ligera disminución del inmovilizado intangible (aplicaciones informáticas) y del inmovilizado material (terrenos e instalaciones técnicas).

Dentro del Activo Corriente, la masa patrimonial más significativa de los cinco años es el Realizable, seguido de las Existencias.

El peso que el realizable tiene dentro del activo corriente debería obligar a la empresa a poner atención a los plazos de cobro de sus deudores, pues es con diferencia la mayor partida dentro de esta masa patrimonial.

Las existencias se encuentran en segundo lugar dentro del activo corriente, por la actividad a la que se dedica la empresa, aunque han ido disminuyendo a lo largo de estos años desde el 2005.

En cuanto al Disponible, ha tenido en 2010 una disminución pero sigue representando un porcentaje muy pequeño sobre el Activo total.

Con los datos del Pasivo, observamos que la empresa se ha ido capitalizando en estos últimos años, ya que desde el 2008 la partida del Pasivo No Corriente supera el 50%. Los años anteriores, dicha partida era menor debido a que la empresa arrastraba resultados negativos de años anteriores, mientras que en 2008 se va recuperando, como podemos ver aumentan las partidas de capital y reservas. Sin embargo, durante el 2010 vemos una situación distinta, la empresa sigue capitalizándose pero disminuye el valor del patrimonio neto debido a una ligera disminución del capital y una nueva partida con valor en activos financieros disponibles para la venta.

Tras el Patrimonio Neto resaltar el Pasivo Corriente, ya que alcanza un porcentaje alrededor del 45% en los primeros años, destacando sobre el total del Pasivo, pero que ha ido disminuyendo en estos tres últimos años quedando en segundo lugar. Este descenso se debe a que la partida de deudas a corto plazo con entidades de crédito ha ido disminuyendo mientras que se ha mantenido la de acreedores comerciales y otras cuentas a pagar con respecto a otros años.

Del Pasivo No Corriente destacar que no ha habido provisiones a largo plazo y la partida de deudas a largo plazo no ha sufrido grandes variaciones a lo largo de estos años pero es la partida con mayor valor.

Por todo lo dicho, esta empresa goza de independencia financiera puesto que sus recursos propios son elevados y no necesita aumentar su endeudamiento.

En este punto del análisis, podemos prever que la compañía no tiene problemas de liquidez, en tanto que, desde 2007 su Activo Circulante es mayor que su Exigible a c/p.

Fondo de Maniobra

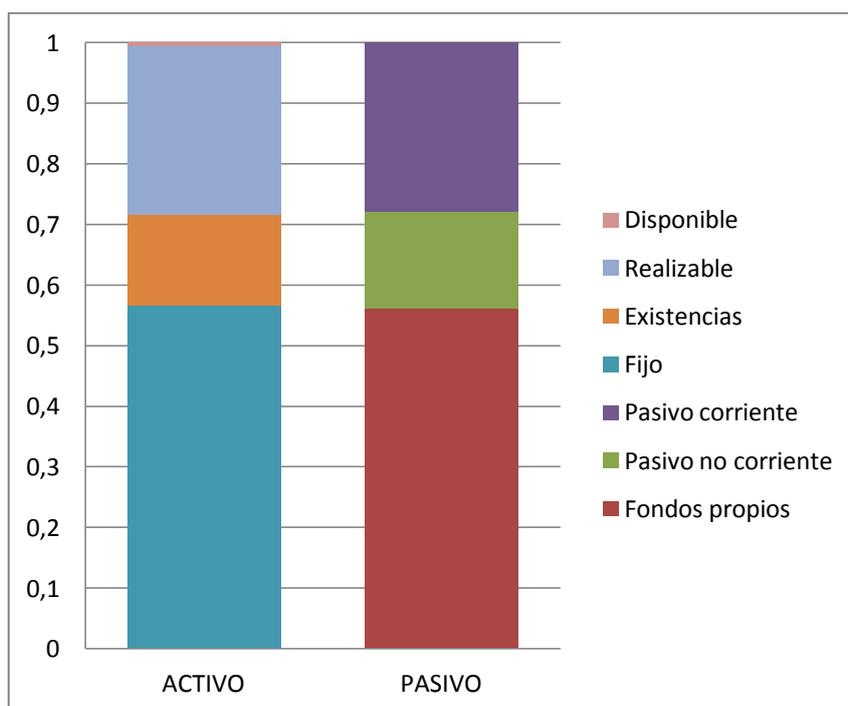
	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Fondo de Maniobra	1.931.736	843.072	486.613	-844.945	-1.112.042	-1.439.893

TABLA 9. Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas.

El FM es positivo porque la empresa puede hacer frente a las deudas más inmediatas, es decir que su Activo Corriente es superior a su Pasivo Corriente. Aparece una evolución positiva, pues el FM en 2010 es superior, como consecuencia del aumento del Activo Corriente y la disminución del Pasivo Corriente. Existe equilibrio económico-financiero.

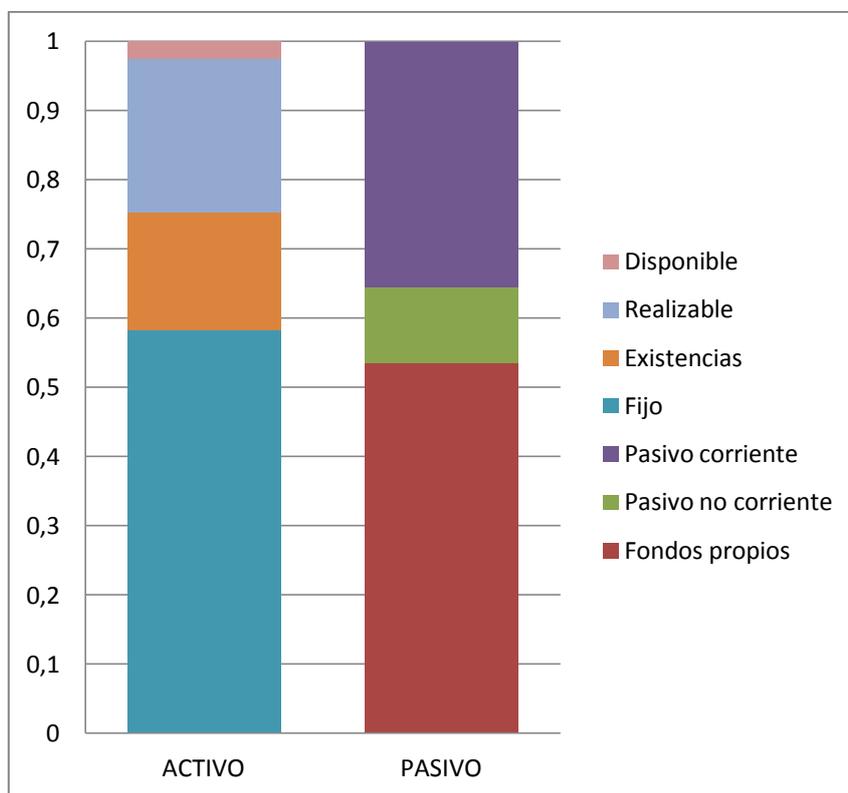
Gráficamente podemos apreciarlo mejor, tanto para el 2010 como para el 2009:

Estructura del Balance 2010



GRÁFICA 8. Fuente: Elaboración propia

Estructura del Balance 2009



GRÁFICA 9. Fuente: Elaboración propia

Si observamos los gráficos, podemos obtener las mismas conclusiones empleando una serie de principios orientativos de tipo general (método empleado en el libro de Oriol Amat, “análisis económico-financiero” editorial Gestion 2000):

1. El activo corriente ha de ser mayor, si es posible casi el doble, que el pasivo corriente. Esto es preciso para que la empresa no tenga problemas de liquidez: Como podemos ver, tanto en 2010 como en 2009 se da esta situación, llegando a casi el doble en el último año. En principio podemos afirmar que la empresa no tiene problemas de liquidez y puede atender sus pagos.
2. El realizable más el disponible han de igualar, aproximadamente, al pasivo corriente. Con este principio se matiza el anterior: En 2009, observamos que esta situación no se cumple, realizable y disponible son menores que el pasivo corriente por lo que puede que la empresa tuviera problemas para atender los pagos. Sin embargo, en

2010 observamos que mejora considerablemente esta situación y sí que se cumple el principio. La empresa aplicaría medidas para reducir las deudas a corto plazo, como por ejemplo, reconvertir la deuda a corto plazo en largo plazo. Como podemos ver, en 2009 la deuda a corto plazo con entidades de crédito tenía un valor de 2.529.090 € y en 2010 disminuye hasta los 987.865 € mientras que las deudas a largo plazo en 2009 son de 1.162.491 € y aumentan en 2010 hasta 1.718.672 €. Podemos afirmar que la empresa no tendrá problemas de liquidez.

3. Los fondos propios han de ascender al 40% o 50% del total del patrimonio neto más pasivo: como vemos en los gráficos, en ambos años se da esta situación, esto significa que la empresa se encuentra suficientemente capitalizada y su endeudamiento no es excesivo.

A nivel general, estos balances son los que han de procurar tener toda empresa industrial, elevada inversión en activo no corriente y la posibilidad de acceder a la financiación a largo plazo.

4.2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ

Para diagnosticar la situación de liquidez de la empresa con mayor precisión, además de lo comentado anteriormente, se pueden utilizar los siguientes ratios:

Ratios de liquidez

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Ratio de Liquidez	1,552	1,178	1,094	0,863	0,809	0,763
Ratio de Tesorería	1,019	0,698	0,650	0,446	0,440	0,493
Ratio de Disponibilidad	0,022	0,072	0,024	0,063	0,029	0,049
Ratio de FM/Activo	0,154	0,063	0,034	-0,062	-0,088	-0,112
Ratio de FM/Deudas a CP	0,552	0,178	0,094	-0,137	-0,191	-0,237

TABLA 10. Fuente: Elaboración propia

El ratio de liquidez nos indica la capacidad de la empresa para hacer frente a las deudas a corto plazo con su activo corriente. En nuestro caso la empresa presenta desde el 2005 hasta el 2009, problemas de liquidez porque el ratio es inferior a 1,5. Por tanto debería tener en cuenta la posible morosidad que se puede producir en la clientela.

La situación de liquidez mejora, pues en 2010 el ratio es correcto (entre 1,5 y 2).

El ratio de tesorería tiene que tener un valor en torno al 1 para no tener problemas de liquidez, y esta situación la observamos en 2010. Mejora la evolución del ratio de tesorería desde el 2005 ya que anteriormente el valor del ratio era la mitad de 1.

El valor del ratio de disponibilidad en todos los años es inferior a 0,3 por lo que es probable que existan problemas para atender pagos.

Entendemos por Fondo de Maniobra o capital circulante el exceso de activo circulante sobre pasivo circulante, coincidiendo a estos efectos el pasivo circulante con la financiación ajena a corto plazo.

Entre el 2005 y el 2007, el Fondo de Maniobra presenta valores negativos. Evolución positiva del Fondo de Maniobra en los años siguientes, llegando a alcanzar en 2010 el 15,4% sobre el total del activo y siendo éste holgado. Este aumento se debe a que el Fondo de Maniobra en proporción aumenta más que el Activo.

El segundo ratio referente al Fondo de Maniobra nos muestra la capacidad de la empresa para volver a hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Sigue la misma tónica que el ratio anterior, evolución positiva y valor muy superior en el 2010. A consecuencia del aumento del FM y la disminución del exigible a c/p.

Como ya preveíamos en el análisis del balance esta cooperativa no presenta problemas de liquidez en 2010. La evolución ha sido muy positiva desde el 2005. Recomendamos que se estudien los plazos de cobro de los deudores (realizable) para adoptar medidas correctoras si fuera necesario, y que se considere la posibilidad de reconvertir deuda a corto plazo en deuda a largo plazo.

También sería conveniente que la empresa intentase aumentar los medios líquidos de Tesorería.

4.3. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE ENDEUDAMIENTO

Los ratios de endeudamiento se utilizan para diagnosticar sobre la cantidad y la calidad de la deuda que tiene la empresa, así como para comprobar hasta qué punto se obtiene el beneficio suficiente para soportar la carga financiera correspondiente.

Ratios de endeudamiento

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Ratio Endeudamiento	0,438	0,466	0,510	0,593	0,588	0,634
Ratio Autonomía	1,282	1,148	0,961	0,688	0,701	0,578
Ratio Solvencia	2,282	2,148	1,961	1,688	1,701	1,578

TABLA 11. Fuente: elaboración propia.

El ratio de endeudamiento representa el valor de recursos financieros que provienen de terceros con respecto al total de recursos financieros.

El valor óptimo de este ratio se sitúa entre 0,4 y 0,6. En caso de ser superior a 0,6 indica que el volumen de deudas es excesivo y la empresa está perdiendo autonomía financiera frente a terceros o, lo que es lo mismo, se está descapitalizando y funcionando con una estructura financiera más arriesgada. Si es inferior a 0,4 puede ocurrir que la empresa tenga un exceso de fondos propios. En nuestro caso, la empresa se encuentra dentro del rango óptimo todos los años salvo en 2005, que lo supera ligeramente. Cabe señalar el ligero aumento del patrimonio neto a lo largo de los 5 años, de ahí que haya disminuido el valor del ratio.

El ratio de autonomía representa el peso de los recursos propios respecto del total de los recursos financieros y el valor óptimo oscila entre 0,7 y 1,5, de acuerdo con las proporciones propuestas para el ratio de endeudamiento. En nuestro caso, como el ratio de endeudamiento está disminuyendo desde el 2007, el ratio de autonomía tiende a ser

superior a éste y prácticamente está entorno a 1 todos los años, por lo que nos explican los ratios que la empresa tiende a mejorar su autonomía frente a terceros.

La evolución del ratio de solvencia, al igual que el de autonomía, es inversa al del endeudamiento. Los valores de solvencia van aumentando desde el 2007, y tienden a ser elevados. Este ratio compara los activos totales que tiene la empresa con respecto a sus deudas con terceros. De ser menor que uno, representaría una situación de quiebra para la empresa, pero que en nuestro caso no es así. La traducción de este ratio en 2010, es que por cada unidad monetaria que hay que pagar, la empresa tiene activos por valor contable de 2,282.

Para saber el tipo de deuda que predomina en la empresa, relacionamos el pasivo corriente con el total de la deuda en el siguiente ratio:

Ratio de calidad de la deuda

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Ratio de Calidad de la Deuda	0,637	0,762	0,716	0,755	0,785	0,745

TABLA 12. Fuente: elaboración propia

Cuanto menor sea el valor de este ratio, significa que la deuda es de mejor calidad en lo que al plazo se refiere y, cuando su resultado es 1, indica que toda la deuda es a corto plazo, es decir, la empresa carece de deudas a largo plazo. En nuestro caso, desde el 2005 el valor del ratio es inferior a 1 pero es bastante elevado, con esto entendemos que la deuda predominante es a corto plazo y con los siguientes análisis veremos si es bueno o no. Señalar que el último año, 2010, disminuye el ratio por lo que podemos decir que la deuda está casi por igual tanto a largo como a corto plazo.

En principio, no podemos decir que este tipo de endeudamiento no sea el adecuado, puesto que la empresa no tiene problemas de liquidez en 2006, pero como ya hemos comentado, la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo puede verse afectada por la rotación del realizable.

Otro de los componentes del análisis del endeudamiento que resulta de especial interés es la carga financiera. Para ello recurrimos al cálculo de los siguientes ratios:

Análisis de la carga financiera

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Ratio de Gastos Financieros sobre Ventas	0,008	0,019	0,026	0,025	0,015	0,016
Ratio Coste de la Deuda	0,030	0,031	0,057	0,044	0,032	0,028
Cobertura de Gastos Financieros	1,228	0,246	0,079	0,124	0,079	0,470

TABLA 13. Fuente: elaboración propia.

El primero de ellos determina el peso que los gastos financieros tienen sobre el importe de las ventas. Cuando el ratio es superior a 0,025 indica que los gastos financieros son excesivos, este valor podemos apreciarlo en 2008, año en el cual los gastos aumentaron de forma notable respecto al año anterior (28%), aunque las ventas también pero en menor porcentaje (27%), pero esto no influye ya que en la evolución de los cinco años los gastos financieros no son excesivos en relación a la cifra de ventas.

Antes de empezar con el análisis del resultado del ratio de coste de la deuda (relación entre gastos financieros y deuda con coste), tenemos que explicar que asumimos como pasivo con coste a las deudas con entidades de crédito y a las deudas con empresa del grupo y asociadas a corto plazo.

Como hemos comentado en el anterior ratio, en 2008 apreciamos un aumento del valor del ratio debido al aumento de los gastos financieros, mientras que en años anteriores y posteriores el ratio disminuye, con lo que caen los gastos financieros que tiene que soportar la empresa.

Finalmente, la cobertura de los gastos financieros es el ratio que divide el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) por los gastos financieros y, lo que interesa es que el valor obtenido sea lo más alto posible.

En 2005, aparece un valor muy bajo ya que se produce una disminución de las ventas de forma considerable, con lo que en conjunto el valor del BAII es negativo. En 2008 también se aprecia un valor bajo, porque disminuye de nuevo el BAII debido a un aumento de los aprovisionamientos y del gasto del personal. En los últimos años, vemos una ligera mejora.

4.4. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

A continuación, se procede a analizar los beneficios que genera la empresa y su variación desde el 2005 al 2010 (ver anexo 4):

Cuenta de pérdidas y ganancias

	2.010	%	2.009	%	2008	%	2007	%	2006	%	2005	%
Ventas	9.899.845	100	8.876.301	100	9.920.166	100	7.852.585	100	7.447.894	100	7.872.719	100
- Coste de Ventas	-		-		-		-		-		-	
	7.633.237	77,10	6.523.945	73,50	7.586.194	76,47	5.817.345	74,08	5.603.745	75,24	6.080.099	77,23
Margen Bruto	2.266.608	22,90	2.352.356	26,50	2.333.972	23,53	2.035.240	25,92	1.844.149	24,76	1.792.620	22,77
- Gastos generales	-		-		-		-		-		-	
	1.337.050	13,51	1.484.631	16,73	1.497.852	15,10	1.268.818	16,16	1.108.648	14,89	1.057.544	13,43
- Amortización	-829.206	8,38	-825.465	9,30	-816.058	8,23	-741.927	9,45	-744.412	9,99	-676.193	8,59
Beneficio Antes Int. e Imp.	100.352	1,01	42.260	0,48	20.062	0,20	24.495	0,31	-8.911	0,12	58.883	0,75
+ Ingresos financieros	124.654	1,26	135.102	1,52	337.783	3,41	102.261	1,30	82.867	1,11	64.410	0,82
- Gastos financieros	-82.909	0,84	-172.020	1,94	-253.045	2,55	-198.073	2,52	-113.350	1,52	-125.406	1,59
Beneficio Antes Impuestos	142.097	1,44	5.342	0,06	104.800	1,06	-71.317	0,91	-39.394	0,53	-2.113	0,03
- Impuesto sobre beneficios	-19.305	0,20	-0	0,00	-8.809	0,09	-25.865	0,33	-18.028	0,24	-18.921	0,24
Beneficio Neto	122.792	1,24	5.342	0,06	95.991	0,97	-97.182	-1,24	-57.422	-0,77	-21.034	-0,27

TABLA 14. Fuente: elaboración propia datos Coop. La Viña.

Empezando por el final, el beneficio neto en 2010 aumenta considerablemente. En términos porcentuales con las ventas en 2010 tiene un 1,24%, en 2009 un 0,06%, en 2008 un 0,97%, mientras que en años anteriores valores negativos. Estos porcentajes nos dan una información objetiva. El porcentaje de ventas ha sufrido variaciones a lo largo de todo este tiempo de ahí que la empresa haya tenido que variar su gestión para obtener más beneficios por unidad vendida.

Las pérdidas entre el 2005 y el 2007 se deben a un valor de ventas no suficiente para hacer frente a todos los gastos, siendo el 2006 el año con peores cifras. También, hay que añadir que los gastos financieros son mucho menores a los ingresos financieros, pero esto mejora con el paso de los años, ya que a partir del 2008, mientras que los gastos financieros disminuyen, los ingresos financieros alcanzan el 3,41%. Aumento de las ventas en estos años, mientras que el resto de los costes consiguen mantenerse.

En cuanto a la evolución de los costes, observamos que en este último año la empresa ha mejorado este aspecto, puesto que han aumentado los costes variables del 73,50% (en 2009) al 77,10% de las ventas (en 2010) y han disminuido los costes fijos del 26,03% al 21,89% de las ventas. Por tanto, podemos decir que la estructura de nuestra cooperativa ha pasado a ser más flexible de lo que anteriormente era.

4.5. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA

El análisis de la rentabilidad permite relacionar lo que se genera a través de la cuenta de pérdidas y ganancias con lo que se precisa, de activos y fondos propios, por ejemplo, para poder desarrollar la actividad empresarial.

Los principales ratios que se analizarán dependen de cuatro variables: activo, fondos propios, ventas y beneficio. A través de estas cuatro variables, se pueden obtener los ratios de rendimiento, rentabilidad, margen, apalancamiento y rotación.

A través del análisis de la rentabilidad económica podemos conocer los factores que inciden en la productividad del activo. Para ello calculamos los siguientes ratios:

Rentabilidad económica

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Rendimiento (BAlI/Activo)	0,008	0,003	0,001	0,025	0,017	0,026
Rotación del activo (Ventas/Activo)	0,790	0,663	0,699	0,572	0,592	0,611
Margen de Ventas (BAlI/Ventas)	0,010	0,005	0,002	0,043	0,028	0,042
Coste de la Deuda	0,030	0,031	0,057	0,044	0,032	0,028

TABLA 15. Fuente: elaboración propia.

Desde esta perspectiva, se afirmaría que la rentabilidad económica de la empresa es del 0,8% en 2010, 0,3% en 2009, 0,1% en 2008 y alcanzando valores más altos en años anteriores (donde el BAlI obtenía valores mucho más superiores que ahora). En estos últimos años, se ha producido un aumento considerable, tras la importante caída en 2008 del BAlI (producido por el aumento de los gastos de aprovisionamientos y gastos del personal, y por la disminución de otros ingresos de explotación con respecto a otros años) aunque en general son valores reducidos. Consecuencia ésta de un aumento del BAlI y una disminución del Activo.

Atendiendo a la descomposición, observamos que ambos ratios han aumentado desde el 2008:

- la rotación ha aumentado por la disminución del Activo que ha sido mayor que la disminución de las ventas, ya que éstas disminuyeron en 2009 pero aumentaron de nuevo en 2010 prácticamente igual que en 2008.

- el aumento del margen de ventas se ha producido porque el BAlI se ha más que duplicado en el último año y las ventas han aumentado pero en menor cuantía. Esto se debe a que la empresa ha conseguido reducir los costes fijos de forma considerable.

Parece que la empresa opta por una política basada en la Rotación, es decir, la empresa intenta conseguir una cifra de ventas elevada aunque el margen de ventas por unidad sea bajo.

Desde un punto de vista analítico y comparando con los datos de la propia empresa, la rentabilidad económica del 2010 (0,8%) no es aceptable porque es inferior al coste de la deuda (3%), es decir, la productividad de los activos es menor de lo que cuesta financiarlos. Ocurre lo mismo en años anteriores, la rentabilidad del 2009 es de 0,3%, inferior al coste de la deuda de ese mismo año (3,1%). La empresa tendrá que mejorar esta situación, para alcanzar valores de años anteriores, como por ejemplo, vender más y reducir el activo o ajustar el precio y vender el máximo número de productos, entre otros.

4.6. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA

Rentabilidad financiera

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Rentabilidad Financiera (B°Neto/PN)	0,017	0,001	0,014	0,039	0,031	0,053
Rotación del activo (Ventas/Activo)	0,790	0,663	0,699	0,572	0,592	0,611
Margen de Ventas (BAII/Ventas)	0,010	0,005	0,002	0,043	0,028	0,042
Apalancamiento	2,520	0,237	10,659	1,761	2,073	2,229
A/PN	1,780	1,871	2,040	2,454	2,426	2,731
BAI/BAII	1,416	0,126	5,224	0,717	0,854	0,816
Efecto Fiscal (B° Neto/BAI)	0,864	1,00	0,916	0,894	0,899	0,930

TABLA 16. Fuente: elaboración propia.

En 2010, se ha producido un importante aumento de la rentabilidad financiera, alcanzando el 1,7%, a consecuencia del aumento del beneficio neto y la disminución del patrimonio neto.

La rentabilidad de la empresa debe compararse con el coste de oportunidad y debe ser por lo menos igual o superior a este último. La rentabilidad financiera mide la rentabilidad de los accionistas, y para medir su coste de oportunidad se supone que estos se basaran en un

perfil más conservador y por tanto, se comparará la rentabilidad financiera de la empresa con valores de renta fija que se están ofreciendo en el mercado. La renta fija se encuentra alrededor del 2,51% según datos del Banco de España. Si comparamos este dato con la rentabilidad que acabamos de obtener de la empresa, podemos observar que es menor, por lo que no cumpliría las expectativas de los socios (no obtendrían beneficios) aunque del 2005 al 2007 sí que superaba a éste valor, por lo que la empresa puede que no esté pasando por un buen momento pero podrá volver a alcanzar los valores de años anteriores.

El apalancamiento financiero ha aumentado de forma considerable. Si analizamos los componentes que forman el apalancamiento, en el último año vemos que el primer termino, A/PN, ha disminuido levemente, debido a la disminución tanto del activo como del patrimonio neto. El segundo termino, BAI/BAII ha sufrido un aumento importante provocado por un aumento del BAI mucho mayor que el aumento del BAII. Sin embargo, en 2009 éste último obtiene un valor positivo pero mucho menor, debido a que el BAI se reduce de forma considerable. Si observamos la cuenta de pérdidas y ganancias, vemos que el resultado financiero es negativo, de ahí que se reduzca tanto el BAI.

El apalancamiento es superior a uno en los años analizados, salvo en 2009, lo que significa que el uso de la deuda mejora dicha rentabilidad, pues el rendimiento que obtiene de ese endeudamiento es superior a su coste. No obstante, como ya hemos comentado anteriormente debería vigilarse el tipo y la cantidad de endeudamiento de la misma, pues el crecimiento de las deudas a c/p, pese a un adecuado rendimiento de ésta, puede significar problemas para hacer frente a los pagos futuros que supondrá.

En cuanto al efecto fiscal, vemos que al resultado antes de impuestos se le resta el importe del impuesto de sociedades, disminuyendo así el resultado del ejercicio.

5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA

5.1. DEFINICIÓN DE OBJETIVOS Y METODOLOGÍA EMPLEADA

La necesidad de valorar las empresas es cada día más necesaria debido fundamentalmente al aumento de fusiones y adquisiciones de los últimos años. Se puede definir la valoración de la empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada. La medición de estos elementos no es sencilla, implicando numerosas dificultades técnicas.

Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido el valor definitivo. Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto su precio. El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. La valoración será una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

La finalidad del presente apartado es realizar un estudio del valor de nuestra empresa, La Viña Cooperativa, ante posibles decisiones internas y externas:

- Conocer la situación del patrimonio.
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer las políticas de dividendos.
- Estudiar la capacidad de deuda.
- Reestructuración de capital.
- Indicar el valor de la empresa ante posibles operaciones de compraventa.
- Si la cooperativa tuviera la oportunidad de salir a Bolsa, poder determinar el precio de salida de las acciones.

- Planificación estratégica: decidir qué productos, líneas de negocios, clientes, países... mantener, potenciar o abandonar. Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación o destrucción de valor.
- Determinar el valor de la empresa ante futuros problemas con los socios, separación por conflictos entre ellos o mejores oportunidades de negocio.
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de una empresa es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, absorber y/o ser absorbida, comprar otras empresas, etc.

La metodología que se empleará para realizar la valoración de La Viña Cooperativa, consta de dos métodos de valoración, el “Método del descuento de flujos de caja” (DFC) y el “Método de valoración por múltiplos de comparación”.

Autores como Baker y Ruback (1999), y Kaplan y Ruback (1995,1996) señalan incluso que la combinación del Método del descuento de flujos de caja junto con los múltiplos de valoración permite obtener resultados más satisfactorios en la valoración de empresas que la aplicación aislada del modelo de descuento de flujos. Este es precisamente lo que reflejará el presente trabajo.

5.2. MÉTODO DEL DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

El análisis mediante el descuento de flujos de caja (DFC) es un elemento clave de cualquier curso de valoración. Este método determina el valor de cualquier activo, como el valor descontado de una serie de flujos de dinero previstos que dicho activo generará en el futuro, descontados a una tasa apropiada, en función del riesgo asociado a dichos flujos. Normalmente suele realizarse una proyección detallada de los flujos de dinero generados durante un período de tiempo denominado horizonte de la inversión u horizonte temporal. Al final del mismo, se determina el valor terminal de la inversión, que es descontado también hasta el momento inicial, como si de un flujo más se tratase. Es el método de valoración más extendido en la práctica profesional.

La formulación simplificada de este método puede expresarse como el sumatorio de los flujos de caja actualizados del periodo de previsión explícito más el valor residual también actualizado:

$$\text{Valor} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1+\text{TD})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+\text{TD})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n + \text{VR}_n}{(1+\text{TD})^n}$$

FCFF = Flujo de Caja Libre para la Empresa **TD** = Tasa de Descuento **VR** = Valor Residual.

Así, el método consta de cuatro elementos básicos:

- Horizonte temporal (n),
- Tasa de Descuento (TD),
- Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCFF),
- Valor Residual (VT) o Terminal.

Para la aplicación de este método, es conveniente seguir una serie de pasos, que a continuación detallamos, explicando cada uno de sus componentes básicos:

- 1.- Estimación del horizonte temporal.
- 2.- Estimación de la tasa de descuento.
- 3.- Estimación de los flujos de caja libres.
- 4.- Estimación del valor residual.
- 5.- Estimación del valor de la empresa.

5.2.1. ESTIMACIÓN DEL HORIZONTE TEMPORAL

Es la estimación sobre la vida que tendrá el proyecto, esto es, el tiempo durante el cual estará absorbiendo o generando fondos. Esta duración no se conocerá con certeza hasta que no finalice el proyecto, por lo cual se basará en estimaciones.

Para poder realizar la valoración de empresa con el método de descuento de flujo de caja libre, se debe tener en cuenta lo que sucede en el entorno económico y sectorial, es decir que la empresa no es una isla, y no es ajena a las tendencias del mercado. Por ello las hipótesis para realizar las proyecciones financieras deben ser realistas, no olvidemos que las empresas maduras en sectores maduros muestran niveles de crecimiento mínimos. En nuestro caso, la cooperativa es una empresa madura, ya que lleva en funcionamiento desde

1944 y, ha ido creciendo tanto en producción como en socios. Sin embargo, los últimos datos económicos muestran que la empresa esta notando la crisis económica actual, por lo que se considera oportuno utilizar un horizonte temporal de 10 años con el objetivo de tener en cuenta el periodo de recesión económica y su posterior recuperación en los años siguientes.

5.2.2. ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

La tasa de actualización o descuento que se aplica en el presente trabajo, para actualizar los flujos de caja libres es el coste medio ponderado del capital de la empresa (CMPC).

El coste medio ponderado de capital es un elemento muy útil en el control de gestión para medir la evolución del riesgo de la empresa en la realización de inversiones, así como para valorar los beneficios económicos en sentido estricto. Es una media ponderada sobre el coste de todas las fuentes de financiación de la empresa, esta expresado en porcentaje y representa un promedio de lo que a la empresa le cuesta cada unidad monetaria de financiación.

Así puede definirse el coste medio ponderado de capital o K como el coste de financiación ajena (K_d) libre de impuestos (t) por el porcentaje de la deuda sobre el total del pasivo, más el coste de financiación propia (K_e) por el porcentaje de los fondos propios sobre el total del pasivo:

$$k = k_d(1 - t) \cdot \frac{\text{Exigible}}{\text{Total Pasivo}} + k_e \cdot \frac{\text{Neto Patrim.}}{\text{Total Pasivo}}$$

Para obtener dicho valor, necesitamos seguir una serie de pasos:

En primer lugar, se calculará el porcentaje que representa tanto el Exigible como el Neto Patrimonial sobre el total del Pasivo con los datos actuales de la empresa y de los cinco años más recientes, para así obtener la media ponderada y utilizar dichos valores en el calculo del CMPC.

A continuación, los datos de la empresa para obtener los promedios:

Porcentaje de Exigible y Fondos Propios

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
Fondos Propios	7.042.875	7.151.144	6.956.012	5.594.425	5.185.303	4.718.085	
Exigible	5.492.113	6.231.331	7.237.282	8.135.674	7.392.929	8.165.306	
Pasivo	12.534.988	13.382.475	14.193.294	13.730.099	12.578.232	12.883.391	
							PROMEDIO
Exigible/Pasivo	43,81%	46,56%	50,99%	59,25%	58,78%	63,38%	53,80%
Neto Patrimonial/Pasivo	56,19%	53,44%	49,01%	40,75%	41,22%	36,62%	46,20%

Tabla 17. Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos del SABI.

Los valores que emplearemos para el cálculo, son los siguientes:

Exigible/Pasivo 53,80%

Neto Patrimonial/Pasivo 46,20%

El siguiente paso es estimar el coste de financiación con fondos ajenos (K_d), se calcula como la relación entre gastos financieros de la empresa y exigible (acreedores a largo plazo y deudas financieras):

Estimación coste de financiación ajena

2010	2009	2008	2007	2006	2005
1,49%	2,76%	3,50%	2,43%	1,53%	1,54%

Tabla 18. Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos del SABI.

El valor que obtenemos durante los cinco años va desde el 1,4% hasta 3,5%, alcanzando en 2010 un valor de 1,49%. Si lo comparamos con el valor del coste del dinero en diciembre del 2010 era de 1,52% según los datos de la página web www.euribor.es, un valor prácticamente igual al obtenido en 2010 por la empresa, por lo que tomaremos éste valor:

$$K_d \quad 1,49\%$$

Por último, estimar el coste de los recursos propios o rentabilidad exigida por los accionistas (K_e). El método más comúnmente utilizado para calcular el coste de los recursos propios es el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC), que consiste en estimar la rentabilidad esperada de un activo financiero (K_e) a partir de la rentabilidad de los activos libres de riesgo (R_f) más una prima por el riesgo en la inversión del título:

$$K_e = R_f + \beta \cdot [R_m - R_f]$$

Los valores se obtienen de:

- β : mide la sensibilidad del rendimiento de un título ante las variaciones del rendimiento del mercado. La β de esta empresa no la podemos obtener, ya que no nos dan suficiente información como el resto de datos extraídos del SABI, por ello vamos a las empresas de similares características que cotizan en la Bolsa española, como son Barón de Ley, Bodegas Riojanas y Compañía Vinícola del Norte de España (CVNE), todas ellas cotizan en Bolsa, operan en el mismo sector que estamos tratando y operan en España.

Seleccionadas las tres empresas, se obtendrá el coeficiente β de cada una de ellas y se calculará la β de Cooperativa La Viña.

El cálculo del coeficiente β se obtiene de la siguiente fórmula:

$$\beta = \frac{COV(R_i; R_m)}{VAR(R_m)}$$

Para calcular la covarianza entre la rentabilidad de cada título y la rentabilidad de mercado, se ha creado una hoja Excel con los precios diarios de cada una de las tres empresas y del Ibex 35 en el año 2010, desde enero hasta diciembre (datos extraídos de la página web yahoo.finanzas.com – detalle en el anexo número 3). A partir de dichos precios se ha calculado para cada título, la rentabilidad diaria mediante la fórmula:

$$\text{Rentabilidad diaria} = \ln (P_n / P_{n-1})$$

A partir de las rentabilidades diarias de las tres empresas y del Ibex 35, se ha realizado un análisis de la covarianza de los datos, obteniendo la siguiente tabla:

Covarianzas

	Baron de Ley	Bodegas Riojanas	CVNE	Ibex-35
Barón de Ley	0,000316086			
Bodegas Riojanas	4,04753E-07	0,000231488		
CVNE	-1,10738E-06	1,12077E-05	0,00058593	
Ibex-35	5,45569E-06	4,97345E-05	-3,3087E-05	0,00035068

Tabla 19. Fuente: Elaboración propia.

A partir de estos datos, podemos calcular el coeficiente beta de las tres empresas consideradas:

- Beta Barón de Ley: $0,000005456 / 0,00035068 = 0,0155574$
- Beta Bodegas Riojanas: $0,0000497345 / 0,00035068 = 0,1418227$
- Beta CVNE: $-0,000033087 / 0,00035068 = -0,094351$

Obtenidas las betas de las empresas, ya se puede calcular el coeficiente beta de la Cooperativa La Viña como media de las betas de las tres empresas analizadas:

$$\beta_{La\ Viña} = 0,021$$

- R_m : refleja la rentabilidad del mercado. Para el cálculo se ha utilizado la rentabilidad media del Ibex-35 en el año 2010. Para obtener dicho valor, se han calculado las rentabilidades diarias del Ibex 35 (de la página web yahoo.finanzas.com) mediante la anterior fórmula y se ha obtenido la media del total de las rentabilidades diarias. La rentabilidad diaria media se ha multiplicado por el número de días (256) y se ha obtenido la rentabilidad media del mercado en el año 2010 (ver anexo 5):

$$R_m = -20,93\%$$

- R_f : refleja la rentabilidad de los activos libres de riesgo. Se considera un activo de renta fija (menor riesgo que la variable), de carácter público (menor riesgo el Estado que una empresa), y a corto plazo (menor riesgo que a largo). Por ello se utiliza la rentabilidad de las

obligaciones del Estado a 10 años desde el 2005 hasta el 2010 y, se ha calculado su media:

Rentabilidad Deuda Pública

Año	Rentabilidad Deuda Pública
2005	0,0342
2006	0,0379
2007	0,0428
2008	0,0410
2009	0,0430
2010	0,0400
Media	3,98%

Tabla 20. Fuente: Elaboración propia.

$$R_f = 3,98\%$$

A partir de los datos obtenidos, es posible calcular el coste de los recursos propios (K_e):

$$K_e = R_f + \beta \cdot [R_m - R_f]$$

$$K_e = 3,98\% + 0,021 \cdot (-20,93\% - 3,98\%) =$$

$$K_e = 3,46\%$$

Con todos estos datos ya es posible calcular el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) y, tomando para "t" la tasa impositiva en el 2010 que era del 30%, así se obtiene el siguiente CMPC de nuestra empresa:

$$\text{CMPC} = k = k_d(1-t) \cdot \frac{\text{Exigible}}{\text{Total Pasivo}} + k_e \cdot \frac{\text{Neto Patrim.}}{\text{Total Pasivo}}$$

$$\text{CMPC} = 1,49\% \cdot (1-0,30) \cdot 53,80\% + 3,46\% \cdot 46,20\% =$$

CMPC = 2,03%

Se obtiene un CMPC de 2,03%, un valor bajo pero hay que tener en cuenta, que la rentabilidad de mercado para el 2010 tiene un valor negativo. Por ello, se ha buscado otra alternativa también, a través de la rentabilidad media del Ibex 35 desde el 2005 al 2010, y se obtiene un valor de 1,37%. Así se obtendría un nuevo valor K_e (coste de los recursos propios):

$$K_e = R_f + \beta \cdot [R_m - R_f]$$

$$K_e = 3,98\% + 0,021 \cdot (1,37\% - 3,98\%) =$$

$$K_e = \mathbf{3,93\%}$$

Con todos estos datos ya es posible calcular el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) y, tomando para "t" la tasa impositiva en el 2010 que era del 30%, así se obtiene el siguiente CMPC de nuestra empresa:

$$\text{CMPC} = k = k_d(1-t) \cdot \frac{\text{Exigible}}{\text{Total Pasivo}} + k_e \cdot \frac{\text{Neto Patrim.}}{\text{Total Pasivo}}$$

$$\text{CMPC} = 1,49\% \cdot (1-0,30) \cdot 53,80\% + 3,93\% \cdot 46,20\% =$$

CMPC = 2,38%

Además de estos dos modelos, se ha decidido aplicar un tercero para poder contrastar mejor los resultados, sin ningún dato negativo. Se ha obtenido la rentabilidad financiera (Rf) de 200 empresas del mismo sector del vino, a través de la base de datos del SABI, para el año 2010, 2009 y 2008, también la rentabilidad de los bonos de los mismos años. Se obtiene la prima de riesgo a través de la diferencia de ambos para cada año y se consigue así el promedio. A esta media, le añadimos el valor de los bonos en el último año (2010) y, se alcanza un valor total del CMPC de:

CMPC = 2,29%

Datos cálculo tercer modelo CMPC

	Rf	Bonos	Prima Riesgo
2010	2,43	0,041	2,39
2009	1,46	0,043	1,42
2008	2,99	0,04	2,95
		Promedio	2,25
		CMPC	2,29

Tabla nº 21. Fuente: Elaboración propia.

Como se puede comprobar, el método del descuento de Flujos de Caja es complicado y subjetivo, ya que dependiendo del método utilizado para calcular la tasa de descuento o CMPC, se puede obtener un valor de la empresa u otro. En nuestro caso, la variación de un método a otro no es muy elevada, por lo que puede que no alcance grandes diferencias.

5.2.3. ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRES

El concepto de flujo de caja libre para la empresa, se refiere a los flujos que generan las actividades operativas de la empresa y que están disponibles (de ahí el término libre) para ser distribuidos entre todos los proveedores de fondos de la empresa, ya sean acreedores o accionistas, una vez cubiertas las necesidades de inversión.

Representa los fondos generados por la empresa en un período determinado, que están disponibles para la devolución del endeudamiento financiero, y para remunerar al capital, tanto ajeno, mediante el pago de los intereses correspondientes, como propio, a través del pago de dividendos.

De forma simplificada, podemos ver la metodología del cálculo en la siguiente tabla:

Flujo de Caja Libre

BAII (Beneficio antes de intereses e impuestos)
- Impuesto de Sociedades
BAI (Resultado antes de intereses y después de impuestos)
+ Amortizaciones
FLUJO DE CAJA BRUTO
- Necesidades de Capital Circulante
- Inversiones en Activo No Corriente
FLUJO DE CAJA LIBRE

Tabla nº 22. Fuente: Elaboración propia a partir de Sanjurjo, M. 2003

En nuestro caso, el impuesto de sociedades a aplicar es el tipo general del 30%, ya que no se encuentra entre las características de empresa de reducida dimensión (más empleados y más cifra de negocios).

Para el cálculo del BAII (Beneficio antes de Intereses e Impuestos) es necesario establecer una hipótesis tanto para los ingresos como para los gastos de la empresa, ya que hay que estimar los datos futuros.

Ingresos:

Para poder obtener unos ingresos futuros razonables, hay que tener en cuenta la situación actual en la que nos encontramos, como se ha comentado anteriormente en el análisis del entorno económico, y que puede afectar a los intereses de la cooperativa:

- lenta recuperación económica
- caída del consumo, en general.
- aumento de las cifras de paro
- descenso de la renta per cápita a corto plazo.

Por ello, se ha fijado que las ventas de la empresa no crecerán durante el periodo de recesión y que, por tanto, no serán superiores a las del último año hasta el final del periodo de crisis. Por tanto, se supondrá que las ventas serán iguales al 2010 durante los años

2011, 2012 y 2013, y que pasarán a aumentar a partir del 2014 según la media de los últimos seis años. A continuación, se puede observar la evolución de los ingresos desde el 2005 y sus incrementos:

Evolución ventas

Año	Ingresos	Variación porcentual
2005	7.872.719 €	
2006	7.447.894 €	-5,40%
2007	7.852.585 €	5,43%
2008	9.920.166 €	26,33%
2009	8.876.301 €	-10,52%
2010	9.899.845 €	11,53%
	Media	5,48%

Tabla nº 23. Elaboración propia datos extraídos del SABI

Con estos datos, media del incremento y el valor de los ingresos del último año conocido, se puede obtener la previsión de ingresos futuros para los próximos diez años:

Previsión ingresos

Año	Prev. Ingresos
2011	9.899.845,00 €
2012	9.899.845,00 €
2013	9.899.845,00 €
2014	10.441.880,28 €
2015	11.013.593,03 €
2016	11.616.608,13 €
2017	12.252.639,45 €
2018	12.923.494,69 €
2019	13.631.080,53 €
2020	14.377.408,03 €

Tabla nº 24. Previsión ingresos a 10 años. Elaboración propia datos extraídos del SABI.

Gastos:

En el caso de los gastos, se ha realizado un estudio de las empresas del sector en el que se encuentra la cooperativa La Viña, para así determinar que porcentaje de aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación sobre el total de las ventas tienen las compañías del sector que estamos tratando. Obtenido este valor, se procederá a realizar una simulación para determinar cada uno de los gastos esperados.

Lo primero de todo, se ha seleccionado 44 empresas del mismo sector en el que opera nuestra empresa, a través de la base de datos SABI. Se han seleccionado empresas con semejante o incluso mayor valor en número de empleados, fondos propios, ingresos de explotación y resultado del ejercicio, con el fin de que sean lo más parecido a la cooperativa.

El siguiente paso es realizar un listado de todas las empresas con el total de aprovisionamientos, gastos de personal, otros datos de explotación y ventas del 2010, a través de sus cuentas de pérdidas y ganancias. El objetivo es determinar el ratio o porcentaje que representa cada uno de estos gastos sobre las ventas de cada empresa y obtener la media y la desviación típica de dichos porcentajes de:

- ★ las 44 empresas del mismo sector,
- ★ las 10 empresas con una mayor cifra de ingresos,
- ★ los datos de la cooperativa La Viña de los últimos seis años.

A continuación, puede observarse la tabla con los datos de las 44 empresas del mismo sector:

Gastos sector

Nombre empresa	Aprovisionamientos	Gastos personal	Otros gastos explotación	Ventas
1 J GARCIA CARRION, SA	389.809	21.901	150.413	586.579
2 BACARDI ESPAÑA SA	201.380	31.756	73.705	268.084
3 CODORNIU SA	66.127	23.108	83.067	185.572
4 FELIX SOLIS AVANTIS SA	125.435	7.455	35.306	183.606
5 MIGUEL TORRES SA	63.585	35.066	51.869	164.221
6 EL COTO DE RIOJA SA	28.722	4.314	7.091	67.075
7 MOET HENNESSY ESPAÑA SA	41.356	4.120	15.242	64.638
8 COMPAÑIA VINICOLA NORTE DE ESPAÑA, SA	12.578	6.283	9.275	50.345
9 JOSE ESTEVEZ, SA	23.342	2.695	7.723	42.865
10 VICENTE GANDIA PLA, SOCIEDAD ANONIMA	14.514	6.058	7.357	34.216
11 JUAN RAMON LOZANO SA	25.039	966	4.836	33.854
12 LOPEZ MORENAS SL	27.415	1.674	3.355	33.891
13 J GARCIA CARRION LA MANCHA SA	2.727	6.468	11.833	33.580
14 BODEGAS ONTAÑON SL	20.845	1.634	2.611	31.164
15 BODEGAS WILLIAMS & HUMBERT S.A.	13.842	4.359	6.480	28.328
16 HIJOS DE ANTONIO BARCELO SA	9.557	6.276	7.298	26.574
17 UNITED WINERIES SA	18.294	2.604	3.758	26.584
18 JUVE AND CAMPS SAU	6.775	4.563	12.269	25.740
19 PROTOS BODEGA RIBERA DUERO PEÑAFIEL, SL	9.743	2.602	3.187	24.499
20 LUIS CABALLERO SA	11.003	4.235	6.003	19.346
21 BODEGAS BARBADILLO SL	10.127	2.259	8.834	23.175
22 PAGOS DEL REY SL	14.971	1.548	839	23.603
23 ALCOHOLERA DE LA PUEBLA SA	17.113	1.667	1.521	19.438
24 BODEGAS VEGA SICILIA SA	2.069	3.806	4.017	19.820
25 JR SABATER SA	12.733	1.419	2.550	18.649
26 BODEGAS LAN SA	5.737	2.487	2.039	17.542
27 BARON DE LEY, SA	6.619	2.763	2.049	17.512
28 BODEGAS FRANCO ESPAÑOLAS SA	7.541	2.318	3.541	17.210
29 VALLE, BALLINA Y FERNANDEZ, SA	8.249	2.035	4.041	16.816
30 BODEGAS MARTIN CODAX SA	13.468	1.181	3.062	16.051
31 BODEGAS RIOJANAS, SA	6.465	2.876	3.251	15.239
32 BODEGA MATARROMERA SL	3.769	2.039	3.669	13.591
33 AVELINO VEGAS, SA	8.638	1.116	2.102	13.710
34 BODEGAS BILBAINAS SA	3.555	1.983	1.947	13.462
35 MARQUES DE MONISTROL SA	9.166	1.359	1.131	13.355
36 BODEGAS AYUSO SL	4.891	1.746	1.983	12.817
37 VIÑAS DEL VERO SA	3.605	2.824	3.438	12.016
38 BODEGA DE SARRIA SA	4.179	2.230	2.092	11.299
39 MARQUES DE MURRIETA SA	2.875	2.535	3.655	11.094
40 ALEJANDRO FERNANDEZ TINTO PESQUERA SL	2.760	939	1.485	11.154
41 VIÑEDOS Y CRIANZAS DEL ALTO ARAGON SA	2.015	2.530	3.693	10.608
42 SANCHEZ ROMATE HERMANOS SA	4.765	2.347	2.323	10.515
43 BODEGAS TERRAS GAUDA, SA	4.415	1.176	3.102	9.282
44 BODEGAS LUIS CAÑAS SA	2.770	1.038	2.604	8.636

Tabla nº 25. Fuente: Elaboración propia. Datos en miles de euros, a partir de la base de datos SABI

Con los datos de la tabla, se procede a calcular la media y la desviación típica de cada gasto sobre el total de ventas:

- ★ Las 44 empresas del mismo sector:

Porcentaje gastos del sector

	Media	Desv. Típica
Ratio Aprovisionamiento sobre Ventas	47,01%	0,19900
Ratio Gastos Personal sobre Ventas	0,88%	0,01308
Ratio Otros Gastos Explotación sobre Ventas	2,21%	0,04701

Tabla nº 26. Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del SABI

- ★ Las 10 empresas con una mayor cifra de ingresos:

Porcentaje gastos empresas

	Media	Desv. Típica
Ratio Aprovisionamiento sobre Ventas	51,29%	0,16681
Ratio Gastos Personal sobre Ventas	10,27%	0,05938
Ratio Otros Gastos Explotación sobre Ventas	24,08%	0,09309

Tabla nº 27. Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del SABI

- ★ Los datos de la cooperativa La Viña de los últimos seis años:

De forma más ordenada, clasificamos los distintos gastos y ventas en los seis años, en la siguiente tabla:

Gastos y ventas Coop. La Viña

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Aprovisionamientos	7.199.360	6.781.630	7.495.441	5.726.592	5.512.992	5.989.346
Gastos de personal	906.167	1.177.741	1.031.310	880.261	866.785	824.423
Otros gastos de explotación	766.360	721.983	618.725	368.000	330.000	787.000
Ventas	9.899.845	8.876.301	9.920.166	7.852.585	7.447.894	7.872.719

Tabla nº 28. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI. Datos en euros.

Y obtenemos los ratios de los distintos gastos sobre las ventas, su media y desviación típica:

Porcentaje gastos Coop. La Viña

	Media	Desv. Típica
Ratio Aprovisionamiento sobre Ventas	74,62%	0,01613
Ratio Gastos Personal sobre Ventas	11,02%	0,01389
Ratio Otros Gastos Explotación sobre Ventas	6,87%	0,02156

Tabla nº 29. Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del SABI.

Tras los resultados obtenidos en las tres alternativas anteriores, se ha determinado que para la estimación de los aprovisionamientos, gastos del personal y otros gastos de explotación, se utilicen las observaciones de la cooperativa La Viña de los últimos seis años, ya que presentan una desviación típica menor a las del sector y las 10 empresas con mayor cifra de negocios en las tres alternativas.

La razón por la que se ha utilizado la desviación típica como variable de elección de la estimación de los gastos es porque es una medida del grado de dispersión de los datos con respecto al valor promedio. Si la media de las medidas está demasiado alejada de la predicción (con la distancia medida en desviaciones), entonces consideramos que las medidas contradicen la teoría. Esto es coherente, ya que las mediciones caen fuera del rango de valores en el cual sería razonable esperar que ocurrieran si el modelo teórico fuera correcto. Por ello, es conveniente utilizar la desviación típica, aquellos valores con menor porcentaje en desviación típica serán los más adecuados, los más semejantes a la media común.

Una vez obtenidos los datos que se van a utilizar, la media y desviación típica de los gastos de aprovisionamientos, personal y otros gastos de explotación de la Cooperativa La Viña, ya que ha sido la que proporciona menor valor en el calculo de la desviación típica, se puede empezar a aplicar técnicas de simulación, a través de la herramienta Excel. A partir de estos datos y tras indicar que se utilice una distribución normal para realizar la simulación, el programa realiza cinco mil iteraciones (véase anexo 6) y se obtiene así, el valor medio de los distintos gastos. Este será el valor que se utilizará para estimar los gastos futuros de la cooperativa en el horizonte temporal elegido.

Señalar que se ha utilizado una distribución normal en la simulación ya que ofrece valores máximos y mínimos entre los cuales se encuentra el valor que se desea obtener.

A continuación, puede observarse la estimación de cada uno de los gastos para el horizonte temporal establecido:

★ Aprovisionamientos:

A través de la simulación, obtenemos una media de 74,63% y una desviación típica de 0,0163 para los gastos de aprovisionamientos. Dicho valor de media se ha multiplicado por la estimación de las ventas previstas para cada uno de los años. Así, se puede ver que valor obtendrá la estimación de los gastos de aprovisionamientos en los siguientes años:

Previsión aprovisionamientos

Año	Previsión Aprovisionamientos
2011	7.387.789,6492 €
2012	7.387.789,6492 €
2013	7.387.789,6492 €
2014	7.792.285,1399 €
2015	8.218.927,5255 €
2016	8.668.929,3907 €
2017	9.143.569,7112 €
2018	9.644.197,4892 €
2019	10.172.235,5872 €
2020	10.729.184,7723 €

Tabla nº 30. Fuente: Elaboración propia

★ Gastos de personal:

Por lo que respecta a los gastos de personal, obtenemos en la simulación una media de 11,04% de las ventas y una desviación típica de 0,0140. El valor de dicha media se ha multiplicado por la estimación de las ventas previstas para los próximos años. A continuación, podemos ver los resultados obtenidos en la estimación de los gastos de personal:

Previsión gastos de personal

Año	Previsión Gastos Personal
2011	1.092.702,0484 €
2012	1.092.702,0484 €
2013	1.092.702,0484 €
2014	1.152.529,5574 €
2015	1.215.632,7358 €
2016	1.282.190,9330 €
2017	1.352.393,3176 €
2018	1.426.439,4159 €
2019	1.504.539,6785 €
2020	1.586.916,0785 €

Tabla nº 31. Fuente: Elaboración propia

★ Otros gastos de explotación:

En cuanto al cálculo de otros gastos de explotación, la simulación realizada proporciona una media de 6,79% de las ventas y una desviación típica de 0,021. El valor obtenido como media se ha multiplicado por la estimación de las ventas previstas para cada uno de los años, obteniendo así la estimación de otros gastos de explotación para los próximos 10 años:

Previsión otros gastos de explotación

Año	Previsión Otros Gastos Explotación
2011	672.439,7525 €
2012	672.439,7525 €
2013	672.439,7525 €
2014	709.257,1039 €
2015	748.090,2751 €
2016	789.049,6360 €
2017	832.251,5996 €
2018	877.818,9527 €
2019	925.881,2047 €
2020	976.574,9561 €

Tabla nº 32. Fuente: Elaboración propia

Para poder continuar con el cálculo del flujo de caja libre, el siguiente paso es la estimación de las inversiones en activo fijo y de las amortizaciones para los próximos años.

En cuanto a las inversiones en activo fijo, se ha supuesto que dada la situación actual de crisis económica y de las continuas e importantes inversiones realizadas por la empresa anteriormente (modernas líneas de embotellado, envasado, un mayor parque de barricadas, sala de vinificación totalmente automatizada, entre otros.) la cooperativa no seguirá ampliando sus instalaciones en los siguientes años. Por lo que se considerará que no existirán inversiones en activo fijo durante el horizonte temporal establecido.

Y por lo que respecta a las amortizaciones, se ha supuesto que seguirán constantes durante todo el horizonte temporal establecido, puesto que no se prevén inversiones en activo fijo. En la siguiente tabla, puede observarse la previsión de las amortizaciones de la cooperativa, que corresponden a las realizadas en el año 2010:

Amortizaciones esperadas

Año	Amortizaciones
2011	829.206,00 €
2012	829.206,00 €
2013	829.206,00 €
2014	829.206,00 €
2015	829.206,00 €
2016	829.206,00 €
2017	829.206,00 €
2018	829.206,00 €
2019	829.206,00 €
2020	829.206,00 €

Tabla nº 33. Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de la cooperativa.

Por último, precisamos calcular las necesidades de capital circulante para obtener los flujos de caja libre de los próximos años, para ello se utilizará el Fondo de Maniobra. Se ha calculado el Fondo de Maniobra de los últimos diez años:

Valor Fondo de Maniobra

Año	Fondo de Maniobra
2000	833
2001	-269
2002	-9
2003	-1.134
2004	-911
2005	-1.439
2006	-1.112
2007	-844
2008	486
2009	843
2010	1.931

Tabla nº 34. Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas de la cooperativa.
Datos en miles de euros.

Para determinar el valor futuro, se ha tomado como referencia la media de años anteriores, eliminando los valores más altos, para evitar diferencias elevadas, ya que sino se obtenía un valor muy excesivo para la situación en la que nos encontramos. Así, se ha obtenido una media de 213.000 euros de fondo de maniobra, y se ha calculado el promedio del incremento porcentual del Fondo de Maniobra, un 1,53%.

Se considerará que el fondo de maniobra de la cooperativa La Viña, aumentará una media de 1,53% anualmente y, con ello, también lo harán las necesidades de capital circulante. En la siguiente tabla podemos ver los cálculos obtenidos para los próximos diez años:

Necesidades de Capital circulante esperadas

Año	Necesidades de Capital Circulante
2011	213.000,00 €
2012	213.000,00 €
2013	213.000,00 €
2014	216.258,90 €
2015	219.567,66 €
2016	222.927,05 €
2017	226.337,83 €
2018	229.800,80 €
2019	233.316,75 €
2020	236.886,50 €

Tabla nº 35. Fuente: Elaboración propia.

Tras todos los datos obtenidos, se calcularán los flujos de caja libres según el esquema anteriormente citado, para el horizonte temporal de diez años.

Para el BAII (Beneficio antes de intereses e impuestos), se calcula la diferencia entre ingresos (ventas) y gastos (aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación), se tiene en cuenta el Impuesto de Sociedades que será del 30% y además, los ingresos y gastos se han modificado según datos sobre la inflación obtenidos del Instituto Nacional de Estadística.

Para los tres años de recesión se ha calculado la inflación como la media de la misma desde el 2009 al 2010, obteniendo un valor de media de 0,74%, puesto que es el periodo que refleja mejor la crisis.

Mientras que a partir del 2014 se ha estimado que el valor de la inflación será el promedio de la inflación mensual observada desde el 2005 hasta el 2010, obteniendo así un valor de 2,54%, ya que se espera que la economía empiece a crecer de nuevo.

A continuación, se puede observar en la siguiente tabla los valores obtenidos tras los cálculos anteriores. El resultado es un valor positivo y en alza para los diez años, lo que indica que la empresa va por buen camino y que puede hacer frente a sus deudas, pagar los gastos financieros y repartir dividendos.

Cálculo de los FCL

	2011	2012	2013	2014	2015
(+) Ingresos	9.899.845,00 €	9.973.103,85 €	10.046.904,82 €	10.707.104,04 €	11.293.338,29 €
(-)Gastos	9.152.931,45 €	9.220.663,14 €	9.288.896,05 €	9.899.285,22 €	10.441.289,86 €
<i>Aprovisionamientos</i>	7.387.789,65 €	7.442.459,29 €	7.497.533,49 €	7.990.209,18 €	8.427.688,28 €
<i>Gastos de personal</i>	1.092.702,05 €	1.100.788,04 €	1.108.933,88 €	1.181.803,81 €	1.246.509,81 €
<i>Otros gastos de explotación</i>	672.439,75 €	677.415,81 €	682.428,68 €	727.272,23 €	767.091,77 €
BAIL	746.913,55 €	752.440,71 €	758.008,77 €	807.818,82 €	852.048,43 €
(-) Impuesto Sociedades	224.074,06 €	225.732,21 €	227.402,63 €	242.345,65 €	255.614,53 €
BAI (Resultado antes intereses y después de impuestos)	522.839,48 €	526.708,50 €	530.606,14 €	565.473,17 €	596.433,90 €
(+) Amortizaciones	829.206,00 €	829.206,00 €	829.206,00 €	829.206,00 €	829.206,00 €
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.352.045,48 €	1.355.914,50 €	1.359.812,14 €	1.394.679,17 €	1.425.639,90 €
(-) Necesidades de Capital Circulante	213.000,00 €	213.000,00 €	213.000,00 €	216.258,90 €	219.567,66 €
(-) Inversiones en Activo Fijo	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.139.045,48 €	1.142.914,50 €	1.146.812,14 €	1.178.420,27 €	1.206.072,24 €

Cálculo de los FCL

	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Ingresos	11.911.669,97 €	12.563.856,49 €	13.251.751,45 €	13.977.309,97 €	14.742.594,19 €
(-) Gastos	11.012.970,28 €	11.615.951,28 €	12.251.946,64 €	12.922.763,94 €	13.630.309,77 €
<i>Aprovisionamientos</i>	8.889.120,20 €	9.375.816,38 €	9.889.160,11 €	10.430.610,37 €	11.001.706,07 €
<i>Gastos de personal</i>	1.314.758,58 €	1.386.744,11 €	1.462.670,98 €	1.542.754,99 €	1.627.223,75 €
<i>Otros gastos de explotación</i>	809.091,50 €	853.390,79 €	900.115,55 €	949.398,59 €	1.001.379,96 €
BAIL	898.699,70 €	947.905,21 €	999.804,82 €	1.054.546,03 €	1.112.284,42 €
(-) Impuesto Sociedades	269.609,91 €	284.371,56 €	299.941,45 €	316.363,81 €	333.685,33 €
BAI (Resultado antes intereses y después de impuestos)	629.089,79 €	663.533,65 €	699.863,37 €	738.182,22 €	778.599,09 €
(+) Amortizaciones	829.206,00 €	829.206,00 €	829.206,00 €	829.206,00 €	829.206,00 €
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.458.295,79 €	1.492.739,65 €	1.529.069,37 €	1.567.388,22 €	1.607.805,09 €
(-) Necesidades de Capital Circulante	222.927,05 €	226.337,83 €	229.800,80 €	233.316,75 €	236.886,50 €
(-) Inversiones en Activo Fijo	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.235.368,74 €	1.266.401,82 €	1.299.268,57 €	1.334.071,47 €	1.370.918,60 €

TABLA nº 36. Fuente: Elaboración propia a partir de las estimaciones e hipótesis realizadas

5.2.4. ESTIMACIÓN DEL VALOR RESIDUAL

El valor residual o el valor de continuación de la empresa, consiste en estimar el valor actual de una renta futura que, normalmente, parte del último flujo de caja proyectado.

En esta ocasión, se determina su valor mediante la fórmula matemática de una renta perpetua basada en el conocido modelo de Gordon.

Este modelo está basado en el supuesto de que el crecimiento de los flujos de caja libres futuros será constante. Así, se ha de estimar la tasa de crecimiento que el negocio experimentará después del periodo proyectado explícito. Cualquier error en la estimación de la tasa de crecimiento puede tener una influencia importante sobre el valor residual, particularmente en compañías de alto crecimiento.

Dicho modelo proporciona una ecuación que permite calcular el valor residual de la cooperativa:

$$V_r = \frac{Q_n(1 + i)}{(r - i)(1 + r)^n}$$

Donde:

- Vr: Valor residual o de continuación de la empresa.
- Qn: Flujo de Caja Libre estimado del ultimo periodo.
- i: Inflación 2,01%.
- r: CMPC o tasa de descuento considerada (2,03%, 2,38%, 2,29%).
- n: numero de años del periodo proyectado, 10 años.

Valor residual

	CMPC=2,03%	CMPC=2,38%	CMPC=2,29%
Valor residual	8.548.763.197,56 €	478.193.803,78 €	626.365.993,50 €

TABLA 37. Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones anteriores.

5.2.5. ESTIMACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA

De los resultados obtenidos, los flujos de caja libres de la empresa estimados para el horizonte temporal de diez años y el valor residual de la empresa, se puede obtener el valor esperado de la empresa. A continuación, se puede ver la tabla con el valor de continuación o residual, el valor de los FCL descontados y el valor final de la empresa según la tasa de descuento que se utilice:

Valor de la empresa

	CMPC=2,03%	CMPC=2,38%	CMPC=2,29%
Valor residual	8.548.763.197,56 €	478.193.803,78 €	626.365.993,50 €
Valor actual FCL	11.008.381,23 €	10.802.956,87 €	10.855.243,40 €
Valor empresa	8.559.771.578,79 €	488.996.760,64 €	637.221.236,90 €

TABLA 38. Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones anteriores.

Según el método de valoración del descuento de los flujos de caja, la Cooperativa La Viña tiene un valor residual de 8.548.763.197,56 euros si se utiliza la tasa de descuento o CMPC de 2,03% calculada a partir de la media de las betas de las empresas Bodegas Riojanas, Barón de Ley y Compañía Vinícola del Norte de España, y con la rentabilidad del mercado del último año, que se obtiene un valor negativo, ya que estamos en unas circunstancias que no había ocurrido en años anteriores. En cambio, el valor residual es mucho menor, 478.193.803,78 € y, se acerca a valores normales si se tiene en cuenta las betas anteriores y la rentabilidad del mercado como la media de los últimos cinco años. Y un tercer modelo, donde el valor residual aumenta con respecto al modelo anterior, 626.365.993,50 €, si se utiliza la media de la rentabilidad financiera de 200 empresas para los últimos tres años y los bonos.

En cuanto al valor actual de los flujos de caja, ocurre lo mismo, el valor es mayor para el primer modelo (CMPC= 2,03%) que para los otros dos casos calculados.

Tras estos cálculos, se obtiene el valor de la empresa, que será igual al valor actual de los flujos de caja libre esperados y descontados a una tasa que refleje el riesgo financiero del negocio (2,03%, 2,38%, 2,29%). Así, puede decirse que a día de hoy,

según el método de valoración utilizado y teniendo en cuenta que las hipótesis que se han utilizado para su cálculo son subjetivas y dependen en gran medida del agente que las establezca, el valor de la cooperativa La Viña es de 8.559.771.578,79 €, 488.996.760,64 €, 637.221.236,90 €, dependiendo de la tasa de descuento que se utilice respectivamente.

5.3. MÉTODO VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS DE COMPARACIÓN

En este apartado, se va a utilizar un segundo método como herramienta de apoyo para determinar la consistencia de las estimaciones realizadas anteriormente.

El método de valoración por múltiplos de comparación consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras empresas comparables. Permite determinar el valor de empresas no cotizadas en Bolsa.

Los múltiplos de valoración no son una medida de valor absoluto, sino que permiten comparaciones de valor relativo entre compañías similares o comparables.

Este método funciona en realidad bajo la hipótesis de que los mercados son eficientes y de que el valor de las compañías cuyas acciones cotizan en bolsa se encuentra constantemente disponible y es un valor razonable. No es un método únicamente basado en datos históricos, sino también en predicciones del futuro próximo. Técnicamente, el método en sí mismo no es tan riguroso como el método de los Flujos de Caja Descontados, ya que se requiere frecuentemente ajustes contables y no existen dos compañías exactamente iguales.

Sin embargo, su mejor virtud, la sencillez, hace de este un método universalmente utilizado y aceptado por la mayoría de los analistas de mercados y proveedores de servicios financieros. También se utiliza frecuentemente para contrastar resultados obtenidos a través de otras metodologías.

El procedimiento seguido para aplicar una Valoración por Múltiplos puede ser dividido en tres pasos:

Paso 1: Identificación y selección de compañías comparables.

Paso 2: Cálculo de los múltiplos de las compañías comparables.

Paso 3: Cálculo de los múltiplos de la compañía objeto de estudio.

Paso 1: Identificación y selección de compañías comparables:

En este primer paso, se localizan y seleccionan las compañías que pertenecen al mismo segmento de mercado y/o comparten características de negocio similares con la empresa bajo valoración. Es fundamental analizar sus modelos de negocio y estructuras financieras, así como sus estrategias y posibilidades de crecimiento futuros para poder alcanzar un grado razonable de comparabilidad. Los criterios de selección que se han utilizado son los mismos que para el cálculo del coeficiente beta del apartado anterior:

- Cotizar en bolsa.
- Operar en el mismo sector (elaboración de vinos).
- Empresas españolas que operan en el territorio nacional.

Las tres empresas seleccionadas han sido, como anteriormente, Barón de Ley, Bodegas Riojanas y Compañía Vinícola del Norte de España (CVNE).

Paso 2: Cálculo de los múltiplos de las compañías comparables:

Una vez se hay identificado el grupo de compañías comparables, es necesario decidir qué múltiplos proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías bajo consideración. Con este propósito, es imprescindible entender perfectamente la actividad de todos los negocios e interpretar correctamente sus estados financieros. Frecuentemente, es necesario ajustar la información financiera con el fin de obtener una perspectiva justa y comparable del negocio, debido a diferencias en las políticas contables, diferencias en la operatoria del negocio, la existencia de activos extra operativos, etc.

Para el calculo, tomamos los múltiplos basados en la cotización PER y PCF, y múltiplos basados en el valor de la empresa EV/EBITDA, EV/EBIT y EV/VENTAS, de las compañías comparables.

A la hora de aplicar un múltiplo, hay que tener presente si queremos averiguar el valor del negocio en su conjunto o el valor de las acciones, pues según el múltiplo que utilizemos obtendremos uno u otro.

La utilización del valor de negocio (EV) evita la influencia que ejerce la estructura del pasivo en los múltiplos basados en el valor de la acción, mientras que facilita un enfoque más exhaustivo. Además, presentan una gama de múltiplos más extensa y más sencilla de aplicar a los flujos de caja, que permite la exclusión de los activos no relacionados con la actividad principal de la empresa. Por otra parte, los múltiplos basados en el valor de la acción (PER y PCF) son más relevantes en la valoración de los recursos propios de una empresa al constituir un enfoque más directo, aparte de resultar más familiares para la mayoría de los inversores.

En resumen, estos son los múltiplos utilizados y su clasificación:

Múltiplos de comparación

Múltiplos basados en la capitalización	PER	<i>Precio acción/Beneficio Neto por acción</i>
	PCF	<i>Precio acción/ Cash Flow</i>
Múltiplos basados en el valor del negocio	EV/EBITDA	<i>Valor de negocio/ Bº antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones</i>
	EV/EBIT	<i>Valor de negocio/ Bº antes de intereses e impuestos</i>
	EV/VENTAS	<i>Valor de negocio/ Ventas</i>
Componentes	Valor de negocio	<i>Capitalización bursátil + deuda neta</i>
	Cash Flow	<i>BAIT + amortización</i>

Tabla nº 39. Fuente: elaboración propia. Datos extraídos apuntes asignatura MFVE.

A continuación, se observa la descripción de cada uno de los múltiplos:

- **PER** o valor de la empresa sobre resultado neto (**Precio/Beneficio**): se trata del valor de la compañía sobre el resultado neto. Es el indicador más utilizado para la valoración por múltiplos de mercado, permitiendo analizar el precio de una empresa en relación con su rentabilidad.

Se calcula como el cociente entre la cotización (precio de la acción) y el beneficio neto por acción (BPA). El PER puede definirse como un plazo de recuperación al representar el tiempo medio que tardará el inversor en recuperar toda su inversión, si se repartiesen todos los beneficios como dividendos.

- **PCF** o valor del negocio sobre Cash Flow (**Precio/Cash Flow**): se trata de un ratio similar al PER en cuanto a su cálculo. La diferencia la encontramos en el hecho de que se utiliza el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) más amortizaciones.

- **EV/EBITDA** o valor del negocio sobre el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones (**Valor de negocio/B⁰ antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones**): es un indicador comúnmente utilizado en las valoraciones de empresas, ratio muy utilizado ya que elimina las distorsiones provocadas por la política de amortizaciones de la empresa, las distintas estructuras financieras y políticas fiscales.

- **EV/EBIT** o valor de negocio sobre el beneficio antes de intereses e impuestos (**Valor de negocio/B⁰ antes de Intereses e Impuestos**): se trata de un indicador similar al anterior pero se ha de tener presente que este múltiplo sí que se verá afectado por las diferentes políticas contables que apliquen las empresas en el tratamiento de las amortizaciones.

- **EV/VENTAS** o valor de negocio sobre ventas (**Valor de negocio/Ventas**): es el cociente entre el valor del negocio y sus ingresos. Este ratio se debe interpretar teniendo en cuenta que cuanto menor sea el resultado proporcionado más barata está la empresa objeto de valoración, puesto que cuanto mayores son los ingresos que pueda generar la compañía con un determinado nivel de capital empleado, mejor. Sin embargo, podrían no ser representativos del potencial de la empresa si son anormalmente grandes o reducidos debido a factores puntuales (que no se repetirán).

Una vez elegidos los múltiplos a emplear y las empresas comparables, ya se puede comenzar el cálculo. Para obtener los datos de las empresas comparables, ha sido necesario recurrir a los datos financieros publicados en sus páginas web oficiales y a la base de datos SABI para poder realizar los cálculos correspondientes para cada múltiplo (ver anexo 7).

En la siguiente tabla se aprecia el valor de los ratios para cada una de las tres compañías:

Múltiplos empresas del sector

	PER	PCF	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/VENTAS
BARON DE LEY	13,84	8,57	53,40	66,19	13,83
BODEGAS RIOJANAS	54,62	23,67	19,64	33,45	3,19
CVNE	17,50	13,13	12,66	17,82	4,59

Tabla nº 40. Fuente: elaboración propia. Datos cuentas anuales oficiales.

Paso 3: Cálculo de los múltiplos de la compañía objeto de estudio:

Una vez que se han seleccionado las medidas de valor y los ajustes más apropiados con el fin de asegurar la consistencia del proceso, se puede calcular el valor de la compañía multiplicando cada múltiplo por las cifras pertinentes de la compañía (que podrían, a su vez, necesitar ajustes para obtener un valor justo y verdadero de la compañía). La valoración de una compañía se obtiene frecuentemente como la media (ponderada o no) de los valores estimados, resultado de la aplicación de los múltiplos previamente elegidos. Pero resulta más adecuado seleccionar dos, tres o cuatro compañías más comparables, y tomar el rango final de múltiplos solamente entre ellas. Por tanto, es mejor pensar siempre en términos de rango y no de medias, medianas y números exactos (porque pueden existir datos anómalos y obtener por ello una media muy alta).

Los múltiplos de las empresas comparables aparecen en la tabla anterior nº 40, y a partir de ellos creamos la tabla con el rango de mínimo y máximo para nuestra empresa objeto de estudio:

Múltiplos empresas comparables rango mínimos y máximos

	PER	PCF	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/VENTAS
Mínimo	13,84	8,57	12,66	17,82	3,19
Máximo	54,62	23,67	53,40	66,19	13,83

Tabla nº 41. Fuente: elaboración propia a partir de estimaciones anteriores.

El siguiente paso es multiplicar esos ratios por los datos correspondientes de la cooperativa La Viña, para poder así hallar la información deseada:

Múltiplos de la Coop. La Viña

	PER	PCF	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/VENTAS
Mínimo	137.044.315,86	1.052.268,97	11.766.840,15	1.788.700,62	391.706,48
Máximo	540.683.842,31	2.906.077,33	49.641.427,49	6.641.986,13	1.698.045,58

Tabla nº 42. Fuente: elaboración propia a partir de estimaciones anteriores.

Esta tabla nos indica el rango de valoración para la cooperativa La Viña, según cada uno de los múltiplos. Como se puede apreciar, nos han dado resultados muy distintos. Es recomendable, para acotar los valores seleccionados dentro de un único rango de valores, realizar un grafico con todos los valores obtenidos:

Rangos de valor según múltiplos

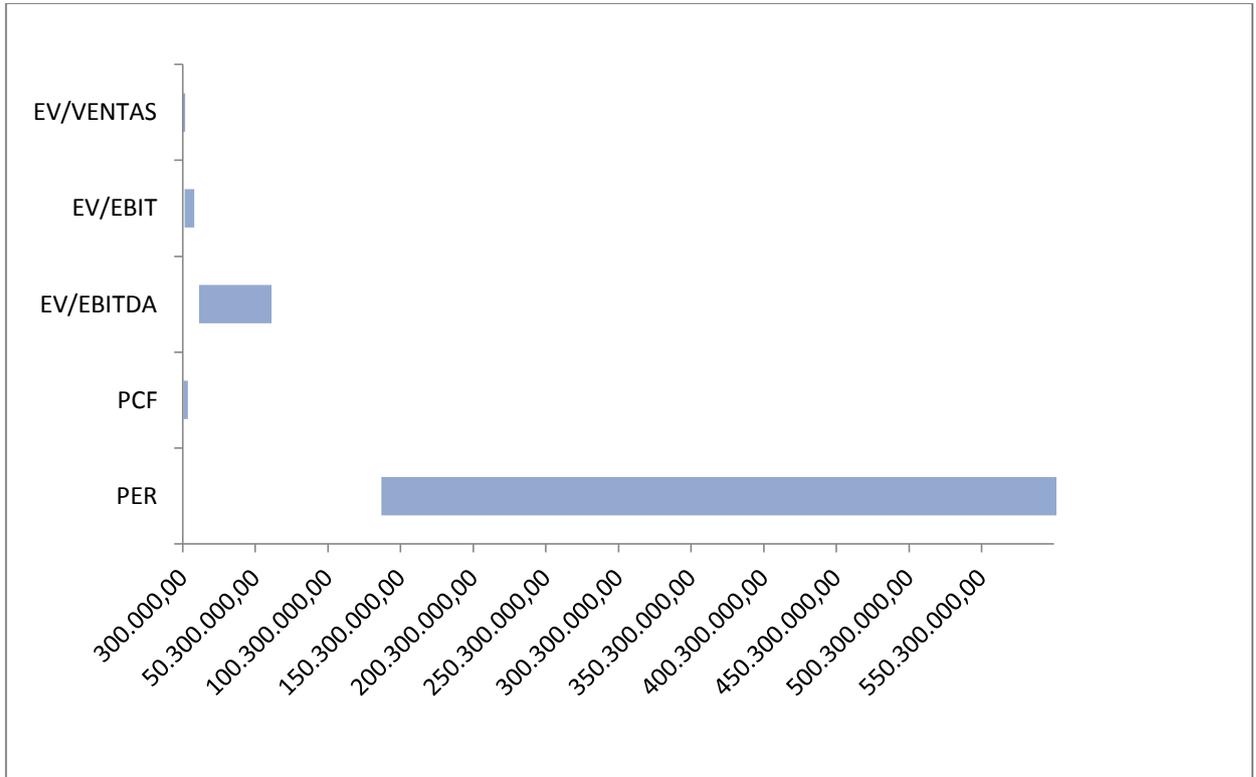


Grafico nº 10. Fuente: elaboración propia a partir de estimaciones anteriores.

Este gráfico nos muestra de una forma más explícita las diferencias de rango entre los diferentes múltiplos. Los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversores, reflejando expectativas de la compañía, tendencias del sector, riesgos... Es una herramienta útil para comprobar con el valor obtenido a través del descuento de flujos de caja, que veremos a continuación. El rango de valores obtenido alcanza el valor aproximado de 550 millones de euros.

5.4. COMPARACIÓN DE MODELOS

Una vez se ha estimado el valor de la empresa a través del modelo del descuento de flujos de caja y desarrollado el modelo de valoración por múltiplos de comparación, el siguiente paso es contrastar los resultados obtenidos.

Hemos comentado que básicamente utilizamos dos pilares en cualquier valoración de una compañía. Por una parte, los múltiplos de valoración y, por otra parte, el método del descuento de Flujos de Caja.

Mientras los múltiplos de valoración son normalmente considerados como un método sencillo, rápido y habitual para obtener valoraciones, hay también importantes desventajas que han de ser tomadas en cuenta. En primer lugar, los múltiplos son una medida relativa del valor de una compañía y, por consiguiente, pueden verse influenciados por las condiciones cambiantes del mercado con mucha facilidad. En segundo lugar, las valoraciones basadas en los múltiplos también pueden verse afectadas por las políticas contables, las cuales pueden diferir de compañía a compañía o de país a país. En tercer lugar, los múltiplos de valoración no son un método tan riguroso como descuento de Flujos de Caja y, por consiguiente, ha de ser comprobado y contrastado con el resultado obtenido por este último método, u otros.

A diferencia de los múltiplos de valoración, un análisis realizado a través del descuento de Flujos de Caja tiende a verse menos influenciado por las condiciones del mercado y pretende medir el valor de la empresa en términos absolutos. Es un método dinámico, que tiene en cuenta el valor temporal del dinero en el tiempo. Sin embargo, por las mismas razones, es un método mucho más laborioso basado en supuestos habitualmente cuestionables.

Así, a simple vista, existen diferencias significativas entre los dos métodos utilizados para estimar el valor de nuestra empresa.

El valor que se obtiene mediante el descuento de Flujos de Caja es de 8.559.771.578,79€ para una tasa de descuento (CMPC) de 2,03%, 488.996.760,64€ para un 2,38% y 637.221.236,90€ para un 2,29%. En cuanto al método de comparación por múltiplos, deberíamos escoger aquellos que coincidan con el valor estimado por el descuento de flujos de caja. Por tanto, habría que descartar todos excepto el múltiplo PER, puesto que el valor de la empresa obtenido por el método de DFC, con la tasa de descuento de 2,38% esta dentro del rango de ese múltiplo, y podíamos incluir también por su valor aproximado, el CMPC de 2,29%, sin embargo, el valor de la empresa obtenido con un CMPC de 2,03% no sería conveniente ya que es un valor demasiado elevado y no está dentro del rango estimado.

Por tanto, podría decirse que el valor de la cooperativa La Viña lo podemos encontrar entre los dos valores del rango del múltiplo PER, 137.044.315,86 euros y 540.683.842,31 euros.

Es importante señalar que aunque el método de valoración por múltiplos es más objetivo en sus resultados, éste no está exento de decisiones personales en su

desarrollo, por ejemplo, por emplear unas empresas u otras en su comparación, ya que no existen dos empresas iguales, y los valores pueden variar si se utiliza una u otra. Dependerá también, de quien realice el análisis y la información que disponga de la empresa para estimar su valor.

6. CONCLUSIONES

Con el presente trabajo se ha conseguido el objetivo que se había planteado en un inicio, obtener la valoración de una empresa valenciana del sector vinícola, Sociedad Cooperativa Vinícola La Viña, para poder estar preparados ante situaciones futuras de importantes decisiones.

En primer lugar, encontramos una introducción de la cooperativa. Breve resumen de la historia empresa, fundada en 1944 y la cual ha recibido varios premios por su buen hacer y su innovación. Para conocer la situación actual de la empresa y su tendencia futura se ha realizado un análisis del sector de alimentación y bebidas, centrándose en la elaboración de bebidas subsector vitivinícola. Se puede destacar el aumento del consumo de vino en los hogares españoles y una ligera variación a la baja de los precios medios. Por comunidades autónomas, la mitad norte de España donde se concentra el mayor consumo per cápita y donde también, está creciendo durante todo el 2010. El reto de los empresarios del vino es aumentar el consumo del vino, ya que en España se sitúa en 18 litros por persona y año, mientras que en otros países como Suiza, alcanza una media de 42 litros al año.

Se ha empleado la herramienta PEST, para analizar los factores del entorno que puedan afectar a la empresa (factores políticos-legales, económicos, socioculturales y tecnológicos). Cabe destacar la situación económica actual, que prevé una lenta recuperación, los tipos de interés (que pueden afectar a la empresa en la solicitud de préstamos y con ello a su crecimiento y beneficios), el aumento de paro, la renta per cápita (según datos del INE se mantiene el gasto en vino, sobretodo en Cataluña, Andalucía y Madrid), la actitud consumista (según fuentes de nutricionistas, el consumo moderado de bebidas fermentadas como el vino, disminuye el riesgo cardiovascular y protege de algunas enfermedades).

A continuación, se ha realizado un análisis económico-financiero de la empresa para saber la evolución que sigue y ver si está siendo una empresa afectada por la crisis económica como muchas que se encuentran actualmente en el mercado. Los datos analizados abarcan desde el 2005 al 2010, según datos extraídos de la base de datos del SABI. De los resultados del análisis se ve que esta empresa goza de

independencia financiera puesto que sus recursos propios son elevados y no necesita aumentar su endeudamiento.

Esta cooperativa no presenta problemas de liquidez en 2010. La evolución ha sido muy positiva desde el 2005. Recomendamos que se estudien los plazos de cobro de los deudores (realizable) para adoptar medidas correctoras si fuera necesario, y que se considere la posibilidad de reconvertir deuda a corto plazo en deuda a largo plazo.

También sería conveniente que la empresa intentase aumentar los medios líquidos de Tesorería.

La rentabilidad económica obtenida en el último año (0,8%) no es aceptable porque es inferior al coste de la deuda (3%), es decir, la productividad de los activos es menor de lo que cuesta financiarlos (ocurre lo mismo en años anteriores). La empresa tendrá que mejorar esta situación para alcanzar valores de años anteriores, como por ejemplo, vender más y reducir el activo o ajustar el precio y vender el máximo número de productos, entre otros.

En cuanto a la rentabilidad financiera, el apalancamiento es superior a uno en estos años analizados, salvo en 2009, lo que significa que el uso de la deuda mejora dicha rentabilidad, pues el rendimiento que obtiene de ese endeudamiento es superior a su coste. No obstante, debería vigilarse el tipo y la cantidad de endeudamiento de la misma, pues el crecimiento de las deudas a c/p, pese a un adecuado rendimiento de ésta, puede significar problemas para hacer frente a los pagos futuros.

Posteriormente, se ha determinado el valor actual de la Coop. La Viña a través de dos modelos distintos, con la finalidad de poder estar preparados ante situaciones futuras de importantes decisiones, como pueden ser: operaciones de compraventa, valoraciones de empresas cotizadas en bolsa, salidas a bolsa, decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa, etc.

Los modelos empleados son el descuento de los flujos de caja libres y el modelo de valoración por múltiplos de comparación, tratando de tener en cuenta en las estimaciones la situación actual de la economía.

El primer modelo, es un método dinámico que tiene en cuenta el valor temporal del dinero en el tiempo, es bastante laborioso y está basado en supuestos habitualmente cuestionables. Se ha calculado para ello un horizonte temporal de diez años, la tasa de descuento o CMPC obteniendo tres posibles valores y se ha estimado los flujos de

caja libres generando unos ingresos y gastos futuros aproximados. Para obtener finalmente el valor de la empresa, se ha estimado el valor residual con los datos anteriores y para cada tasa de descuento. Finalmente se obtiene 3 posibles valores de empresa. De este modo, se ha creído conveniente utilizar un segundo método donde se utilizan valores más objetivos para poder contrastar los resultados obtenidos.

El segundo modelo, es normalmente considerado como un método sencillo, rápido y habitual para obtener valoraciones, aunque puede ser influenciado por las condiciones cambiantes del mercado con mucha facilidad y además, dependerá también de quien realice el análisis ya que los resultados obtenidos puede diferir según las empresas que se elijan para comparar a la compañía, ya que todas las empresas no son iguales.

Así, tras el cálculo de ambos métodos, se obtiene un valor de empresa de 488.996.760,64 euros o lo que es lo mismo un rango de valores de la empresa entre 137.044.315,86 euros y 540.683.842,31 euros.

En este sentido, después de comprobar a través del segundo método que la valoración es fiable, se cree conveniente que es mejor no decantarse por un valor fijo de la empresa, y establecer el rango de valores citado, ya que la situación económica actual es bastante inestable y puede variar.

Por ello, se ha concluido que el valor de la empresa se debe encontrar dentro del intervalo calculado, y en definitiva, serán los propietarios o posibles compradores los que tendrán que decidir a qué precio estarán dispuestos a comprar o vender la cooperativa.

7. BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

- BADENES, C., SANTOS, J. Y FERNÁNDEZ, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. Publicación, División de investigación del IESE, Universidad de Navarra.
- CABALLER, V. y MOYA, L. (1997) *La Valoración de las empresas españolas*. Madrid. Editorial Pirámide.
- DAMODARAN, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. Prentice Hall
- FERNÁNDEZ, P. (2002) *Valoración de Empresas*. Barcelona. Editorial Gestión 2000.
- FERNÁNDEZ, P. (2008). *201 errores en la valoración de empresas*. Barcelona. Ediciones Deusto.
- ORIOL, A. (2008) *Análisis económico financiero*. Barcelona. Editorial Gestión 2000.
- SANJURJO, M. Y REINOSO, M. (2009). *Guía de Valoración de empresas*. 2ª Edición Madrid. Editorial Pearson Educación.
- TITMAN, S. y MARTIN, J. (2009) *Valoración “El arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa”*. Madrid. Editorial Pearson Educación.

DOCUMENTOS EN LÍNEA

- CENTRO TÉCNICO OPERATIVO DEL VINO (2008): “Legislación en España y la UE”; [en línea] ctov-es.com,
<<http://www.ctov-es.com/es/legislacion-espana-y-ue>> [25.02.12]

- DELOITTE (2009): “El Sector del vino en España”; [en línea] deloitte.com <http://www.deloitte.com/assets/DcomSpain/Local%20Assets/Documents/Industrias/PS/ConsumoValor_n1/es_PS_07_CVn1_Sector_vino.pdf > [10.01.12]
- FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE INDUSTRIAS DE LA ALIMENTACION Y BEBIDAS (2010): “Industria de alimentación y bebidas. Sector estratégico para España”: [en línea] fiab.es <http://www.fiab.es/archivos/documentoMenu/documentomenu_20111018141656.pdf> [10.01.12]
- FEDERACION ESPAÑOLA DEL VINO (2010): “Informe económico. El sector en cifras 2010”; [en línea] fev.es <http://www.fev.es/v_portal/informacion/informacionver.asp?cod=150&te=92&idage=185&vap=0&npag=1 > [27.02.12]
- FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE INDUSTRIAS DE LA ALIMENTACION Y BEBIDAS (2011): “Tercera oleada del barómetro del Sector de la Alimentación y Bebidas 2011”: [en línea] fiab.es <http://www.fiab.es/archivos/documentoNoticia/documentonoticia_20111123102828.pdf > [10.01.12]
- INFOEMPLEO.COM y ADECCO (2010): Informe Infoempleo.com 2010 “Oferta y demanda de empleo en España. Previsiones 2012”; [en línea] adecco.es <<http://www.adecco.es/data/Estudios/pdf/611.pdf>> [11.01.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Encuesta condiciones de vida. Año 2011. Datos provisionales”; [en línea] ine.es < <http://www.ine.es/prensa/np680.pdf>> [27.02.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Anuario estadístico de España 2011. Demografía”; [en línea] ine.es <http://www.ine.es/prodyser/pubweb/anuario11/anu11_02demog.pdf> [27.02.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Encuesta de presupuestos familiares. Año 2010”; [en línea] ine.es < <http://www.ine.es/prensa/np683.pdf> > [27.02.12]

- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Encuesta sobre innovación en las empresas. Año 2010. Resultados definitivos”; [en línea] ine.es
< <http://www.ine.es/prensa/np689.pdf> > [27.02.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Estadística sobre actividades I+D. Año 2010. Resultados provisionales”; [en línea] ine.es
< <http://www.ine.es/prensa/np687.pdf> > [27.02.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Encuesta de población activa. Variables de submuestra. Año 2010”; [en línea] ine.es
< <http://www.ine.es/prensa/np652.pdf> > [01.03.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Proyección de la población de España a corto plazo 2011-2021”; [en línea] ine.es
< <http://www.ine.es/prensa/np679.pdf> > [27.02.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2011): “Encuesta de condiciones de vida. Año 2011”; [en línea] ine.es < <http://www.ine.es/prensa/np680.pdf> > [27.02.12]
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2012): “Encuesta de Población Activa (EPA). Cuarto trimestre de 2011”; [en línea] ine.es
< <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0411.pdf>> [26.02.12]
- MARTÍN CERDEÑO, V.(2010): Demanda de vino en España “Perfiles de consumo conforme a las características del consumidor”; [en línea] mercasa.es,
<http://www.mercasa.es/files/multimedios/1292926919_pag_040-054_Cerdeno.pdf> [27.02.12]
- MINISTERIO DE AGRICULTURA ALIMENTACIÓN Y MEDIO AMBIENTE (2010): “Consumo alimentario en España mes a mes” [en línea] magrama.gob
<http://www.magrama.gob.es/es/alimentacion/temas/consumo-y-comercializacion-y-distribucion-alimentaria/diciembre_2010_tcm7-144521.pdf> [11.01.12]
- PAMPILLÓN, R. (2012): “La economía española colapsó en el cuarto trimestre del 2011”; [en línea] economy.blogs
<<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2012/02/la-economia-espanola-colapso-en-el-cuarto-trimestre-de-2011.php#more-13282>> [25.02.12]



- SALVADOR CASTELL, G., RIBAS BARBA, L., PÉREZ RODRIGO, C., ARANCETA BARTRINA, J. y SERRA MAJEM, L. (2004): “Guía de la alimentación saludable” editado por la Sociedad Española de Nutrición Comunitaria; [en línea] [aesan.msc.es](http://www.aesan.msc.es)
<http://www.aesan.msc.es/AESAN/docs/docs/come_seguro_y_saludable/guia_alimentacion2.pdf> [27.02.12]

PÁGINAS WEB

- Agencia Española de Seguridad Alimentaria y Nutrición: www.aesan.msc.es
- Banco de España: www.bde.es
- Barón de Ley: www.barondeley.com
- Bolsa de Madrid: www.bolsamadrid.es
- Bodegas Riojanas: www.bodegasriojanas.com
- Comisión Nacional de Mercado de Valores: www.cnmv.es
- Compañía Vinícola del Norte de España: www.cvne.com
- Cooperativa La Viña: www.vinosdelavina.com / www.ventadelpuerto.com
- Evolución Euribor: www.evolucioneuribor.es
- Instituto Nacional de Estadística (INE): www.ine.es
- Observatorio Español del Mercado del Vino: www.oemv.es

LEYES

- LEY 24/2003, de 10 de julio, de la Viña y del Vino
- Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.

8. ANEXOS

➤ Anexo 1: Consumo alimentario en el hogar mes a mes. 2009-2010.



CONSUMO ALIMENTARIO EN EL HOGAR

LA ALIMENTACIÓN MES A MES							
TAM DICIEMBRE 2010 VS TAM DICIEMBRE 2009							
HOGARES							
Productos	Cantidad (Millones de Kgs / Lt)		Evolucion	Valor (Millones de €)		Evolucion	Kg / Lt per Capita
	2009	2010	%10/09	2009	2010	%10/09	2010
HUEVOS KGS	403,5	378,4	-6,2	815,3	744,9	-8,6	8,2
CARNE POLLO FRESCA	638,7	669,8	4,9	2.575,1	2.556,2	-0,7	14,6
CARNE CERDO FRESCA	517,8	512,8	-1,0	3.050,9	3.040,5	-0,3	11,2
CARNE VACUNO FRESCA	330,8	309,4	-6,5	2.973,4	2.728,9	-8,2	6,7
CARNE O'VINO/CAPRINO FRESCA	109,5	102,5	-6,4	1.128,8	1.031,0	-8,7	2,2
CARNE TRANSFORMADA	558,5	561,4	0,5	4.764,3	4.727,0	-0,8	12,2
RESTO CARNE	250,3	276,0	10,3	1.356,4	1.444,3	6,5	6,0
PESCADOS	756,1	706,3	-6,6	4.924,2	4.573,8	-7,1	15,4
MARISCO/MOLUSCO/CRUS	408,5	359,1	-12,1	2.887,8	2.607,7	-9,7	7,8
CONS.PESCADO/MOLUSCO	182,8	188,6	3,2	1.566,5	1.569,0	0,2	4,1
TOTAL LECHE LIQUIDA	3.531,5	3.527,5	-0,1	2.591,6	2.460,7	-5,1	76,8
TOTAL OTRAS LECHE	29,8	32,7	9,8	213,1	246,5	15,7	0,7
T DERIVADOS LACTEOS	1.616,8	1.718,4	6,3	5.675,5	5.765,2	1,6	37,4
PAN	1.839,1	1.668,8	-9,3	4.407,0	3.904,9	-11,4	36,3
BOLL.PAST.GALLET.CERE	592,1	601,1	1,5	2.772,8	2.702,0	-2,6	13,1
CHOCOLATES/CACAOS/SUC	153,5	150,5	-1,9	943,1	924,7	-1,9	3,3
CAFES E INFUSIONES	77,4	76,7	-0,9	723,6	763,0	5,4	1,7
ARROZ	168,7	177,2	5,0	242,8	241,2	-0,6	3,9
TOTAL PASTAS	166,9	176,8	5,9	291,9	295,5	1,2	3,8
AZUCAR	198,2	185,1	-6,6	177,6	152,9	-13,9	4,0
LEGUMBRES	146,5	147,3	0,6	229,6	216,7	-5,6	3,2
ACEITE DE OLIVA	439,8	446,3	1,5	1.127,6	1.120,1	-0,7	9,7
ACEITE DE GIRASOL	163,6	161,0	-1,6	165,3	159,0	-3,8	3,5
RESTO ACEITE	2,5	1,9	-23,4	4,2	3,0	-28,1	0,0
PATATAS FRESCAS	1.162,6	1.072,8	-7,7	673,8	691,4	2,6	23,4
PATATAS CONGELADAS	39,6	44,3	11,8	48,1	50,5	5,0	1,0
PATATAS PROCESADAS	57,4	58,1	1,2	271,9	276,6	1,7	1,3
TOMATES	678,6	648,7	-4,4	930,1	966,5	3,9	14,1
RESTO HORTALIZAS FRESCAS	2.255,7	2.132,3	-5,5	3.622,9	3.645,7	0,6	46,4
CITRICOS	1.395,4	1.342,0	-3,8	1.406,7	1.496,1	6,4	29,2
RESTO FRUTAS FRESCAS	3.345,6	3.352,9	0,2	4.858,6	4.766,2	-1,9	73,0
ACEITUNAS	104,4	103,6	-0,8	293,2	292,4	-0,3	2,3
FRUTOS SECOS	127,2	130,5	2,5	772,3	782,9	1,4	2,8
T.FRUTA&HORTA.TRANSF	591,8	629,9	6,4	1.236,8	1.276,8	3,2	13,7
PLATOS PREPARADOS	508,7	543,1	6,8	2.094,7	2.164,3	3,3	11,8
VINOS TRANQUILOS D.O.	140,8	141,9	0,8	528,5	529,4	0,2	3,1
ESPUMOSOS/CAVAS D.O.	29,5	26,2	-11,3	167,4	136,2	-18,7	0,6
VINO DE MESA SIN D.O.	231,4	232,4	0,4	272,5	264,3	-3,0	5,1
OTROS VINOS	41,8	40,3	-3,5	138,2	131,1	-5,2	0,9
CERVEZAS	775,9	761,4	-1,9	938,3	897,4	-4,4	16,6
BEBIDAS ALCOHOLICAS ALTA GRADUACIÓN	46,7	46,7	0,0	465,3	448,3	-3,7	1,0
TOTAL ZUMO Y NECTAR	519,6	573,7	10,4	467,9	493,5	5,5	12,5
AGUA DE BEBIDA ENVAS.	2.525,7	2.430,9	-3,8	540,0	506,2	-6,3	52,9
GASEOSAS Y BEBID.REFR	2.075,3	2.095,5	1,0	1.687,5	1.627,2	-3,6	45,6
O PRODUCTOS EN PESO	434,9	450,4	3,6	1.310,7	1.329,9	1,5	9,8
O PRODUCTOS EN VOLUMEN	224,5	251,5	12,0	289,0	310,8	7,5	5,5
TOTAL ALIMENTACION	30.843,4	30.490,7	-1,1	68.655,4	67.086,2	-2,3	663,7

* RESTO CARNE: incluye la carne de despojos, de pavo, de avestruz, carne congelada.....

* T DERIVADOS LACTEOS: Incluye Preparados Lacteos y Derivados Lacteos

* RESTO ACEITE: Incluye todos los aceites que no son de Oliva o Girasol

* RESTO HORTALIZAS FRESCAS: incluye los ajos, las cebollas, las coles, los pepinos, verduras de hojas.....

* CITRICOS: incluyen las Naranjas, Mandarinas y Limones

* RESTO FRUTAS FRESCAS: incluyen los platanos, las fresas y fresones, el melon, la sandia, las uvas, el kiwi.....

* OTROS VINOS: incluye los vinos de Aguja D.O., vinos de Licor D.O., Otros Vinos+Espumosos sin D.O.

* BEBIDAS ESPIRITUOSAS: incluye el Brandy, Whisky, Ginebra, Ron, Anis, Otras Bebidas Espirituosas. Esta rúbrica ha disminuido mucho el consumo, porque en el año 2007 entraban las bebidas con vino como sangría, tinto de verano etc., que este año van a OTROS PRODUCTOS EN VOLUMEN

* O PRODUCTOS EN PESO: incluye la miel, los edulcorantes, bases pizzas y masas de hojaldre, harinas y semolas, encurtidos, sal, caldos.....

* O PRODUCTOS EN VOLUMEN: incluye la sidra, el vinagre, bebidas con vino, horchata, leche de distinta especie a la de la vaca,.....

CONSUMO ALIMENTARIO EN EL HOGAR

Miles de Kilos/Litros

	diciembre 09	enero 10	febrero 10	marzo 10	abril 10	mayo 10	junio 10	julio 10	agosto 10	septiembre 10	octubre 10	noviembre 10	diciembre 10
PATATAS FRESCAS	93.984	106.621	81.225	94.730	84.891	89.776	88.585	91.614	84.784	90.910	94.508	85.778	79.382
T.HORTALIZAS FRESCAS	220.732	247.487	204.000	233.143	233.630	239.717	240.532	253.110	232.024	238.156	246.626	220.379	192.193
TOMATES	43.667	48.495	39.392	44.311	44.450	54.598	64.274	74.370	71.935	68.508	56.311	44.116	37.988
CEBOLLAS	29.902	29.892	25.807	28.202	27.598	28.355	28.651	33.888	30.937	28.594	28.729	27.172	25.459
LECHUGA/ESC./ENDIVIA	18.578	19.615	15.844	18.854	19.384	20.922	21.681	19.519	17.695	17.078	18.586	17.013	16.217
PIMIENTOS	15.786	20.035	15.798	16.211	13.712	15.405	18.793	21.216	21.800	23.203	21.159	15.808	13.326
JUDIAS VERDES	7.032	8.237	7.614	7.604	8.813	9.521	9.539	12.156	12.601	9.758	9.257	7.885	5.573
COLES	9.669	12.422	8.742	9.614	6.885	6.459	5.622	4.962	4.592	6.098	8.473	8.558	8.788
T.FRUTAS FRESCAS	378.500	417.111	348.607	386.798	362.055	376.214	413.946	461.038	414.260	415.283	404.799	363.689	331.120
NARANJAS	101.365	127.215	114.616	127.730	118.150	100.445	59.614	36.529	28.397	31.565	45.284	71.774	82.151
MANDARINAS	68.545	70.700	40.650	26.346	12.985	4.802	1.213	715	404	1.650	24.135	56.529	58.980
LIMONES	10.372	9.583	7.431	8.906	8.235	8.196	7.432	8.131	7.779	7.497	8.399	8.394	9.484
PLATANOS	41.190	51.465	47.108	53.978	51.515	50.151	40.112	31.464	25.422	34.760	43.811	45.842	39.734
MANZANAS	48.496	60.335	53.050	60.464	55.987	53.659	38.645	29.600	25.193	38.318	50.296	49.960	41.752
PERAS	27.417	31.941	28.878	33.398	30.803	30.075	20.187	20.953	23.248	28.362	30.303	27.303	22.846
MELOCOTONES	804	391	350	337	431	2.632	17.805	47.363	55.119	49.358	35.129	9.960	1.270
ALBARICOQUES	123	263	82	57	159	3.339	17.857	11.482	2.278	820	520	333	324
FRESAS/FRESON	1.104	4.513	12.475	23.373	33.816	23.533	8.411	1.593	905	557	540	468	509
MELON	7.429	6.437	5.191	7.512	6.702	15.701	40.317	77.137	86.693	81.828	47.910	10.080	7.469
SANDIA	879	253	895	2.759	4.464	31.924	78.940	102.199	81.216	47.098	12.980	1.588	242
CIRUELAS	1.556	658	770	2.028	1.545	1.132	3.319	12.328	18.922	20.455	14.435	5.139	1.460
CEREZAS	1.045	1.000	1.041	1.152	567	4.573	27.976	18.757	2.073	513	871	807	800
UVAS	11.681	4.682	2.092	2.865	2.751	2.706	2.284	2.474	6.383	21.760	29.427	14.946	10.965
KIWI	14.584	17.046	15.348	16.354	14.459	14.235	11.957	9.682	8.807	9.109	11.795	14.886	11.767
VINOS TRANQUILOS D.O.	23.599	11.797	11.107	13.128	11.930	10.997	9.736	10.218	9.313	9.974	11.830	12.337	19.492
ESPUMOSOS/CAVAS D.O.	12.202	2.214	1.276	1.482	1.337	1.378	1.741	1.546	1.244	1.221	1.280	1.869	9.598
VINO DE MESA SIN D.O.	26.444	20.400	17.138	19.846	18.833	18.781	18.663	18.729	18.077	18.876	20.966	19.630	22.459
OTROS VINOS	6.612	3.027	2.661	3.101	3.149	2.944	3.086	3.877	3.614	2.957	2.968	2.943	5.997
CERVEZAS	64.357	53.147	48.088	59.828	62.549	62.341	67.873	86.803	75.270	66.002	60.321	56.273	62.909
SIDRA	6.527	1.316	581	608	660	888	808	865	797	703	681	1.087	5.901
BEBIDAS ESPIRITUOSAS	9.612	3.419	3.180	3.681	3.370	3.219	3.187	3.622	3.019	3.700	3.440	5.288	7.551
OTRA BEBIDA CON VINO	1.181	1.069	955	1.317	1.959	3.559	5.414	9.861	9.112	5.030	3.043	1.851	1.963
TOTAL ZUMO Y NECTAR	37.564	48.081	45.749	49.366	50.780	49.896	51.916	56.022	49.293	48.520	46.590	40.225	37.306

➤ **Anexo 2: Las principales normas que deben tener en cuenta en este sector.**

1. Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.

La presente Ley será de aplicación a las sociedades cooperativas que desarrollen su actividad cooperativizada en el territorio de varias Comunidades Autónomas, excepto cuando en una de ellas se desarrolle con carácter principal.

2. Ley de la Viña y del Vino. Disposiciones estatales.

DISPOSICIONES ESTATALES

LEY 24/2003, de 10 de julio, de la Viña y del Vino (BOE del 11).

Establecidas normas de desarrollo por:

. Real Decreto 1651/2004, de 9 de julio (BOE del 10).

ORDEN APA/2870/2002, de 11 de noviembre, por la que se crea y regula el Consejo Español de Vitivinicultura (BOE del 15).

3. Organización común del mercado vitivinícola. Disposiciones comunitarias.

DISPOSICIONES COMUNITARIAS

REGLAMENTO (CE) 491/2009, de 25 de mayo de 2009 (DOUE L 154, 17.06.2009), que modifica el Reglamento (CE) nº 1234/2007 por el que se crea una organización común de mercados agrícolas y se establecen disposiciones específicas para determinados productos agrícolas (Reglamento único para las OCM).

Corrección de errores en DOUE L 313, de 26.11.2011.

Incorpora la OCM vitivinícola a la OCM única agrícola, R (CE) 1234/2007 (Texto consolidado a 19.06.2010).

Se autoriza un incremento de los límites de aumento artificial del grado alcohólico natural del vino, producido con uvas cosechadas en 2010 en determinadas zonas vitícolas, de acuerdo con el anexo XV bis, sección A, apartado 3, del R (CE) 1234/2007, por:

REGLAMENTO (CE) 479/2008(*) del Consejo, de 29 de abril de 2008, por el que se establece la organización común del mercado vitivinícola, se modifican los Reglamentos (CE) nº 1493/1999, (CE) nº 1782/2003, (CE) nº 1290/2005 y (CE) nº 3/2008 y se derogan los Reglamentos (CEE) nº 2392/86 y (CE) nº 1493/1999 (DOUE L 148, 06.06.2008, p. 1).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 479/2008 a 07.02.2009.

() Reglamento derogado por el R (CE) 491/2009. Se mantiene la referencia y el texto consolidado del R (CE) 479/2008 por continuar la aplicabilidad transitoria del artículo 128 apartado 3, a las medidas y en las condiciones que en él se determinan, de acuerdo con lo previsto en el artículo 3 del R (CE) 491/2009.*

REGLAMENTO (CE) 555/2008 de la Comisión, de 27 de junio de 2008, por el que se establecen normas de desarrollo del Reglamento (CE) nº 479/2008 del Consejo, por el que se establece la organización común del mercado vitivinícola, en lo relativo a los programas de apoyo, el comercio con terceros países, el potencial productivo y los controles en el sector vitivinícola (DOUE L 170, 30.06.2008, p. 1).

Modificado por:

- . Reglamento (CE) 42/2009 (DOUE L 16, 21.01.2009, p. 6).
- . Reglamento (CE) 702/2009 (DOUE L 202, 4.08.2009, p.5).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 555/2008 a 05.08.2009

Corrección de errores en DOUE L 139, de 5.06.2010.

Modificado por:

. Reglamento (UE) 772/2010 (DOUE L 232, de 2.09.2010). Corrección de errores en DOUE L 343, de 29.12.2010.

REGLAMENTO (CE) 1493/1999(*) del Consejo, de 17 de mayo de 1999, por el que se establece la organización común del mercado vitivinícola (DOUE L 179, 14.07.1999).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 1493/1999 a 20.01.2009.

Derogaciones parciales por:

- . Reglamento (CE) 1037/2001 (DOUE L 145, 31.05.2001, p. 12).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 1037/2001 a 21.12.2005.

- . Reglamento (CE) 527/2003 (DOUE L 78, 25.03.2003, p. 1).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 527/2003 a 01.01.2007.

() Reglamento derogado por el R (CE) 479/2008. Se mantiene la referencia y el texto consolidado del R (CE) 1493/1999, por continuar la aplicabilidad transitoria de*

determinadas disposiciones, de acuerdo con lo previsto en el artículo 128, apartado ,3 del R (CE) 479/2008.

4. Programas de apoyo, comercio con terceros países, potencial productivo y controles en el sector vitivinícola. Disposiciones comunitarias y estatales.

REGLAMENTO (CE) 555/2008 de la Comisión, de 27 de junio de 2008, por el que se establecen normas de desarrollo del Reglamento (CE) nº 479/2008 del Consejo, por el que se establece la organización común del mercado vitivinícola, en lo relativo a los programas de apoyo, el comercio con terceros países, el potencial productivo y los controles en el sector vitivinícola (DOUE L 170, 30.06.2008, p.1).

Modificado por:

- . Reglamento (CE) 42/2009 (DOUE L 16, 21.01.2009, p. 6).
 - . Reglamento (CE) 702/2009 (DOUE L 202, 4.08.2009, p.5).
- TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 555/2008 a 05.08.2009.
Corrección de errores en DOUE L 139, de 5.06.2010.

Modificado por:

- . Reglamento (UE) 772/2010 (DOUE L 232, de 2.09.2010). Corrección de errores en DOUE L 343, de 29.12.2010.

REGLAMENTO (CE) 1227/2000(*) de la Comisión, de 31 de mayo de 2000, por el que se fijan las disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) 1493/1999 del Consejo, por el que se establece la organización común del mercado vitivinícola, en lo relativo al potencial de producción (DOCE L 143, 16.06.2000, p. 1).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 1227/2000 a 01.08.2005.

() Reglamento derogado por el R (CE) 555/2008. Se mantiene la referencia y el texto consolidado del R (CE) 1227/2000 por continuar la aplicabilidad de determinadas disposiciones, de acuerdo con lo previsto en el artículo 103 del R (CE) 555/2008.*

REGLAMENTO (CE) 1623/2000(*) de la Comisión, de 25 de julio de 2000, por el que se fijan las disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) 1493/1999 por el que se establece la organización común del mercado vitivinícola, en lo que respecta a los mecanismos de mercado (DOCE L 194, 31.07.2000, p. 45).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 1623/2000 a 15.06.2008.

() Reglamento derogado por el R (CE) 555/2008. Se mantiene la referencia y el texto consolidado del R (CE) 1623/2000, así como las excepciones del mismo, por continuar la aplicabilidad de determinadas disposiciones, de acuerdo con lo previsto en el artículo 103 del Reglamento 555/2008.*

REAL DECRETO 1227/2001, de 8 de noviembre (BOE del 9), sobre declaraciones de existencias, cosecha de uva y producción, del sector vitivinícola.

Modificado por:

- . Real Decreto 373/2003, de 28 de marzo (BOE de 10 de abril).
- . Orden ARM/3219/2008, de 5 de noviembre (BOE del 12).

REAL DECRETO 373/2003, de 28 de marzo (BOE de 10 de abril), de medidas urgentes en el sector vitivinícola. Corrección errores en BOE de 28 de mayo de 2003.

Derogados los apartados 1 al 6 del artículo primero, por:

- . Real Decreto 1244/2008 (BOE de 19 de julio).

REAL DECRETO 1244/2008, de 18 de julio (BOE del 19), por el que se regula el potencial de producción vitícola.

Modificado por:

- . Real Decreto 1303/2009, de 31 de julio (BOE de 1 de agosto).

Modificado el apartado 1 del artículo 7, por:

- . Real Decreto 461/2011, de 1 de abril (BOE del 2).

Modificado el apartado 3, del artículo 30 y 1, del artículo 36, artículos 31, 33 y 34, primer párrafo del artículo 37 y anexos I y XXI, por:

- . Real Decreto 461/2011, de 1 de abril (BOE del 2).

5. Designación, denominación, presentación y protección de productos vitivinícolas. Disposiciones comunitarias y estatales.

DISPOSICIONES COMUNITARIAS

REGLAMENTO (CE) 607/2009 de la Comisión de 14 de julio de 2009 por el que se establecen determinadas disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) n^o 479/2008 del Consejo en lo que atañe a las denominaciones de origen e indicaciones geográficas protegidas, a los términos tradicionales, al etiquetado y a la presentación de determinados productos vitivinícolas (DOUE L 193, de 24.07.2009, p.60).

Modificado y corregido, por:

. Reglamento (UE) 401/2010 (DOUE L 117, de 11.05.2010, p.13). Corrección de errores en DOUE L 248, de 22.09.2010.

Modificado, por:

. Reglamento (UE) 538/2011 (DOUE L 147, de 2.06.2011).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 607/2009 a 01.08.2009.

Corrección de errores en DOUE L 217, de 18.08.2010.

Corrección de errores en DOUE L 261, de 05.10.2010.

Modificado, por:

. Reglamento de ejecución (UE) 670/2011 (DOUE L 183, de 13.07.2011).

REGLAMENTO (CE) 753/2002(*) de la Comisión, de 29 de abril de 2002 que fija determinadas disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) 1493/1999 del Consejo, en lo que respecta a la designación, denominación, presentación y protección de determinados productos vitivinícolas (DOCE L 118, 4.05.2002, p.1).

TEXTO CONSOLIDADO R (CE) 753/2002 a 14.12.2007.

() Reglamento derogado por el R (CE) 607/2009. Se mantiene la referencia y el texto consolidado del R (CE) 753/2002, por las disposiciones transitorias y prórroga de comercialización previstas en el artículo 73 del R (CE) 607/2009.*

DISPOSICIONES ESTATALES

REAL DECRETO 1126/2003, de 5 de septiembre (BOE del 23), por el que se establecen las reglas generales de utilización de las indicaciones geográficas y de la mención tradicional "vino de la tierra" en la designación de los vinos.

REAL DECRETO 1127/2003 (*), de 5 de septiembre (BOE del 23), por el que se desarrolla el Reglamento (CE) 753/2002 de la Comisión, de 29 de abril de 2002, que fija determinadas disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) 1493/1999 del Consejo, en lo que respecta a la designación, denominación, presentación y protección de determinados productos vitivinícolas.

Modificado por:

. Real Decreto 1365/2007, de 19 de octubre (BOE del 13 de noviembre).

. Orden ARM 3219/2008, de 5 de noviembre (BOE del 12).

ORDEN ARM/313/2011, de 9 de febrero (BOE del 17), por la que se deroga la Orden ARM/2067/2009, de 29 de julio, por la que se reconoce y regula la Indicación Geográfica "Viñedos de España" para los vinos con derecho a la mención tradicional "Vino de la Tierra" producidos en la zona geográfica que se delimita.

REAL DECRETO 1363/2011, de 7 de octubre (BOE de 1 de noviembre), por el que se desarrolla la reglamentaci3n comunitaria en materia de etiquetado, presentaci3n e identificaci3n de determinados productos vitivin3colas.

() Derogado por Real Decreto 1363/2011, de 7 de octubre (BOE de 1 de noviembre). El citado Real Decreto entra en vigor a los 15 d3as de su publicaci3n en el Bolet3n Oficial del Estado.*

6. Circulaci3n y registro de productos vitivin3colas. Disposiciones comunitarias y estatales.

DISPOSICIONES COMUNITARIAS

REGLAMENTO (CE) 436/2009 de la Comisi3n, de 26 de mayo de 2009 (DOUE L 128, de 27.05.2009), por el que se establecen disposiciones de aplicaci3n del Reglamento (CE) n3 479/2008 del Consejo en lo que respecta al registro vit3cola, a las declaraciones obligatorias y a la recopilaci3n de informaci3n para el seguimiento del mercado, a los documentos que acompa1an al transporte de productos y a los registros que se han de llevar en el sector vitivin3cola.

Modificado por:

. Reglamento (UE) 173/2011 (DOUE L 049, de 24.02.2010, p. 16).

DISPOSICIONES ESTATALES

REAL DECRETO 323/1994, de 28 de febrero (BOE de 7 de mayo), sobre los documentos que acompa1an el transporte de productos vitivin3colas y los registros que se deben llevar en el sector vitivin3cola.

ORDEN DE 20 DE MAYO DE 1994 (BOE de 15 de junio), por la que se dictan normas de desarrollo del Real Decreto 323/1994, sobre documentos que acompa1an el transporte de productos vitivin3colas y los registros que se deben llevar en el sector vitivin3cola.

Derogados los art3culos 3 y 4, por:

. Real Decreto 1363/2011, de 7 de octubre (BOE de 1 de noviembre).

**ANEXO 3:
BALANCE DE SITUACIÓN**

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Inmovilizado	7.105.667	7.793.021	8.526.495	8.429.853	7.883.255	8.237.158
Inmovilizado inmaterial	31.151	42.386	4.250	7.261	10.395	278
Inmovilizado material	5.696.298	6.393.348	7.188.294	7.109.481	6.572.940	6.979.954
Otros activos fijos	1.378.217	1.357.287	1.333.951	1.313.111	1.299.920	1.256.926
Activo circulante	5.429.321	5.589.453	5.666.799	5.300.246	4.694.978	4.646.232
Existencias	1.865.623	2.278.311	2.299.826	2.557.598	2.137.950	1.647.252
Deudores	3.245.614	2.885.831	3.196.714	2.249.734	2.303.768	2.624.644
Otros activos líquidos	318.083	425.311	170.259	492.914	253.260	374.336
Tesorería	78.619	340.105	123.371	385.431	170.798	296.762
TOTAL ACTIVO	12.534.988	13.382.474	14.193.294	13.730.099	12.578.233	12.883.391
Fondos propios	7.042.875	7.151.143	6.956.011	5.594.425	5.185.303	4.718.085
Capital suscrito	1.245.520	1.269.053	1.263.440	1.206.450	1.145.756	1.062.873
Otros fondos propios	5.797.355	5.882.090	5.692.571	4.387.975	4.039.547	3.655.212
Pasivo fijo	1.994.528	1.484.950	2.057.097	1.990.483	1.585.910	2.079.180
Acreedores a L. P.	1.718.672	1.484.950	1.539.669	1.990.483	1.585.910	2.079.180
Otros pasivos fijos	275.856	0	517.428	0	0	0
Provisiones	0	0	0	0	0	0
Pasivo líquido	3.497.585	4.746.381	5.180.186	6.145.191	5.807.019	6.086.126
Deudas financieras	987.865	2.529.090	2.894.217	2.527.016	1.923.009	2.355.802
Acreedores comerciales	907.173	571.998	920.988	689.439	401.408	539.604
Otros pasivos líquidos	1.602.547	1.645.293	1.364.981	2.928.736	3.482.602	3.190.720
TOTAL PASIVO Y CAPITAL PROPIO	12.534.988	13.382.474	14.193.294	13.730.099	12.578.233	12.883.391
Número de empleados	35	34	31	30	33	32

Anexo 4

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Ingresos de explotación	9.999.597	8.991.938	10.065.310	7.947.186	7.621.050	8.042.703
Importe neto de Cifra de Ventas	9.899.845	8.876.301	9.920.166	7.852.585	7.447.894	7.872.719
Resultado Explotación	100.352	42.260	20.062	24.495	-8.911	58.883
Ingresos financieros	124.654	135.102	337.783	102.261	82.867	64.410
Gastos financieros	82.909	172.020	253.045	198.073	113.350	125.406
Resultado financiero	41.745	-36.918	84.738	-95.813	-30.483	-60.997
Result. ordinarios antes Impuestos	142.097	5.342	104.800	-71.318	-39.394	-2.114
Impuestos sobre sociedades	19.305		8.809	25.865	18.028	18.921
Resultado Actividades Ordinarias	122.792	5.342	95.990	-97.183	-57.422	-21.035
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	314.825	218.623	274.137
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	368	330	787
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	n.d.	n.d.	314.457	218.293	273.350
Resultado del Ejercicio	122.792	5.342	95.990	217.274	160.871	252.316
Materiales	7.199.360	6.781.630	7.495.442	5.726.592	5.512.992	5.989.346
Gastos de personal	906.167	1.177.741	1.031.310	880.261	866.785	824.423
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	829.206	825.465	816.058	741.927	744.412	676.193
Gastos financieros y gastos asimilados	81.738	172.020	253.045	198.073	113.350	125.406
Cash flow	951.998	830.807	912.048	959.201	905.283	928.509
EBIT	100.352	42.260	20.062	24.495	-8.911	58.883
EBITDA	929.558	867.725	836.120	766.422	735.501	735.076

➤ **Anexo 5: Rentabilidades diarias de Barón de Ley, Bodegas Riojanas, Compañía Vinícola del Norte de España y del Ibex 35 en el año 2010.**

RENTABILIDADES				
Fecha	Barón de Ley	Bodegas Riojanas	CVNE	Ibex-35
05/01/2010	-0,1907%	0,0000%	-0,5772%	0,4871%
06/01/2010	0,0000%	0,1386%	0,0723%	0,1482%
07/01/2010	0,0000%	2,0563%	-2,3410%	-0,4609%
08/01/2010	0,0000%	-2,0563%	0,0000%	-0,0271%
11/01/2010	0,0000%	1,3755%	0,0000%	-0,7303%
12/01/2010	1,6717%	0,0000%	3,5627%	-0,9018%
13/01/2010	-0,5646%	0,2729%	0,0000%	-0,0652%
14/01/2010	1,2504%	0,0000%	0,0000%	0,3464%
15/01/2010	2,4549%	0,0000%	0,0000%	-1,2984%
18/01/2010	1,5341%	0,0000%	0,0000%	0,2167%
19/01/2010	4,0941%	-0,4096%	0,0000%	1,2715%
20/01/2010	-0,1147%	0,0000%	1,7700%	-2,6430%
21/01/2010	-0,4889%	0,0000%	-1,7700%	-2,2892%
22/01/2010	-1,1306%	0,0000%	0,0000%	-0,6188%
25/01/2010	-1,4980%	0,2732%	0,0000%	-1,0971%
26/01/2010	2,2821%	-1,6507%	-3,3409%	0,8674%
27/01/2010	-0,2027%	1,2405%	7,6058%	-2,7256%
28/01/2010	-0,0290%	0,0000%	-4,2649%	-1,9469%
29/01/2010	-1,1372%	-1,2405%	0,0000%	1,0874%
01/02/2010	-2,7652%	0,1386%	0,1428%	0,4329%
02/02/2010	-0,4230%	0,0000%	0,0000%	1,3164%
03/02/2010	1,1738%	1,2388%	0,0000%	-2,2925%
04/02/2010	-0,7509%	-1,3774%	0,0000%	-6,1230%
05/02/2010	-8,3919%	1,1035%	0,0000%	-1,3606%
08/02/2010	0,9788%	-1,1035%	0,0000%	1,0143%
09/02/2010	1,7700%	0,0000%	0,0000%	0,6748%
10/02/2010	-0,2875%	0,0000%	6,7565%	1,7328%
11/02/2010	0,1279%	0,0000%	0,0000%	-1,6715%
12/02/2010	4,5590%	0,0000%	0,0000%	-0,5540%
15/02/2010	1,4847%	0,0000%	0,0000%	0,6696%
16/02/2010	1,9950%	1,2405%	0,3328%	0,9697%
17/02/2010	0,9974%	0,0000%	-0,3328%	1,0023%
18/02/2010	1,2473%	0,0000%	-5,4808%	0,7175%
19/02/2010	1,5447%	-0,1371%	-1,2757%	0,9647%
22/02/2010	-0,3127%	-1,1035%	0,0000%	-0,9997%

23/02/2010	-0,3423%	0,0000%	0,5690%	-2,4672%
24/02/2010	0,3707%	0,0000%	0,3540%	-0,5728%
25/02/2010	0,0000%	0,0000%	-0,9230%	-1,2542%
26/02/2010	-0,3422%	0,0000%	0,0000%	2,0275%
01/03/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,9755%
02/03/2010	-0,0286%	0,0000%	-0,1428%	0,8265%
03/03/2010	-3,9038%	0,0000%	0,0000%	1,3500%
04/03/2010	3,4743%	1,2405%	-0,3578%	0,7548%
05/03/2010	0,0000%	0,0000%	0,3578%	2,5225%
08/03/2010	-1,1544%	0,0000%	0,0000%	0,5295%
09/03/2010	0,1160%	0,0000%	0,0000%	-0,6838%
10/03/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	1,0685%
11/03/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,6821%
12/03/2010	-0,2904%	0,0000%	0,0000%	0,2857%
15/03/2010	0,3193%	0,0000%	0,0000%	-1,0819%
16/03/2010	0,0000%	1,0899%	0,0000%	0,9220%
17/03/2010	-2,3461%	0,0000%	0,0000%	0,9673%
18/03/2010	0,0000%	0,0000%	8,8795%	-0,8390%
19/03/2010	2,3461%	0,0000%	0,0000%	-0,7496%
22/03/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-1,1797%
23/03/2010	-0,0290%	0,0000%	-0,6557%	1,2289%
24/03/2010	-0,2613%	0,0000%	0,0000%	-1,1884%
25/03/2010	0,2903%	-0,8163%	0,0000%	2,0504%
26/03/2010	-0,8734%	0,9517%	0,0000%	-0,1832%
29/03/2010	0,8734%	0,0000%	0,0000%	0,1796%
30/03/2010	-0,4066%	0,0000%	0,0000%	-0,9995%
31/03/2010	0,0582%	0,0000%	0,0000%	-1,0013%
01/04/2010	-0,2330%	0,0000%	-8,2238%	1,7923%
06/04/2010	0,5234%	-0,8152%	0,0000%	0,8341%
07/04/2010	0,3474%	0,0000%	8,2238%	0,2747%
08/04/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-1,0329%
09/04/2010	0,7773%	0,0000%	-8,2238%	2,8297%
12/04/2010	-0,7773%	0,0000%	0,0000%	0,5828%
13/04/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,0017%
14/04/2010	1,1494%	0,4084%	0,0000%	0,3719%
15/04/2010	0,3707%	3,3403%	0,0000%	0,1720%
16/04/2010	-1,0588%	0,3934%	6,8993%	-2,3158%
19/04/2010	0,6881%	1,5585%	0,0000%	-0,5361%
20/04/2010	-0,2002%	0,0000%	-6,8993%	0,9429%
21/04/2010	0,0000%	-1,4277%	0,0000%	-2,1538%
22/04/2010	0,0572%	0,0000%	0,0000%	-2,2188%
23/04/2010	0,7128%	0,0000%	0,0000%	0,8859%



26/04/2010	0,6795%	0,0000%	0,0000%	0,1931%
27/04/2010	-0,1129%	0,0000%	0,0714%	-4,2807%
28/04/2010	-0,0283%	-1,0513%	0,0000%	-3,0407%
29/04/2010	1,4029%	-0,9290%	-0,0714%	2,6593%
30/04/2010	1,6031%	0,0000%	0,0714%	0,4892%
03/05/2010	0,0548%	0,0000%	0,0000%	-0,6636%
04/05/2010	-1,3519%	6,9526%	0,0000%	-5,5601%
05/05/2010	0,6369%	-6,8194%	7,1607%	-2,2972%
06/05/2010	-0,8037%	2,3685%	0,0000%	-2,9769%
07/05/2010	-0,0278%	-2,5018%	-7,1607%	-3,3321%
10/05/2010	-0,1393%	7,9427%	0,0000%	13,4836%
11/05/2010	0,3061%	-1,6139%	0,0000%	-3,3725%
12/05/2010	1,4071%	0,0000%	0,0000%	0,8080%
13/05/2010	2,1681%	-2,9208%	0,0000%	-1,1192%
14/05/2010	0,2677%	0,0000%	-0,0714%	-6,8739%
17/05/2010	0,4801%	-0,9062%	0,0714%	-0,3075%
18/05/2010	0,0000%	1,9318%	0,0000%	3,6115%
19/05/2010	-1,5554%	0,0000%	7,1607%	-2,6427%
20/05/2010	-0,2977%	-0,2554%	-7,1607%	-1,1369%
21/05/2010	0,2977%	0,0000%	0,0000%	1,4649%
24/05/2010	1,3423%	0,0000%	0,0000%	-1,2774%
25/05/2010	-0,0533%	-1,6764%	7,1607%	-3,0999%
26/05/2010	-0,4278%	-2,9026%	0,0000%	0,4233%
27/05/2010	-0,5912%	0,0000%	-6,4494%	3,1813%
28/05/2010	0,2423%	0,0000%	-0,0709%	0,9659%
31/05/2010	-1,9550%	0,0000%	12,6414%	-0,7038%
01/06/2010	0,0822%	0,0000%	0,0000%	-0,6399%
02/06/2010	0,8186%	0,0000%	0,0000%	-0,3415%
03/06/2010	-0,0816%	0,0000%	0,0000%	0,0884%
04/06/2010	-0,1633%	3,0325%	-9,8440%	-3,8775%
07/06/2010	-0,3274%	0,0000%	9,8440%	-1,4460%
08/06/2010	-2,1827%	-6,1599%	-12,6414%	-1,4372%
09/06/2010	1,8268%	5,5084%	4,3032%	2,2683%
10/06/2010	0,0000%	0,0000%	-0,0680%	3,6480%
11/06/2010	0,1918%	0,0000%	-1,4379%	3,8758%
14/06/2010	-0,6041%	-3,3226%	0,0000%	0,2330%
15/06/2010	-1,1356%	1,3423%	-1,7392%	1,6351%
16/06/2010	1,6575%	0,0000%	0,0702%	-0,6044%
17/06/2010	1,4686%	0,0000%	0,0000%	0,7387%
18/06/2010	-0,1080%	-0,6689%	4,3903%	2,1971%
21/06/2010	0,2699%	2,7798%	-4,3903%	0,9988%
22/06/2010	0,2423%	0,0000%	0,0000%	-0,5556%

23/06/2010	0,4025%	0,0000%	1,6690%	-1,3074%
24/06/2010	-0,9147%	-0,2614%	0,0689%	-3,0764%
25/06/2010	3,3487%	0,0000%	0,0689%	-0,5387%
28/06/2010	-2,7290%	0,2614%	-1,8069%	1,5970%
29/06/2010	1,7836%	0,0000%	0,0000%	-5,6050%
30/06/2010	-2,4033%	0,0000%	0,0000%	1,1181%
01/07/2010	-1,6349%	-4,2673%	0,0000%	-0,9240%
02/07/2010	-1,0217%	4,7881%	0,0000%	0,7879%
05/07/2010	2,1689%	0,0000%	0,0000%	0,3313%
06/07/2010	2,5474%	-1,3072%	0,0000%	3,5301%
07/07/2010	-3,0375%	0,0000%	0,0000%	3,8000%
08/07/2010	2,5065%	0,0000%	0,0000%	0,9279%
09/07/2010	-1,5288%	0,0000%	0,0000%	0,4632%
12/07/2010	-0,1352%	0,7864%	0,0000%	-0,6847%
13/07/2010	0,0000%	-0,1306%	0,0000%	1,9816%
14/07/2010	-0,5700%	-0,1308%	0,0000%	0,1850%
15/07/2010	-0,7376%	0,0000%	1,8069%	-1,1576%
16/07/2010	-0,7984%	-0,1310%	-5,3035%	-1,6723%
19/07/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,6214%
20/07/2010	-0,1937%	0,0000%	0,0000%	1,3156%
21/07/2010	1,5389%	-0,1311%	0,0000%	-0,2040%
22/07/2010	-0,4647%	0,0000%	0,0000%	2,5769%
23/07/2010	-0,8806%	-4,2902%	0,0000%	0,8245%
26/07/2010	1,0448%	3,8957%	0,0000%	1,1343%
27/07/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	1,3077%
28/07/2010	1,1152%	0,0000%	0,0000%	-0,0103%
29/07/2010	-0,1624%	0,0000%	3,4265%	0,1465%
30/07/2010	-3,4173%	-0,7937%	0,0000%	-1,5095%
02/08/2010	2,2180%	0,0000%	0,0000%	3,1462%
03/08/2010	-2,2180%	0,0000%	0,3503%	0,3317%
04/08/2010	2,1083%	-0,1329%	0,0000%	-0,2588%
05/08/2010	8,7217%	0,0000%	0,0000%	-0,0304%
06/08/2010	-7,2503%	0,0000%	0,0000%	-1,7580%
09/08/2010	-0,7330%	-2,5591%	0,0000%	1,5049%
10/08/2010	0,0000%	0,2725%	0,0000%	-0,8741%
11/08/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-3,2591%
12/08/2010	0,0000%	-0,5457%	0,0000%	-0,3128%
13/08/2010	5,6674%	0,0000%	0,0000%	-0,6460%
16/08/2010	1,6090%	2,4326%	0,0000%	-0,1704%
17/08/2010	1,3089%	0,1334%	0,0000%	1,0782%
18/08/2010	1,7353%	0,0000%	0,0000%	0,2071%
19/08/2010	-0,2953%	0,0000%	0,0000%	-1,4834%

20/08/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-1,4135%
23/08/2010	-3,5118%	0,0000%	0,0000%	1,2493%
24/08/2010	0,3059%	0,0000%	0,0000%	-1,6663%
25/08/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-1,5873%
26/08/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	1,1096%
27/08/2010	0,0000%	-0,2670%	0,0000%	1,4271%
30/08/2010	-0,7408%	0,0000%	0,0000%	-0,1203%
31/08/2010	1,2739%	0,0000%	0,0000%	0,5019%
01/09/2010	2,2777%	0,0000%	0,0000%	3,4520%
02/09/2010	-0,0990%	0,0000%	0,0000%	-0,0683%
03/09/2010	-0,6711%	-1,0753%	0,0000%	0,5848%
06/09/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,2196%
07/09/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-1,3610%
08/09/2010	-0,4749%	0,0000%	0,0000%	1,0168%
09/09/2010	0,0251%	0,0000%	0,0000%	1,1897%
10/09/2010	-2,0755%	-1,7724%	0,0000%	-0,2177%
13/09/2010	1,5984%	1,0944%	0,0000%	0,7047%
14/09/2010	-0,8341%	0,0000%	0,0000%	0,3838%
15/09/2010	3,0002%	0,0000%	1,3889%	-0,5084%
16/09/2010	-1,4889%	0,0000%	0,0000%	-0,3261%
17/09/2010	0,4988%	0,0000%	0,0000%	-1,2035%
20/09/2010	3,3993%	0,0000%	0,0000%	1,4486%
21/09/2010	-2,5571%	0,0000%	0,0000%	0,1804%
22/09/2010	3,3951%	0,0000%	0,0000%	-1,9449%
23/09/2010	2,6587%	0,0000%	0,0000%	-0,5101%
24/09/2010	-1,3323%	-1,6461%	0,0000%	2,1302%
27/09/2010	-1,2549%	1,1004%	0,0000%	-1,0740%
28/09/2010	2,1917%	0,0000%	0,0000%	-0,2103%
29/09/2010	0,0000%	-0,9622%	0,0000%	-0,9859%
30/09/2010	-0,0233%	0,0000%	0,0000%	0,2638%
01/10/2010	-2,0969%	0,0000%	0,0000%	-0,6144%
04/10/2010	2,1202%	1,3718%	0,0000%	-0,6442%
05/10/2010	-2,1202%	0,0000%	0,0000%	2,5503%
06/10/2010	0,9479%	0,0000%	0,0000%	0,4590%
07/10/2010	-0,4728%	0,0000%	0,0000%	0,3741%
08/10/2010	4,1769%	0,0000%	0,0000%	-0,1817%
11/10/2010	-0,0227%	-0,1363%	0,0000%	-0,1867%
12/10/2010	0,0227%	0,0000%	0,0000%	-0,4928%
13/10/2010	-0,0227%	0,0000%	0,0000%	2,0257%
14/10/2010	1,7799%	-0,6845%	0,0000%	-0,1510%
15/10/2010	4,3053%	-1,3831%	0,0000%	0,1704%
18/10/2010	-0,3428%	0,2782%	0,0000%	0,2711%

19/10/2010	-1,2745%	0,0000%	0,0000%	-0,0220%
20/10/2010	-2,1090%	1,3793%	0,0000%	0,0147%
21/10/2010	-0,5343%	0,0000%	0,0000%	-0,0422%
22/10/2010	-1,8019%	-2,3563%	0,0000%	0,2979%
25/10/2010	-1,1429%	1,9445%	0,0000%	-0,5001%
26/10/2010	4,4292%	0,0000%	0,0000%	-0,6692%
27/10/2010	-2,4264%	0,0000%	0,0000%	-0,9089%
28/10/2010	1,8308%	0,0000%	0,0000%	0,4978%
29/10/2010	-1,3363%	0,0000%	0,0000%	0,5509%
01/11/2010	1,9759%	0,0000%	0,0000%	-1,5227%
02/11/2010	-1,7743%	0,4118%	0,0000%	1,0518%
03/11/2010	0,4465%	0,0000%	0,0000%	-1,8058%
04/11/2010	-0,2007%	-0,8253%	0,0000%	0,3146%
05/11/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-1,6614%
08/11/2010	0,0000%	-1,9526%	0,0000%	-1,3157%
09/11/2010	-0,8293%	0,7018%	0,0000%	1,1400%
10/11/2010	1,3414%	-0,1400%	0,0000%	-1,6895%
11/11/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-0,8428%
12/11/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,7587%
15/11/2010	0,0000%	-0,1402%	0,0000%	1,1946%
16/11/2010	0,0000%	-0,5626%	0,0000%	-2,4878%
17/11/2010	0,0000%	-4,0293%	0,0000%	0,9258%
18/11/2010	-3,4338%	4,1703%	0,0000%	1,3259%
19/11/2010	-0,0230%	0,0000%	0,6873%	-0,5205%
22/11/2010	1,5964%	0,0000%	0,0000%	-2,7168%
23/11/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-3,0945%
24/11/2010	0,4515%	0,0000%	0,0000%	0,5228%
25/11/2010	-0,6780%	0,0000%	0,0000%	-0,2137%
26/11/2010	1,9091%	0,0000%	0,0000%	-1,8123%
29/11/2010	-0,2450%	-1,5614%	0,0000%	-2,3581%
30/11/2010	-3,0340%	0,0000%	0,0000%	-0,6186%
01/12/2010	2,8331%	0,0000%	0,0000%	4,3415%
02/12/2010	-4,0124%	0,8547%	0,0000%	2,7435%
03/12/2010	0,2555%	-4,2005%	0,0000%	0,6733%
06/12/2010	1,8391%	0,0000%	0,0000%	-1,2550%
07/12/2010	0,0000%	4,3422%	0,0000%	0,3513%
08/12/2010	0,0000%	-0,1417%	0,0000%	1,5368%
09/12/2010	0,0000%	0,0000%	0,0000%	1,0571%
10/12/2010	-0,7316%	0,0000%	0,0000%	-0,6264%
13/12/2010	-2,6978%	-0,7117%	0,0000%	0,2891%
14/12/2010	1,3115%	-2,3122%	0,0000%	0,1132%
15/12/2010	-0,0698%	3,1657%	0,6826%	-1,5160%

16/12/2010	-0,4667%	-3,1657%	0,0000%	0,0050%
17/12/2010	0,2803%	0,0000%	0,0000%	-1,1272%
20/12/2010	-2,5276%	-1,1765%	0,0000%	0,9852%
21/12/2010	1,2363%	4,9072%	0,0000%	2,0526%
22/12/2010	1,0343%	-0,1409%	0,0000%	-0,1952%
23/12/2010	-0,2810%	0,0000%	0,0000%	-0,7550%
27/12/2010	-1,5361%	0,0000%	0,0000%	-2,0785%
28/12/2010	1,6065%	0,1409%	0,0000%	0,0454%
29/12/2010	-0,6348%	0,0000%	0,0000%	0,7845%
30/12/2010	5,9292%	0,0000%	0,0000%	-1,2338%

➤ **Anexo 6: Resultados de la simulación de aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación.**

	Aprovisionamiento	Gastos Personal	Otros Gastos Explotación
1	0,763556845	0,111987708	0,064896271
2	0,752854219	0,118686631	0,036405492
3	0,73038227	0,109734032	0,054897951
4	0,734385435	0,074936319	0,054856125
5	0,726365057	0,098890709	0,075471064
6	0,766236658	0,099069016	0,095737483
7	0,773172388	0,11256549	0,05675419
8	0,754382597	0,12448941	0,08361624
9	0,740700027	0,100802586	0,103508267
10	0,746523902	0,121840821	0,07944109
11	0,754308285	0,121435896	0,032187588
12	0,739404664	0,107741588	0,083741188
13	0,755626426	0,111523059	0,106679776
14	0,755057998	0,117078677	0,086268891
15	0,754037289	0,090964523	0,066017174
16	0,736578753	0,117422617	0,009521676
17	0,76315096	0,118590124	0,073726314
18	0,736618629	0,117550385	0,074455459
19	0,756814974	0,1209931	0,04515097
20	0,74243935	0,111457298	0,061422874
...
2500	0,750200033	0,098543691	0,074275063
2501	0,75423542	0,106494096	0,064808368
2502	0,765896009	0,11718159	0,073087657
2503	0,757630206	0,11999059	0,090263884
2504	0,733702495	0,119909873	0,025210822
2505	0,746022643	0,082040479	0,066117391
2506	0,740538352	0,109664289	0,056203189
2507	0,731817567	0,124807625	0,060188604
2508	0,749409945	0,135274878	0,072426465
2509	0,722941442	0,107473019	0,04111843
...
4992	0,735072784	0,138583721	0,086961227
4993	0,763496886	0,113595798	0,097055666
4994	0,736462696	0,091561018	0,06630761
4995	0,71382156	0,13261789	0,071988445

4996	0,739382614	0,104415931	0,086268732
4997	0,718440133	0,131362283	0,05882128
4998	0,737056608	0,126210354	0,090422564
4999	0,746244144	0,101650783	0,046869513
5000	0,765243129	0,093534271	0,076620068
Media	74,63%	11,04%	6,79%
Desv. Típica	0,0163	0,0140	0,021

➤ **Anexo 7: Datos cálculo múltiplos empresas comparables.**

	BARON DE LEY	BODEGAS RIOJANAS	CVNE
Precio acción	44,99	7,10	14,70
Beneficio neto por acción (BPA)	3,25	0,13	0,84
PER	13,84	54,62	17,50
Cash Flow	5,25	0,30	1,12
PCF	8,57	23,67	13,13
EV	243.038.235,93	49.508.000,00	226.689.000,00
EBITDA	4.551.000,00	2.521.000,00	17.908.000,00
EBIT	3.672.000,00	1.480.000,00	12.718.000,00
Ventas	17.575.000,00	15.541.000,00	49.375.000,00
EV/EBITDA	53,40	19,64	12,66
EV/EBIT	66,19	33,45	17,82
EV/Ventas	13,83	3,19	4,59