

## **Panda Agriculture & Water Fund, FI se opone a la OPA de exclusión de Barón de Ley**

El 27 de julio de 2020, el Consejo de Administración de Barón de Ley aprobó solicitar una OPA de exclusión para recomprar las acciones correspondientes a los accionistas minoritarios, representativos de un 9,39% del capital social (380.187 acciones). El precio de exclusión fijado por el consejo a partir del correspondiente informe independiente de valoración es de 109 euros por acción.

El pasado 17 de septiembre, se aprobó en la junta general de accionistas extraordinaria y con el voto del accionista mayoritario, dicha OPA de exclusión **donde los accionistas minoritarios estamos en una total indefensión**. Así lo expresamos presencialmente en la propia junta de accionistas extraordinaria. Los accionistas mayoritarios han inmovilizado unas acciones que suponen el 90,51% de la compañía por lo que la votación estaba ganada de antemano, aunque el 100% de los minoritarios nos opusiéramos. **En Panda Agriculture & Water Fund somos accionistas en la compañía desde la creación del fondo en 2013.**

Las principales salvedades a esta OPA de exclusión son las siguientes:

- 1. Incongruencias en el Informe de Valoración realizado por Renta 4 Corporate S.A:** El informe presenta múltiples incongruencias que siempre y en todo caso, van en la dirección de justificar la minusvaloración del precio ofertado.
- 2. Minusvaloración en el precio de la oferta:** Siendo Barón de Ley, una de las empresas vitivinícola cotizadas a nivel global con mejores márgenes de beneficios y EBITDA, del doble de la media del sector, junto a unos elevados activos agrícolas, es inexplicable que el múltiplo de valoración decidido sea inferior al de todos sus competidores cotizados en bolsa. También es inferior a los múltiplos de varias OPAs sobre dos empresas comparables en España, y citadas en el informe de valoración, CVNE y Bodegas Bilbaínas.
- 3. Instrumentación de las dos ofertas de adquisiciones (OPAs):** En noviembre de 2018, el principal accionista de Barón de Ley, Mazuelo Holding realizó una OPA al resto de accionistas a un precio de 109 Euros por acción, dejando claro que no era una OPA de exclusión. Tras esta primera OPA, es ahora el Consejo de Administración quién ha decidido presentar una OPA de exclusión, mediante la compra de acciones al mismo precio de 109 Euros por acción. Estas compras se financian con la caja de la compañía y beneficiará al inversor mayoritario, Mazuelo Holding que de facto domina la empresa. Por tanto, con la liquidez de la empresa, que también corresponde en su parte alícuota a los accionistas minoritarios, se beneficiará al accionista mayoritario.

## 1. Incongruencias en el Informe de Valoración realizado por Renta 4 Corporate S.A.

El informe presenta múltiples incongruencias que siempre y en todo caso van en la dirección de minusvalorar el valor de la oferta. Un caso muy claro es la **elección de un grupo reducido de empresas cotizadas del sector vitivinícola** (seis compañías) para usar como comparables. Además, de estas pocas empresas comparables, la mitad son compañías chilenas, otra es de Nueva Zelanda y otra de Australia, es decir en las antípodas de lo que es Barón de Ley. Otra incongruencia es el **uso de una ratio como es el EV/ventas que nadie utiliza en este sector en las operaciones corporativas**.

Por último, **en el método de descuento de flujos de caja, el más relevante según explicó el presidente de la compañía en la junta de accionistas del día 17, se ha usado una tasa libre de riesgo inexplicable**. El WACC o tasa de descuento aplicada en este método, del 7,73% es exageradamente alta para una empresa de la calidad de Barón de Ley y que además opera en un sector tan conservador como es el sector alimentario. Barón de Ley es la compañía más saneada de todas las cotizadas de su sector a nivel mundial. No tiene deudas sino una caja neta superior a los 171 € millones. Es **“sorprendente” el uso en el informe, de una tasa o tipo de interés libre de riesgo del 2,90%, cuando los tipos de interés de los bonos del Reino de España a 10 años son del 0,32%** (datos de 8-septiembre).

**Usando la tasa libre de riesgo del bono a 10 años, del 0,32%, en lugar del 2,90% y manteniendo todas las variables del modelo de valoración del informe, el precio por acción resultante sería de 157,43 €.**

## 2. Minusvaloración en el precio de la oferta:

Siendo Barón de Ley, una de las empresas vitivinícola cotizadas a nivel global con los mejores márgenes de beneficios y EBITDA, que son del doble de la media del sector, junto a unos elevados activos agrícolas, no tiene sentido que los múltiplos de valoración aprobados sean inferiores a los de todos sus competidores. Pagar una ratio EV/EBITDA de 7,9 veces, claramente inferior al resto de compañías cotizadas, que además mantienen un alto nivel de endeudamiento y con menores activos en forma de viñedos en propiedad, es muy sorprendente. Aún y solo eligiendo las seis comparables, la ratio de valoración EV/EBITDA a que se pagan en bolsa es del 10,1, o un +28% superior a las 7,9 veces que paga Barón de Ley según el propio informe de valoración. Si realizamos un ejercicio mucho más realista e incluimos a doce de las principales compañías vitivinícolas cotizadas en todo el mundo, también en España, Francia o Italia, que son mercados mucho más similares, el múltiplo promedio a que cotizan es de 13,9 veces o un **76% superior al pagado en esta OPA** de exclusión (ver anexo).

**Pagando el mismo ratio EV/EBITDA al que cotizan estos 12 competidores** a 31 de agosto de 2020, es decir, con todas las afectaciones de la situación actual del Covid-19 ya descontadas, **equivaldría a pagar un precio por acción de 151,63 €.**

Descartamos completamente el uso de la ratio de EV /ventas, por no ser un criterio utilizado por ninguno de los profesionales en las operaciones corporativas del sector.

En cuanto a la comparativa con las OPAs de CVNE y de Bodegas Bilbaínas, siendo dos casos excepcionales de infravaloración (ver el documento que publicamos en nuestra oposición a la OPA de exclusión de CVNE de 2015), el múltiplo EV/EBITDA pagado fueron incluso superiores al ofrecido por Barón de Ley. CVNE pagó entonces, y sigue pagando en la actualidad a cualquier accionista que lo pida, una ratio de EV/ EBITDA de 11,4 veces, y en Bodegas Bilbaínas, sin apenas liquidez bursátil en años, pagó 9,6 veces EBITDA. Por tanto, **con este método Barón de Ley paga un 44% y un 22% menos respectivamente.**

Es tan increíblemente bajo el precio pagado, que, si lo calculáramos con el EBITDA estimado para todo el 2020, con la crisis del Covid-19 y por tanto nada representativo para valorar a perpetuidad de una compañía, el múltiplo es apenas de 10,9 veces, inferior a las 13,9 veces de las doce compañías comparables.

Finalmente hay un aspecto determinante. **Barón de Ley es mucho mejor que las seis o doce compañías comparables en bolsa.** Tiene unos márgenes EBITDA del doble del sector, 31.9% versus 16.9%, y con caja neta, a diferencia de los elevados niveles de deuda del sector. Considerando además las más de 1.000 hectáreas en propiedad, 815 de las cuales en la D.O de la Rioja, siendo el mayor propietario de toda la denominación de origen, **el precio ofrecido debería ser con “prima” con relación a sus competidores o comparables del sector.** Sólo las 815 ha en La Rioja, suponen un valor patrimonial de 65,2 € millones, tomando como referencia los precios en las últimas transacciones públicas (unos 80.000 € por hectárea). Además, a cierre de 2019 los inventarios de la compañía (vinos y barricas) eran de 100,30 € millones. Sólo el valor de estas hectáreas y de los inventarios ya supone un precio de 40,91 € por acción.

### **3. Instrumentación de las dos ofertas de adquisiciones (OPAs):**

En noviembre de 2018, el principal accionista de Barón de Ley, Mazuelo Holding realizó una OPA al resto de accionistas a un precio de 109 Euros por acción, **dejando claro que no era una OPA de exclusión. Este precio ofrecido fue sin ninguna prima sobre la cotización, a pesar de que le permitió superar el 50% de la empresa.** Tras esta OPA, la Sociedad Mazuelo Holding alcanzó el 72,31% del capital, que posteriormente incrementó hasta el 85,5%. En 2020 en cambio, es el Consejo de Administración quién ha decidido presentar una OPA de exclusión, mediante la compra de acciones al mismo precio de 109 Euros por acción. **Estas compras, eso sí, se financian con la caja de la compañía y beneficiarán al inversor mayoritario,** Mazuelo Holding que de facto domina la empresa. Por tanto,

con la liquidez de la empresa, que también corresponde en su parte alícuota a los accionistas minoritarios, se beneficiará al accionista/s mayoritario/s.

**Además, con esta de OPA de exclusión, se deja sin liquidez a los inversores minoritarios, los cuales ya rechazamos la ofrecida en 2018-2019, al mismo precio.** Según cálculo de prestigioso profesor de finanzas de la Stern School of Business de la New York University, Aswath Damodaran, la prima de iliquidez debe suponer entre un 20-30% para compensar a los accionistas<sup>1</sup>.

## Conclusión

Barón de Ley liderado por el Sr. Eduardo Santos, cuya excelente gestión y aciertos estratégicos en los últimos treinta años, han creado valor para todos los accionistas, no pueden empañarse con este capítulo final, con una OPA de exclusión a un precio o valoración inaceptable para sus accionistas minoritarios que hemos acompañado este proyecto.

**Importante:** En base al Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, el método de “descuento de flujos de caja” no puede ser el único elegido para determinar el precio. Debería hacerse un promedio de los tres métodos utilizados en el informe de valoración: Empresas cotizadas comparables, transacciones de empresas comparables y descuento de flujos de caja (con tasa libre de riesgo de la deuda pública del Reino de España).

Por último, nos vemos obligados a realizar un llamamiento al sector financiero en España, entidades financieras, de valoración y a los reguladores. En Panda Agriculture & Water Fund, hemos recibido 21 OPAs desde mayo 2013 y tan sólo en las dos españolas (CVNE y Barón de Ley) las valoraciones son sin prima, absolutamente ridículas y fuera de cualquier lógica de mercado. Estamos ante un grave problema de credibilidad en relación, por ejemplo, a los informes de valoración mediante los cuales se justifica el precio ofrecido a los minoritarios.

Como mínimo, en las OPAs de los últimos diez años, estos informes toman datos totalmente irreales y sesgados, definidos por algunos profesionales como: **“martillar el modelo financiero hasta obtener el precio elegido ex-ante”**. De mantenerse estas estrategias por las que los accionistas mayoritarios succionan una gran parte del valor de la empresa a los minoritarios, ni los inversores institucionales nacionales, y mucho menos los internacionales, queremos invertir en las empresas de la bolsa española.

**Según los cálculos desarrollados en este documento, el precio por acción mínimo razonable debería situarse entre 151,63 € y 157,43 €. Si consideramos además que una empresa de la calidad de Barón de Ley se valora siempre con prima con relación a sus comparables en cualquier transacción, el precio ofrecido debería ser superior a los aquí citados.**

<sup>1</sup> “The cost of illiquidity”. Aswath Damodaran

**Anexo: Cuadro comparativo de las ratios de las 12 compañías cotizadas comparables. Se han resaltado en color amarillo las elegidas en el informe de valoración realizado por Renta 4 para la oferta**

Ticker	Compañía	País	Capitalización 31/08/2020	EV/ Ventas	EV / EBITDA	PER	DFN/EB ITDA	EV	Ventas	EBITDA	Margen EBITDA
1 TWE-AU	Treasury Wine Estates Limited	Australia	4.124,4	3,0x	13,4x	28,9x	2,4x	4.935,9	1.624,0	368,2	22,7%
2 CONCHATORO-CL	Vina Concha Y Toro S.A.	Chile	1.086,4	1,7x	10,7x	20,1x	2,9x	1.430,9	834,5	134,1	16,1%
3 DGL-NZ	Delegat Group Limited	New Zealand	808,7	5,7x	17,3x	20,3x	3,2x	998,5	174,2	57,9	33,2%
4 VSPT-CL	Vina San Pedro Tarapaca S.A.	Chile	314,6	1,4x	7,9x	12,9x	0,8x	382,0	269,7	48,5	18,0%
5 SANTARITA-CL	S.A. Vina Santa Rita	Chile	160,6	1,3x	10,7x	22,2x	4,5x	264,9	204,5	24,8	12,1%
6 VRAP-FR	Vranken-Pommery Monopole SA	France	122,4	3,1x	26,8x	-	22,6x	842,5	274,6	31,4	11,4%
7 IWB-IT	Italian Wine Brands S.p.A.	Italy	120,7	0,8x	9,5x	11,6x	0,8x	131,8	157,5	13,9	8,8%
8 CWGL-US	Crimson Wine Group Ltd.	United States	102,0	1,6x	19,9x	-	(0,2x)	95,1	60,0	4,8	8,0%
9 MASI-IT	Masi Agricola SpA	Italy	74,6	1,5x	10,7x	23,2x	2,1x	98,5	64,9	9,2	14,1%
10 FWL-NZ	Foley Wines Ltd.	New Zealand	66,5	3,6x	13,5x	16,0x	3,9x	113,3	31,7	8,4	26,5%
11 WVVI-US	Willamette Valley Vineyards, Inc.	United States	27,2	2,2x	10,0x	23,2x	0,1x	49,1	22,1	4,9	22,3%
12 RIO-ES	Bodegas Riojanas, S.A.	Spain	14,1	1,6x	16,1x	61,1x	10,3x	33,3	20,3	2,1	10,2%
Media de los 12 Comparables			585,19	2,3x	13,9x	24,0x	4,5x	781,32	311,50	59,01	16,9%
BDL-ES	Baron de Ley, S.A.	Spain	445,5	2,6x	8,0x	16,1x	(2,8x)	256,4	99,9	31,9	31,9%

Los datos de la tabla se han obtenido a fecha 31/08/2020. 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.