

# **Una valoració d'un sector econòmic clau: el vi Rioja**

**FERNANDO GÓMEZ-BEZARES**  
Universitat Comercial de Deusto

**MIKEL LARREINA**  
Universitat Comercial de Deusto

## **Resum**

En els últims anys el sector vitivinícola de Rioja ha experimentat una important expansió, i s'ha convertit en una font de riquesa econòmica essencial per a la regió. El seu dinamisme ha fet que sigui un sector de gran interès per a la inversió tant local com exterior i ha intensificat l'interès per la seva valoració. Aquest article presenta el mètode de valoració aplicat al sector del vi Rioja des de l'any 2003, i resumeix la metodologia i conclusions de les valoracions efectuades el 2003 i 2005. Al mateix temps, efectua una estimació del valor actual de Rioja, que vam situar al voltant dels 9.170 milions d'euros.

## **Paraules clau**

Valoració, sector econòmic, mercats financers, Rioja, vitivinícola.

---

## 1. Introducció

Rioja<sup>1</sup> és una regió que ha experimentat un fort creixement en termes de benestar social en els últims anys, en bona mesura a causa de l'excelsionat comportament del sector vitivinícola de la Rioja. El vi és l'ensenyat distintiva de la Rioja, a més del motor del seu desenvolupament econòmic recent. L'auge econòmic del que s'ha beneficiat el *cluster* del vi Rioja des de mitjans dels anys noranta ha suposat un gran creixement en tots els aspectes de la Denominació: superfície vitícola, volum de vi comercialitzat, facturació, valor afegit, instal·lació de nous cellers, imatge internacional... Aquest comportament ha estat denominat «la dècada prodigiosa» (Pascual, 2003) i el gran salt del Rioja (Larreina, 2006)

El caràcter tractor fonamental del sector vitivinícola de la Rioja en l'economia regional ha dut al nostre equip d'investigació de la Universitat de Deusto a estudiar amb detall el comportament del *cluster* del vi Rioja des de l'any 2001. Fruit d'aquest treball s'han publicat diversos treballs científics sobre l'economia del vi Rioja, alguns dels quals s'han centrat en la valoració financera d'aquest sector, seguint mètodes de valoració comunament acceptats (Copeland et al., 2000; Sutton, 2000). En aquest article es presenta el mètode d'anàlisi efectuada per a valorar el sector del vi Rioja el 2003 i 2005, i s'efectua una estimació del valor que podria tenir el Rioja al 2008. Els interessats a conèixer amb major profunditat les valoracions de 2003 i 2005 poden consultar Gómez-Bezares i Larreina (2003), Larreina (2006) i Gómez-Bezares i Larreina (2008).

## 2. Valoració del vi Rioja. Metodologia

A causa de les diferències existents entre els actors principals dels subsectors vitícola i vinícola, i a la diferent informació disponible en ambdós, l'aplicació dels mètodes de valoració que portarem a terme és diferent entre els cellers i el vinyer de la Rioja. Per tant, el nostre mètode de valoració analitza el sector vitivinícola de Rioja dividint-lo en els seus dos components i analitzant-los per separat. D'una banda, el subsector vinícola, compost pels cellers i cooperatives comercialitzadores; d'altra banda, el subsector vitícola, format per milers de viticultors, individuals o associats en cooperatives, qui conreen els vinyers que han fet famosa la regió. En la

---

1. En aquest article utilitzem el nom Rioja per a denominar el territori de la Denominació d'Origen Qualificada homònima, que inclou vinyers i cellers de La Rioja, Àlaba i Navarra.

nostra valoració financera del sector no s'ha inclòs l'important sector auxiliar del vi de la Rioja (empreses de fabricació de càpsules, de maquinària, de taps, etc.), a causa de les seves especificitats.

Pel que fa al sector vinícola, el mètode utilitzat per a valorar el sector vinícola o dels cellers és doble. En primer lloc es va utilitzar com a font principal la informació obtinguda en els mercats financers sobre preus dels cellers, especialment la capitalització borsària dels cellers cotitzats. A més, la valoració dels cellers cotitzats va ser estimada també a través del descompte de fluxos de caixa; ambdues valoracions van resultar coherents entre si. A partir d'aquesta informació relativa a un grup d'empreses, es va inferir el valor del conjunt del sector dels cellers.

La valoració del sector vitícola es va portar a terme utilitzant tres mètodes complementaris, que van oferir uns resultats similars. De nou es va utilitzar el descompte de fluxos de caixa, el mètode valoratiu per excel·lència, que ens va exigir una estimació aproximada de les generacions de tresoreria que assolirien els viticultors de Rioja en els anys següents. Al costat d'aquest mètode, es va utilitzar el del valor de mercat del vinyer de la Rioja en funció de diferents operacions de compravenda. Finalment es va utilitzar el cost de reposició de les finques vitícoles de la DOCa<sup>2</sup> Rioja, és a dir, el cost de «construir» aquest vinyer (compra de terra blanca en zona vitícola, compra del dret de plantació corresponent, massa vegetal, etc.).

Atès que en la realitat del sector vitivinícola de Rioja era (i segueix sent) difícil escindir totalment ambdues activitats, la de producció de raïm i la d'elaboració, envelliment i comercialització de vi, es va haver d'arbitrar un mètode per a evitar la doble comptabilitat. Efectivament, una part petita però significativa de la labor de producció vitícola la realitzen els propis cellers per a garantir-se el subministrament de matèria primera; simultàniament, existeixen petits productors que elaboren i comercialitzen la seva verema.

A l'apartat següent efectuem una síntesi de la valoració de 2005, i hi incloem un detall més gran de les tècniques de valoració comentades.

---

2. Denominació d'Origen Qualificada.

### 3. Valoració del vi Rioja el 2005<sup>3</sup>

Com s'ha indicat, la valoració del sector vinícola es veu afavorida perquè diversos cellers de la Rioja, amb una representativitat important del sector, cotitzen a borsa o han cotitzat en el passat pròxim. És ressenyable que cap altra empresa vinícola espanyola cotitzi en un mercat organitzat: els cellers de la Rioja són els únics admesos a negociació a la borsa espanyola. Al mateix temps, els cellers són les úniques empreses netament de la Rioja cotitzades en els mercats de valors. En el quadre 1 es recullen els cinc cellers de la Rioja cotitzats<sup>4</sup>.

**Quadre 1.** Cellers cotitzats

	Centre de gestió	Mercat	Principals Centres productius
Barón de Ley	Oyón	SIBE*	Oyón, Mendavia
CVNE	Laguardia	SIBE	Haro, Laguardia
Federico Paternina	Haro	SIBE	Haro
B. Riojanas	Cenicero	SIBE	Cenicero
B. Bilbaínas	Bilbao y Haro	Bolsa de Bilbao	Haro

Font: Borses de valors i elaboració pròpia

L'autosubministrament de matèria primera d'aquests cinc cellers se situava el 2005 en el 17% de les seves necessitats anuals de raïm. Aquest era un valor similar al del conjunt dels cellers de la Rioja. Per a simplificar l'estudi no es va separar inicialment el negoci vinícola del vitícola d'aquests cellers, de manera que el seu valor està incloent també una part petita de la producció vitícola.

Perquè l'extrapolació de les xifres d'aquests cellers fos significativa, vam plantejar cinc hipòtesis sobre aquest grup de cellers i el sector, que presentem a continuació. Aquestes hipòtesis es compleixen raonablement, tant en les nostres anàlisis de 2003 i 2005 com en l'actualitat.

- a) El pes del vi aliè a la DOQ Rioja en la generació de fluxos de caixa i de valor, és insignificant en tots els cellers estudiats,
- b) Les diferents categories de vi tenen un pes semblat en el conjunt del sector i en aquestes empreses,
- c) El pes del mercat exterior també és similar,

\* Sistema d'Interconnexió Borsària Espanyol.

3. Dades extretes de Larreina (2006).

4. A la dècada dels noranta hi va haver altres tres cellers de la Rioja que van estar cotitzats.

- d) els preus mitjans i l'estructura de costos de les empreses són similars als del conjunt de la Denominació,
- e) els cellers de Rioja més petits no tenen dificultats per a competir, atès que en aquest sector poden cobrir nínxols d'alt valor afegit.

Creiem que, donades les premisses anteriorment exposades, la variable que millor ens permet conèixer la importància de cada celler en la DOQ Rioja és la seva facturació. En el quadre 2 recollim la mitjana de facturació dels quatre cellers cotitzats al SIBE durant els anys 2000 a 2004, comparada amb el total facturat per la Denominació en aquest període. Malgrat estar cotitzada, Bodegas Bilbaínas va ser sotmesa a una anàlisi diferent a causa de les seves característiques pròpies (menor liquiditat de la seva acció, existència de dos socis que tenen més del 92% de les accions, importància del cava en la seva xifra de negocis...).

**Quadre 2.** Percentatge de la facturació total de la DOQ Rioja. Període 2000-2004

	Barón de Ley	Paternita	CVNE	B. Riojanas
Pes a la DOCa Rioja	6,30%	3,30%	3,50%	1,35%

Font: Elaboració pròpia

El pes dels quatre cellers de SIBE en la facturació de la Denominació, un 14,45 %, és similar a la seva participació en el volum de comercialització, exportacions o capacitat de cria de Rioja. Per això, si triéssim qualsevol d'aquestes variables, els pesos individuals variarien, però en conjunt els cellers cotitzats seguirien representant un 13,5-15 % de la Denominació.

En els quadres 3 i 4 vam mostrar les dades més importants sobre l'evolució borsària d'aquests cellers en el període anterior a la nostra última valoració al març de 2005.

**Quadre 3.** Capitalització borsària sector cellerer. Període 2000-2005

	Milers d'€	Data
Valor màxim	583.859	24/02/2005
Valor mínim	408.787	11/02/2000
Valor mitjà	486.207	
Desviació típica diària	28.754	
Valor mitjà del mes anterior	558.219	Febrer 2005

Font: Elaboració pròpia

**Quadre 4.** Valoració borsària fi de dia. Període 2000-2005

	Nº dies
Menor que 450 milions d'euros	135
Entre 450 i 500 milions d'euros	818
Superior a 500 milions d'euros	336
Total	1.289

Font: Elaboració pròpia

La variabilitat de la capitalització borsària del grup de cellers cotitzats va ser durant aquest període sensiblement inferior a la del mercat espanyol<sup>5</sup>, cosa que en la nostra opinió donava major importància al valor mitjà de capitalització borsària durant els més de cinc anys analitzats, que havia estat de 486 milions d'euros per a aquest grup de cellers. A més, durant un 63% dels dies del període analitzat, el valor de capitalització borsària s'ha mantingut en l'interval 450-500 milions d'euros.

La nostra estimació del valor que els mercats financers atorgarien al conjunt del sector vinícola de la DOQ Rioja, es calcula aplicant la següent fórmula [1].

$$V = \frac{\sum_{j=1}^n V_j}{\sum_{j=1}^n p_j} \quad [1]$$

on  $V$  és el valor del sector dels cellers de la DOQ Rioja,

$V_j$  és el valor del celler  $j$ ,

$p_j$ , el pes atorgat a aquest celler en el conjunt de la DOQ, determinat en el quadre 2

i  $n$ , el número de cellers utilitzats per a la valoració (quatre, en aquest cas).

Coneixent que el pes dels cellers cotitzats durant el període 2000-2004 va ser d'un 14,45% de la Denominació, i tenint-ne en compte la valoració borsària mitjana durant el període analitzat, el valor del subsector dels ce-

---

5. La volatilitat diària dels cellers cotitzats durant el període analitzat (gener de 2000- març de 2005) va arribar el 5,9% de la mitjana del seu valor. Durant el mateix període, la volatilitat de l'índex IBEX-35 es va elevar al 19,88%. De la mateixa manera, el recorregut dels valors d'aquest índex (5.364 – 12.816) ha estat molt més ampli que el dels cellers (408 – 583). El valor màxim de l'IBEX és un 139% superior al mínim del període; en el sector dels cellers aquesta relació és del 43%.

llers de Rioja se situaria en 3.365 milions d'euros. No obstant això, vam utilitzar també els valors més recents en el moment d'efectuar aquella valoració; en aquest cas, atès que la capitalització borsària d'aquests cellers es va situar al març de 2005 en 580 milions d'euros, el valor del sector dels cellers de la DOQ Rioja s'elevaria fins als 4.007 milions d'euros.

En inferir el valor del sector vinícola Rioja a partir de la capitalització del grup de cellers, es perd una informació enriquidora donada la diversitat dels cellers cotitzats. Per això, sembla interessant completar les estimacions realitzades amb una anàlisi borsària individual i per grups. En el quadre 5 es recullen algunes dades sobre la negociació borsària dels cellers en els anys de l'anàlisi, incloent el valor que tindria el subsector vinícola si s'inferís a partir de les dades de febrer de 2005 de cada celler.

**Quadre 5.** Negociació borsària de les accions. Període 2000-2005

	Barón de Ley	CVNE	B. Riojanas	Paternina
<i>Free-float</i> *	70 %	35 %	60 %	15,5 %
Núm. dies en què s'ha negociat el valor	1.243	998	1.260	1.086
Núm. dies en què no s'ha negociat el valor	46	291	29	203
Volum mitjà de negociació (% capital)**	0,219 %	0,073 %	0,088 %	0,022 %
Valor mitjà de negociació (en euros)***	464.392	119.770	42.728	8.768
Percentatge de capital negociat en el període	273,452 %	71,302 %	112,485 %	24,399 %
Valor del sector (milions €)	5.012	4.945	3.396	1.197

Font: Elaboració pròpia

\* Considerem *free-float* el percentatge de capital admès a cotització a borsa excepte les participacions permanents d'accionistes amb vocació de permanència.

\*\* Durant els dies en què s'ha produït negociació. En comparació, en el mateix període, el percentatge de capital de les empreses de l'Ibex 35 negociat en una sessió, com a mitjana, ronda el 0,475%.

\*\*\* Durant els dies en què s'ha produït negociació.

Posteriorment, aquests valors es van contrastar amb altres operacions financeres ocorregudes en els primers anys del segle XXI (OPA sobre Bodegas y Bebidas, entrada de capital risc en diversos cellers de la Rioja, compra de cellers...) i amb la valoració a la borsa de Bilbao de Bodegas Bilbaínas; les valoracions inferides a partir d'aquestes operacions van ser coherents amb la valoració efectuada.

Finalment, es van analitzar els fluxos de tresoreria dels cellers cotitzats, amb la finalitat d'estimar objectivament la valoració d'aquestes em-

preses i avaluar la bondat del seu preu borsari. Per a això, vam considerar que el valor dels cellers de la Rioja es determina de la següent manera:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Q_i}{(1+k)^i} \quad [2]$$

on en aquest cas,

- $V$  representa el valor del grup de cellers,
- $Q_i$  és el fluxe de tresoreria que genera el grup de cellers en el moment  $i$
- $k$  representa el tipus de descompte aplicat pels proveïdors de fons dels cellers, compost pel tipus d'interès sense risc més una prima per risc.

El flux de tresoreria  $Q_i$  està relacionat amb les decisions d'inversió a llarg termini. Aquest flux es calcula com la suma de la generació de fons operativa i l'extraordinària, menys la inversió en actiu fix efectuada en l'any  $i$  menys l'increment de l'actiu circulant net ocorregut durant l'any.

Per a poder utilitzar la fórmula [2] en la valoració dels cellers, una sèrie d'hipòtesis quedaven implícites en el nostre plantejament. Aquestes hipòtesis eren les següents:

- a. El determinant del valor d'una empresa són els fluxos de tresoreria, no el benefici comptable.
- b. Els cellers, en conjunt, no estaven repartint grans dividendes a causa de l'alta rendibilitat del seu negoci: els excedents de tresoreria eren reinvertits per a continuar amb el creixement (en el període analitzat el dividend global no va superar en cap any el 15% del benefici).
- c. Els quatre cellers tenien una prima per risc equivalent en situar-se en un mateix mercat final, compartir el mercat proveïdor de matèries primeres, disposar d'una tecnologia similar i tenir una estructura financera semblant. Com a conseqüència, el cost de capital és equivalent.
- d. El cost de capital hauria de romandre constant al llarg del temps.

Al costat d'aquestes hipòtesis en manegem d'altres sobre l'evolució previsible de cadascun dels components del flux de tresoreria, i sobre el tipus de descompte aplicable. El resultat obtingut va resultar coherent amb



la valoració borsària d'aquests cellers, encara que una mica superior a aquest.

D'aquesta manera, ponderant els diferents sistemes de valoració en funció de la confiança que ens mereixien, vam estimar que el valor més apropiat per al sector al març de 2005 es trobava en l'interval 4.600-5.010 milions d'euros, amb una estimació puntual de 4.805 milions d'euros.

La valoració del subsector vitícola va haver d'efectuar-se per un mètode radicalment diferent, atès que en aquest subsector no existia llavors, ni existeix ara, la possibilitat de recolzar-se en els mercats financers o en informació comptable pública.

Per això, la valoració de les vinyes es va realitzar a través de diverses vies complementàries. Vam concedir el paper fonamental a la valoració derivada del preu del raïm i de la generació de tresoreria que aquest preu permetia als viticultors. Efectuem un descompte de fluxos de caixa a partir d'unes hipòtesis sobre el preu esperat del raïm, els costos mitjans de producció, la superfície productiva, el rendiment per hectàrea...

No obstant això, el preu del raïm és un valor molt volàtil, sotmès històricament a Rioja a fortes oscil·lacions cícliques i que encara que semblava estabilitzat per sobre d'1€/kg en el moment de fer l'anàlisi, en els anys previs havia tingut valors que oscil·laven entre els 50 cèntims d'euro fins a gairebé els 2,5 euros per quilogram. A causa de aquesta circumstància, la valoració per descompte de fluxos de caixa es va acompanyar d'altres estimacions: el preu pagat en aquest moment per una hectàrea de vinyes Rioja, o el cost de «construir» una hectàrea de vinya en la Denominació (comprar el terreny, comprar el dret de plantació, plantar la massa vegetal, etc.).

Tots aquests mètodes estaven relacionats entre si, i valoraven el subsector vitícola al març de 2005 en uns 5.100 milions d'euros. Aquesta xifra era el preu que consideràvem que tenien, al març de 2005, les 63.000 hectàrees plantades de vinyes en la DOQ Rioja.

Per a no estendre'ns massa, presentem en el quadre 6 una anàlisi de sensibilitat del valor de les vinyes Rioja davant diferents hipòtesis sobre els rendiments autoritzats per la Denominació i el preu del raïm. Per a aquells lectors que estiguin més interessats en la valoració de les vinyes Rioja, ens remetem als treballs ja citats.

**Quadre 6.** Anàlisi de sensibilitat del valor de les vinyes de la Rioja (milions d'euros) davant variacions de rendiment mitjà i preu del raïm

Prod. Kg/Ha. Preu Mitjà	6.000	6.500	7.000
0,70 €/kg	2.058	2.230	2.400
0,80 €/kg	2.538	2.750	2.960
0,90 €/kg	3.016	3.280	3.520
1 €/kg	3.495	<b>3.786</b>	4.078
1,1 €/kg	3.975	<b>4.305</b>	4.636
1,2 €/kg	4.402	<b>4.824</b>	5.195
1,30 €/kg	4.930	<b>5.340</b>	5.753
1,40 €/kg	5.410	<b>5.861</b>	6.312

Font: Elaboració pròpia

\* En negreta, els valors més probables

Finalment, i com hem esmentat anteriorment, en valorar per separat ambdós subsectors es produeix una lleugera doble comptabilitat, pel fet d'estar incloent les vinyes pertanyents als cellers tant en el sector vitícola com en el vinícola. La solució que vam utilitzar va ser eliminar del sector vitícola el relacionat amb les vinyes propietat dels cellers de Rioja i obtenir així les dades d'un sector vitícola «pur». Atès que l'autosubministrament dels cellers comercialitzadors se situava en el 16% de la producció de raïm, el sector vitícola pur (constituït per les cooperatives, empreses o particulars que produeixen raïm però no comercialitzen vi al mercat consumidor) ocupava el 84% de les vinyes de la Rioja. Per tant, el valor que estimem per al sector vitícola pur al març de 2005 es va situar en uns 4.285 milions d'euros, ja que vam considerar que els altres 815 milions d'euros ja estaven valorats dins de la indústria vínica.

L'agregació del valor dels dos subsectors principals del vi Rioja ens va permetre estimar un valor total del sector vitivinícola de la Rioja, al març de 2005, de 9.090 milions d'euros; aquest seria el preu a pagar en aquest moment per totes els cellers de Rioja i per totes les vinyes de la Denominació. De nou vam reiterar que en aquesta valoració no es va tenir en compte el valor de la important indústria auxiliar del sector del vi establerta en el territori de la DOQ Rioja.

#### 4. Valoració del vi Rioja el 2008

L'evolució del vi Rioja des de 2005 ha estat favorable, superant el 2007 un nou màxim històric de vendes; durant l'any passat les vendes van arribar

els 271 milions de litres, un volum de vi que és un 9% superior al comercialitzat el 2005.

Al mateix temps, el comportament borsari dels cellers de Rioja ha estat molt positiu, ja que la capitalització s'ha incrementat considerablement, com es pot observar en comparar el quadre 7 amb el 3.

**Quadre 7.** Capitalització borsària sector dels cellers. Període març 2005-abril 2008

	Milers de €	Data
Valor màxim	775.470	03/07/2007
Valor mínim	550.537	04/04/2005
Valor mitjà	657.318	
Desviació típica diària	67.170	
Valor mitjà del mes anterior	706.447	Abril 2008

Font: Elaboració pròpia

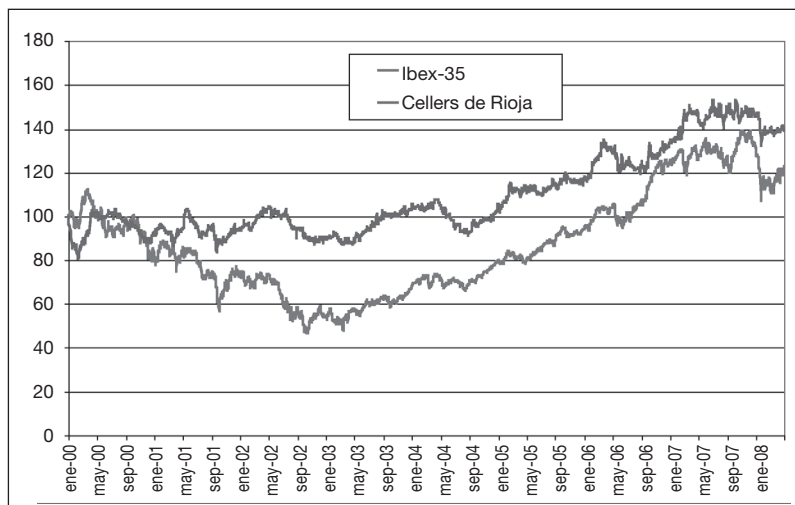
El creixement de la capitalització del conjunt dels cellers ha estat aproximadament d'un 25% en comparar la mitjana de febrer de 2005 amb la mitjana d'abril de 2008; considerant individualment cadascuna de les empreses cotitzades, Bodegas Riojanas ha descendit un 2,4%, Barón de Ley ha crescut un 23%, Paternina un 23,2% i CVNE un 36,8%.

Si estímem el valor del sector vinícola de Rioja utilitzant de nou la capitalització borsària i concedint el mateix pes de 2005 a aquests quatre cellers, el valor del sector dels cellers seria de 4.889 milions d'euros. Aquest valor resulta una mica superior al que es va estimar el 2005 a partir del descompte de fluxos de caixa.

Si el conjunt de vinyes de la Rioja no hagués sofert variacions de valor significatives des de 2005 fins a 2008 i tampoc no hagués variat de forma notable el percentatge d'autosubministrament dels cellers, el valor total de Rioja seria en l'actualitat proper als 9.170 milions d'euros.

Finalment, volem ressaltar que el comportament d'aquest sector ha estat considerablement millor que el de l'Ibex-35 en el període 2000-2008, a més d'haver sofert oscil·lacions menys brusques quant al seu valor en els períodes de major turbulència. En el gràfic 1 es recull l'evolució del conjunt de cellers cotitzats al SIBE i la del selectiu borsari espanyol, donant un valor inicial de 100 al seu valor a principis de 2000.

**Gràfic 1.** Evolució borsària sector dels cellers i Ibex-35.  
Període 2000-2008

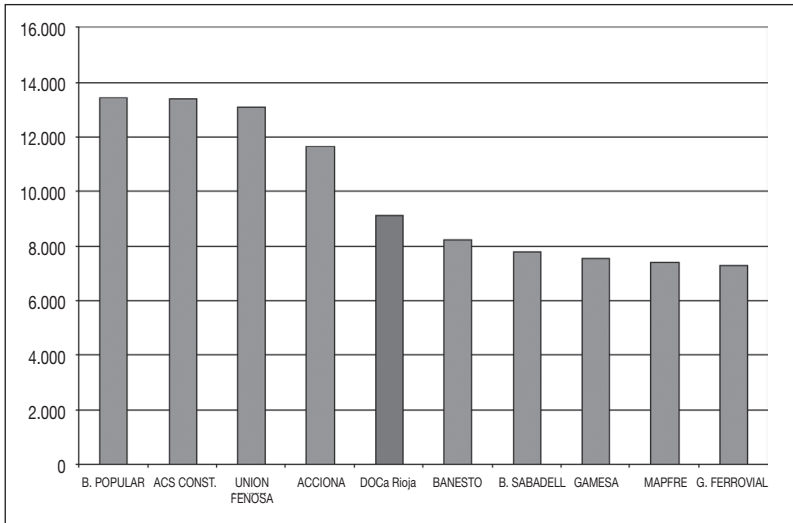


Font: Elaboració pròpia

Aprofundint una mica més en la relació del vi Rioja amb el mercat borsari, ens podem preguntar pel lloc que ocuparia el sector vitivinícola si el conjunt de la DOQ Rioja cotitzés en borsa com una única empresa. En aquest sentit, i tenint en compte el valor financer dels cellers i les vinyes de la Rioja que hem estimat, si la Denominació d'Origen Rioja fos admesa a cotització, se situaria entre les primeres quinze companyies de l'índex Ibex-35 per capitalització.

Efectivament, si utilitzem com a comparació la capitalització borsària de les empreses de l'Ibex-35, al tancament del mercat el 30 d'abril de 2008, el valor que hem estimat de 9.170 milions d'euros situaria Rioja amb un valor superior a empreses com el Banc Sabadell, Ferroviari o Gamesa. De fet, el valor de Rioja seria similar al d'empreses com Unión Fenosa o Acciona, que en aquest moment representaven al voltant del 2% de la capitalització borsària de l'Ibex-35. Comprar tots els cellers de Rioja, així com les vinyes de la regió, suposaria un desemborsament similar al necessari per a fer-se amb el control total de grans grups empresarials espanyols. En el gràfic 2 es recull el valor total d'algunes empreses de l'Ibex-35 a fi d'abril de 2008, comparat amb el valor de la DOQ Rioja.

**Gràfic 2.** Valor de la DOQ Rioja i d'algunes grans empreses de l'Ibex-35 (30/IV/08)



Font: Elaboració pròpia

Dades de tancament de 30/IV/08. Milions d'€. Capitalització no corregida per free-float.

## 5. Conclusions

La reeixida evolució de la DOQ Rioja des de principis dels anys noranta explica l'elevat valor financer d'aquest sector.

Diversos mètodes han estat utilitzats per a calcular el valor del subsector dels cellers de Rioja. En primer lloc, es pot inferir el valor del sector vinícola Rioja a partir de la capitalització del grup de cellers negociats en el mercat continu de les Borses de Valors. Una segona aproximació es pot efectuar a partir d'altres operacions financeres, que han estat freqüents en els primers anys del segle XXI (OPA sobre Bodegas y Bebidas, entrada de capital risc en diversos cellers de la Rioja, compravenda de cellers...), i a partir de la valoració d'una empresa en el mercat de la Borsa de Bilbao. Finalment, a partir d'una sèrie d'estimacions sobre les principals variables del negoci dels cellers es poden estimar els fluxos de tresoreria dels cellers de la Rioja, i a partir d'aquests, el seu valor.

Respecte al sector vitícola, el principal mètode consisteix en el descompte de fluxos de caixa, encara que el valor obtingut d'aquesta manera

pot ser contrastat amb el preu de compravenda de vinyes o amb el cost de «vitificar» una parcel·la de terra prèviament comprada i no conreada.

Utilitzant els valors de cotització d'abril de 2008, i suposant que el sector vitícola de Rioja no ha sofert cap pèrdua de valor des de 2005, vam estimar el valor actual del sector vitivinícola de la Rioja en 9.170 milions d'euros. Aquest resultat, una mica superior al calculat el 2005 és coherent amb el creixement en facturació i beneficis del sector vitivinícola de la Rioja des d'aquest any.

## Bibliografia

- COPELAND, T.; KOLLER, T. i J. MURRIN: *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons Inc, Nueva York, 2000.
- GÓMEZ-BEZARES, F. i M. LARREINA: *Una valoración del sector vinícola riojano, Cuadernos de Gestión*, Vol.3, nº 1 y 2, pp. 143-167, 2003.
- GÓMEZ-BEZARES, F. & M. LARREINA: *An approach to the valuation of Rioja Wine, Journal of Wine Research*, vol. 19, nº 1, pròxima aparició, 2008
- LARREINA, M.: *Estudio de la Dependencia de la Economía riojana del vino Rioja*, Tesis Doctoral, [www.lib.umi.com/dissertations/fullcit/3201705](http://www.lib.umi.com/dissertations/fullcit/3201705), 2006.
- PASCUAL CORRAL, J.: *El vino de Rioja. Calidad, originalidad y prestigio histórico*, Ediciones La Prensa del Rioja, Logroño, 2003.
- SUTTON, T.: *Corporate Financial Accounting and Reporting*, Pearson Education Ltd., Harlow, Essex, 2000.