

Barcelona, 25 de marzo de 2021

Actualización datos sobre la OPA de exclusión de Barón de Ley

El 12 de marzo de 2021, Barón de Ley S.A. emitió un comunicado oficial donde declaraba: *”La CNMV ha requerido a Barón de Ley un informe de valoración actualizado como consecuencia de la evolución de los resultados (...) a cierre de 2020, lo que ha motivado una actualización del plan de negocio de Barón de Ley.”*

Es público que [a finales de febrero](#), la CNMV en un concurso público mediante un procedimiento acelerado de urgencia, adjudicó a Ernst & Young un contrato de asesoría en la valoración de empresas para las operaciones de ofertas públicas de acciones (OPAS) y otras operaciones.

Desde nuestro punto de vista, se trata de una decisión acertada del nuevo presidente de la CNMV que tomó posesión el pasado día 16 de diciembre, para resolver la grave problemática existente en los procesos de OPAs en España, y en especial en el proceso de valoración de compañías en OPAs de exclusión, justo donde la defensa del accionista minoritario es más necesaria. [En el mes de octubre](#), el anterior presidente de la CNMV y [en enero de 2021](#), la Ministra de Economía y Vicepresidenta del Gobierno han declarado públicamente que debe revisarse la normativa de OPAs en España. Casos como la OPA de exclusión de Funespaña o Portland Valderribas pero muy especialmente en las de Damm o CVNE no deberían volver a producirse.

El regulador ha pedido a Barón de Ley sustituir en su informe de valoración los datos estimados en verano sobre el año fiscal 2020, por los datos reales una vez ya cerrado el ejercicio. Desconocemos si también se le ha requerido realizar otros cambios adicionales ya que el regulador no ha publicado ninguna comunicación.

Si nos atenemos al informe financiero de diciembre 2020, los resultados han sido muy superiores a lo estimado inicialmente por la compañía, **y por tanto deberá realizarse una clara revisión al alza en el precio ofrecido en la OPA**. Recalculando el modelo de valoración realizado por Renta 4 se puede observar al menos dos efectos relevantes:

- 1) En diciembre de 2020 la compañía tenía 18,8 millones de Euros en caja y activos financieros líquidos que no estaban incluidos en los cálculos de valor de empresa en el informe de valoración. Tan solo este efecto supone aumentar la oferta en 4,74 euros/acción (dividiendo esta cifra por el número de acciones excluyendo la autocartera de la compañía).
- 2) El año de partida de su análisis por descuento de flujos era el 2020 y se estimaba unas ventas, un EBITDA y una generación de flujo de caja. Esta última variable, el flujo de caja, es la columna vertebral de todo el modelo de valoración por descuento de flujos. A continuación podemos observar la enorme diferencia entre los datos estimados por la compañía en el momento de presentar la solicitud de OPA y los reales:

	Estimaciones 2020	Resultado 2020
Ventas	85,1	96,2
EBITDA	23,5	28,8
Flujo de caja Libre	3,2	21,7

Cifras en Millones de euros.

Con la situación actual, la compañía deberá realizar nuevas estimaciones teniendo en cuenta que su pesimismo para el año 2020 también se trasladaba a los años siguientes. Como ejemplo, la compañía estimaba que el EBITDA del año 2024 sería inferior al de 2019, sin embargo, ya en 2020 apenas ha sido un -10% inferior. En apenas cinco meses después de presentar su informe de valoración (27 de julio 2020), el EBITDA generado ha sido el que esperaban obtener en 2022.

Con todo lo citado anteriormente, la nueva valoración por descuento de flujos deberá ser notablemente superior a los 109 Euros por acción ofrecidos en la oferta de 20 de julio 2020.

Además, tal y como explicamos en nuestra [nota publicada el pasado día 29 de septiembre](#), un método más objetivo para valorar ésta o cualquier otra empresa es la de usar los múltiplos de empresas comparables de su sector. Teniendo en cuenta las 13 compañías vitivinícolas cotizadas a nivel mundial comparables con Barón de Ley, en promedio cotizan a un múltiplo EV/EBITDA de 15,8 veces, con un margen ebitda sobre ventas del 16,7% vs 8,4 veces EV/EBITDA y un margen EBITDA del 30% para Barón de Ley, casi el doble que sus competidores que debería traducirse en un múltiplo de valoración superior. **Con el promedio de EV/EBITDA del sector, las acciones de Barón de Ley deberían estar valoradas en 162,78 euros/acción (ver anexo al final del documento).**

Por último, este 18 de marzo, la compañía vitivinícola de California Duckhorn Portfolio salió a cotizar en la Bolsa de Nueva York. Como Barón de Ley, sus márgenes son de los mejores del sector vitivinícola a nivel mundial. Si aplicamos el múltiplo de valoración EV/EBITDA y PER al que cotiza Duckhorn Portfolio, **Barón de Ley debería pagarse entre 228,55 euros y 322,26 euros por acción (ver tabla).**

	Duckhorn Portfolio	Barón de Ley	
		EV (Mill. de eur)	Precio por acción
EV / Ventas	8,6x	824,2	255,77 €
EV / EBITDA	24,9x	716,3	228,55 €
PER	61,9x	1.087,8	322,26 €

Anexo: Cuadro comparativo de las ratios de las 13 compañías cotizadas comparables.

En color amarillo se han resaltado las compañías elegidas en el informe de valoración realizado por Renta 4 para la oferta

Ticker	Compañía	País	Capitalización	Precio por acción (eur)	EV / Ventas	EV / EBITDA	PER	DFN / EBITDA	EV	Ventas	EBITDA	Margen EBITDA
1 TWE-AU	Treasury Wine Estates Limited	Australia	5.066,7	7,02 €	3,6x	15,7x	32,0x	1,9x	5.783,3	1.624,0	368,2	22,7%
2 CONCHATORO-CL	Vina Concha Y Toro S.A.	Chile	1.013,1	1,36 €	1,6x	10,0x	15,2x	2,5x	1.344,1	834,5	134,1	16,1%
3 DGL-NZ	Delegat Group Limited	New Zealand	877,5	8,68 €	6,2x	18,8x	23,8x	3,6x	1.086,2	174,2	57,9	33,2%
4 VSPT-CL	Vina San Pedro Tarapaca S.A.	Chile	350,2	0,01 €	1,5x	8,2x	12,4x	0,9x	396,1	269,7	48,5	18,0%
5 IWB-IT	Italian Wine Brands S.p.A.	Italy	211,7	28,60 €	1,1x	9,4x	14,9x	0,4x	221,9	204,3	23,6	11,6%
6 SANTARITA-CL	S.A. Vina Santa Rita	Chile	172,9	0,17 €	1,3x	10,8x	20,3x	3,8x	267,8	204,5	24,8	12,1%
7 VRAP-FR	Vranken-Pommery Monopole SA	France	157,7	17,65 €	3,3x	28,7x	-	23,7x	902,8	274,6	31,4	11,4%
8 AVG-AU	Australian Vintage Ltd	Australia	134,7	0,48 €	1,2x	9,5x	20,3x	3,1x	201,5	162,0	21,3	13,2%
9 CWGL-US	Crimson Wine Group Ltd.	United States	130,5	5,61 €	2,0x	25,7x	(30,0x)	(1,6x)	122,7	60,0	4,8	8,0%
10 MASI-IT	Masi Agricola SpA	Italy	91,3	2,84 €	2,2x	25,5x	114,9x	5,3x	115,6	51,7	4,5	8,8%
11 FWL-NZ	Foley Wines Ltd.	New Zealand	69,8	1,06 €	3,6x	13,5x	17,5x	5,1x	113,0	31,7	8,4	26,5%
12 WVVI-US	Willamette Valley Vineyards, Inc.	United States	38,0	7,66 €	2,4x	9,6x	12,8x	3,3x	57,7	24,0	6,0	25,1%
13 RIO-ES	Bodegas Riojanas, S.A.	Spain	18,4	3,60 €	2,1x	20,3x	101,9x	10,6x	38,6	18,5	1,9	10,3%
Media de los 13 Comparables			640,98		2,5x	15,8x	29,7x	4,8x	819,33	302,59	56,57	16,7%

BDL-ES	Baron de Ley, S.A.	Spain	432,2	109,00 €	2,5x	8,4x	20,9x	(3,1x)	242,3	96,2	28,8	30,0%
--------	--------------------	-------	-------	----------	------	------	-------	--------	-------	------	------	-------

Valoración de Barón de Ley según el EV / EBITDA de la media de los 13 comparables

BDL-ES	Baron de Ley, S.A.	Spain	645,4	162,78 €	4,7x	15,8x	31,3x	(3,1x)	455,5	96,2	28,8	30,0%
--------	--------------------	-------	-------	-----------------	------	-------	-------	--------	-------	------	------	-------

Los datos de la tabla se han obtenido a fecha 24/03/2021. Las unidades de Capitalización, EV, Ventas y EBITDA se han expresado en millones de euros.

Fuente: Factset, datos obtenidos de las cuentas oficiales reportadas por cada compañía.