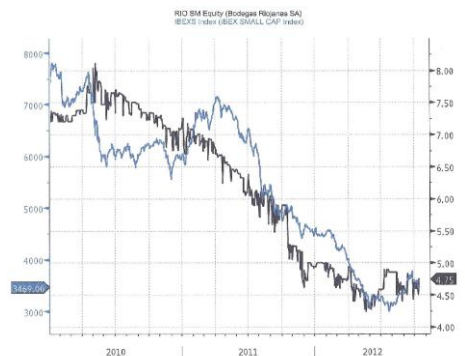


EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

- Bodegas Riojanas elabora y comercializa sobre todo vinos con crianza (Crianza, Reserva y Gran Reserva) de la D.O. Calificada de La Rioja. Esta D.O. tiene la mayor cuota de mercado en España de vinos Premium, lo que facilita la penetración de mercado de Bodegas Riojanas. Además, el único canal que muestra signos de fortaleza en el sector doméstico es el de Hogar/Alimentación, con una creciente demanda de vinos con envejecimiento y con Denominación de Origen, que es el segmento principal de Bodegas Riojanas. Asimismo la empresa goza de un elevado Margen Bruto/Ventas ya que los vinos con crianza son de mayor valor añadido para la cuenta de resultados. Finalmente, esta especialización en vinos de calidad coloca a Bodegas Riojanas en muy buena posición para aprovechar un eventual cambio de ciclo.
- *Sus instalaciones* (lagares, depósitos, barricas, botellero, embotelladora) se han beneficiado de sucesivas inversiones, modernizaciones y ampliaciones que le permiten llevar a cabo su estrategia de centrarse en vinos de calidad y envejecidos sin tener que acometer grandes inversiones.
- *Su proyección internacional es todavía baja.* En parte se explica por la elevada tasa de penetración de sus segmentos de vinos de valor añadido en España. Aun así, Bodegas Riojanas es consciente de las oportunidades que brinda el mercado exterior por el lado de la demanda y está reforzando su comercialización fuera de España.
- *El endeudamiento lastra la cuenta de resultados:* Si bien la deuda no plantea problemas a nivel de balance, en cambio los gastos financieros representan más de la mitad del BAII. Por ello valoramos favorablemente que la empresa haya fijado el objetivo de reducir su deuda en algo más del 25% del 2011 al 2014. Esto ya se ha empezado a cumplir en el 2011 y según las proyecciones financieras de este informe, tras atender las inversiones y los dividendos previstos, la deuda se podrá reducir según lo previsto en el plazo estipulado.
- Hay que destacar que *2012 es un año de inflexión* (los datos semestrales ya lo confirman) donde la reducción de la deuda y eventualmente de los costes financieros, así como la mejora del MB/Ventas al empezar a comercializar añadas de bajo coste de aprovisionamiento (2009 y 2010), contribuirán a mejorar la generación de beneficios. Esto es importante ya que debido a su baja rentabilidad sobre recursos (inferior a la media de los comparables) Bodegas Riojanas cotiza con una capitalización apenas superior a su valor contable (su P/VC también está muy por debajo de la media de las compañías comparables). Al ir cerrando parte del diferencial de rentabilidad sobre recursos a lo largo de los próximos ejercicios, cabe esperar que en el mismo periodo esto se plasme en un aumento paulatino de la cotización y del P/VC.
- *Resultados al alza, cotización a la baja:* Desde cierre del año 2009 (donde el sector sufrió severos ajustes) hasta la fecha de hoy Bodegas Riojanas ha ido aumentando sus Ventas, su Margen Bruto/Ventas y su Beneficio Neto y, según las estimaciones de este informe, seguirá evolucionando positivamente. Esto contrasta con la evolución de su cotización que ha bajado un 43% desde principios del 2010 hasta hoy.
- Este informe recoge dos métodos diferentes de valoración teórica (Descuento de Flujos de Caja, y Múltiplos Comparables) que proporcionan un valor de Bodegas Riojanas entre 5,67 € y 5,97 € por acción, lo que frente a la cotización actual de 4,75 € representa un potencial de revalorización entre el 19% y el 26%.

BODEGAS RIOJANAS	
DATOS DE LA COMPAÑÍA	
TICKER	RIO
PRECIO (15 OCTUBRE 2012)	4,75 €
SECTOR	Alimentación y Bebidas
Nº DE ACCIONES (MILES)	5.440
CAPITALIZACIÓN (MILES €)	25.840
FREE FLOAT	26,7%
VOLUMEN MEDIO DIARIO ULT. 12 MESES (MILES €)	10,60
PRECIO MAX. PERIODO (ÚLTIMOS 12 MESES)	5,90 €
PRECIO MIN. PERIODO (ÚLTIMOS 12 MESES)	4,25 €
RENTABILIDAD ÚLTIMO MES	-2,3%
RENTABILIDAD ÚLTIMOS 3 MESES	-0,8%
RENTABILIDAD ÚLTIMOS 12 MESES	-19,2%



DATOS FINANCIEROS CLAVE (Miles €)				
	2010	2011	2012(e)	2013(e)
VENTAS	15.063	15.132	15.182	15.386
EBITDA	2.856	3.144	3.267	3.336
BENEFICIO NETO	699	730	771	923
ROE	2,83%	2,96%	3,09%	3,65%
DEUDA NETA	22.934	21.922	20.142	18.151
DATOS POR ACCIÓN (€)				
	2010	2011	2012(e)	2013(e)
DPA	0,10	0,10	0,10	0,10
BPA	0,128	0,134	0,142	0,170
VCPA	4,53	4,54	4,58	4,65
RATIOS DE VALORACIÓN				
	2010	2011	2012(e)	2013(e)
P/E	55,3 x	36,8 x	33,5 x	28,00 x
Dividend Yield	1,4%	2,0%	2,1%	2,1%
P/VC	1,57 x	1,09 x	1,04 x	1,02 x

EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

DESCRIPCIÓN DE BODEGAS RIOJANAS

Bodegas Riojanas produce y comercializa vino de la Denominación de Origen Calificada de La Rioja, y en menor medida vino de la Denominación de Origen de Toro, tanto para el consumo doméstico como para el consumo exterior. Asimismo tiene acuerdos con productores de otras Denominaciones de Origen para la comercialización de su vino. Una gran parte de las ventas de la empresa corresponde a los tintos de La Rioja con envejecimiento (Crianza, Reserva y Gran Reserva). Sus principales marcas son “Viña Albina”, “Monte Real” y “Puerta Vieja”.

HISTORIA DE BODEGAS RIOJANAS

Bodegas Riojanas inicia su actividad en 1890 impulsada por familias de tradición vitivinícola en Cenicero y todavía hoy sus gestores son descendientes de las familias fundadoras. Desde el inicio de su actividad han sido cosecheros, productores y exportadores. Reiteradamente a través de su historia han invertido en modernización, tecnología, I+D, calidad, capacidad de almacenamiento y capacidad de envejecimiento. Se las considera todo un clásico en la Rioja, pero su actividad no se limita a dicha Denominación de Origen ya que en 1999 iniciaron un proceso de diversificación con la creación de una bodega en la Denominación de Origen de Toro, y más tarde ampliando su portafolio de productos, accediendo a diferentes denominaciones (Ribera del Duero, Rueda, Rías Baixas, por citar algunas) a través de diferentes acuerdos de colaboración.

HITOS DE BODEGAS RIOJANAS

- 1890:** Se crea Bodegas Riojanas.
- 1925:** Se crea la Denominación de Origen Rioja, así como su Consejo Regulador.
- 1930:** La bodega se constituye como Sociedad Limitada. Cuenta con 528 barricas.
- 1940 - 1950:** Bodegas Riojanas se convierte en Sociedad Anónima. Durante esta década, la bodega acomete la primera ampliación de sus instalaciones.
- 1950 - 1960:** Se acomete la segunda ampliación, aumentando la capacidad de crianza a unas 3.000 barricas.
- 1960 - 1970:** Se lleva a cabo otra ampliación y sobre todo un cambio estratégico en la compañía. Se dejan de vender vinos a granel y vinos jóvenes y se da paso a vinos de crianza y reserva. Para ello se construyen nuevos lagares y depósitos, se aumenta la capacidad de crianza en 2.600 barricas, llegando a las 15.000 barricas y se constituye un botellero adicional para el envejecimiento de 700.000 botellas, alcanzando un botellero de 3.000.000 de botellas en crianza.
- 1970 - 1980:** En el año 1973 Banco de Santander adquiere una participación del capital. Se vuelve a ampliar la bodega, invirtiendo en más lagares, más depósitos de almacenamiento y se amplía el grupo de embotellar (3.000 botellas/hora).

Gráfico 1:

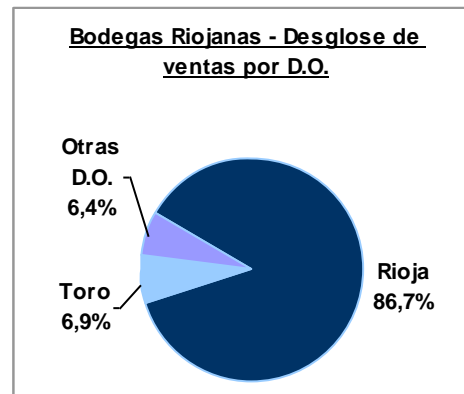


Gráfico 2:

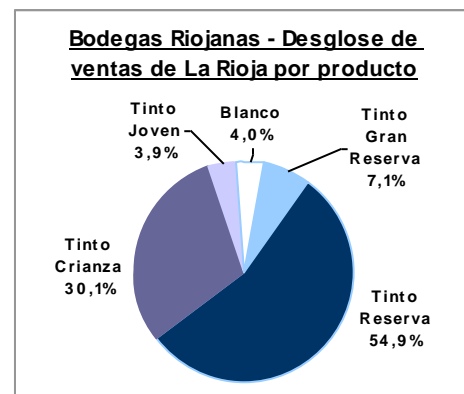
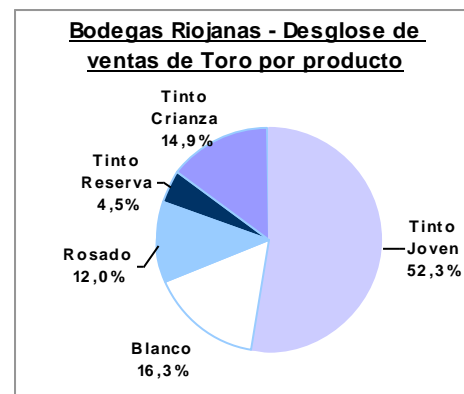


Gráfico 3:



1980 - 1990: Se realizan nuevas ampliaciones en las instalaciones, con aumento de botellero, depósitos, grupo de embotellar y mejoras técnicas. Se impone el acero inoxidable, sustituyendo al hormigón, como material para la construcción de depósitos.

1990 - 2000: Coincidiendo con el Centenario de la bodega, se acomete una ampliación de gran envergadura, duplicando la capacidad de la bodega, instalando sesenta depósitos nuevos (de capacidad unitaria de 50.000 litros) de acero inoxidable, nuevos sistemas de prensado, implantando mejoras técnicas y nuevas tecnologías, añadiendo una capacidad de crianza de 12.000 barricas, y modernizando el grupo de embotellar (9.000 botellas/hora).

En el año 1997 Banco de Santander vende su participación en la bodega, y la sociedad decide cotizar en Bolsa, colocando un 38,5% del capital y manteniendo su carácter de empresa familiar.

Tras la colocación en Bolsa, complementando la actual bodega de elaboración y envejecimiento de Cenicero, se construye una bodega de elaboración en San Vicente de la Sonsierra (también dentro de la Denominación de Origen de Rioja), con capacidad para millón y medio de kilos de uva y 5.000 barricas de roble. La bodega empieza su funcionamiento con la vendimia de 1999.

Bodegas Riojanas obtiene la certificación ISO 9002 emitida por AENOR.

En 1999, Bodegas Riojanas crea Bodegas Torredueiro en la Denominación de Origen de Toro.

2.000 en adelante: Bodegas Riojanas sigue consolidando su plan de crecimiento y continúa invirtiendo en modernización tecnológica así como en I+D. A fecha de hoy cuenta con 29.000 barricas en la D.O. Rioja y 600 barricas en la D.O. Toro, con un botellero de 3.000.000 botellas en la D.O. Rioja y de 200.000 botellas en la D.O. Toro. Asimismo, ha seguido desarrollando su vocación exportadora, incluso creando en el año 2009 una sociedad comercializadora en Estados Unidos. Finalmente, su proceso de diversificación en la oferta le ha llevado a cerrar varios acuerdos de colaboración con bodegas en diferentes Denominaciones de Origen: Ribera del Duero, Rueda, Rías Baixas, así como con productores de Cava y de Champagne.

EL VINO EN ESPAÑA: UN SECTOR EMBLEMÁTICO.

El sector vitivinícola español es un sector emblemático: **España es el primer país del mundo en extensión de viñedo**, concentrando el 14% del viñedo mundial y el 30% del viñedo europeo; y es el tercer productor mundial de vino (Francia es líder con el 18,7% de la producción mundial, seguida de Italia con el 15,6% y España con el 12,9%).

En el año 2011 España exportó en torno al 55% de su producción, incrementando el volumen exportado un 26,3% y el valor exportado un 16,7% (Fuente: OIV - Organización Internacional de la Viña y del Vino). En los últimos 10 años las exportaciones españolas de vino (medidas en millones de hectolitros) han aumentado un 118%. Actualmente, España ocupa la segunda posición en el mercado mundial de exportación del vino, con una cuota del 21,5%.

Del total de las exportaciones españolas, los vinos tranquilos (es decir sin incluir espumosos) con Denominación de Origen supusieron un 43,3% de la cifra de venta.

En los mercados de exportación, si bien dos tercios de la exportación española se dirige a los países de la UE, han destacado como mercados de mayor crecimiento China (+84% en valor y +47% en volumen), Rusia (+45% en valor y +30% en volumen), Canadá (+16% en valor y +34% en volumen), EEUU (+6% en valor y +28% en volumen) y México (+10% en valor y +24% en volumen).

En el Primer Trimestre de 2012, según el Observatorio Español del Mercado del Vino (OeMV), las exportaciones de vino español crecieron un 4,8% en volumen y un 14,7% en valor. Los vinos tranquilos con Denominación de Origen Protegida crecieron en facturación exterior un 10,4%, gracias a un repunte de precios ya que su volumen se mantuvo estable. Siendo los vinos de mayor valor los que mejor lograron mantener su ritmo de crecimiento durante el trimestre.

EL VINO EN ESPAÑA: UN SECTOR CON DESAFÍOS.

Pero el sector vitivinícola español está afrontando desde hace décadas una situación de “sobreoferta”. (Esto sin duda explica en buena medida su fuerte componente exportador).

Esta situación de exceso de oferta se debe a varios factores:

Demanda - Un descenso paulatino del consumo de vino en España.

A una elevada capacidad de producción se une el problema de una tendencia a la baja del consumo de vino. Además hay que distinguir entre el consumo de los hogares y el consumo fuera del hogar, en el canal HORECA (Hostelería, restauración y catering).

Canal alimentación/hogares:

Su importancia relativa ha ido en aumento, sin por ello lograr compensar las caídas del canal HORECA.

Su mejor comportamiento se debe a que el crecimiento de la población ha sido compensado en parte el declive del consumo per cápita.

Este canal está mostrando un crecimiento de su demanda de vinos con crianza (envejecimiento en bodega) y con Denominación de Origen, que es de mayor valor añadido para los productores. En efecto, los cambios en las pautas de consumo han hecho retroceder el consumo cotidiano de vinos jóvenes pero en cambio han transformado el consumo de vino en una ocasión especial donde se opta por vinos más caros, de mayor reconocimiento y prestigio. De este modo, incluso ante una bajada del volumen per cápita del consumo en hogares, el gasto total de este canal de consumo ha pasado de 848,39 millones de euros en 2003 a 1.060,40 millones en 2011 (un aumento de 25% en la cifra de ventas). Este cambio refrenda las estrategias de las bodegas, como Bodegas Riojanas, que favorecen el desarrollo de vinos de calidad con envejecimiento en bodega.

Para los productores, este desplazamiento ofrece mejores márgenes operativos pero también implica una mayor inversión en capacidad de envejecimiento y almacenamiento, y un alargamiento del ciclo de conversión de existencias a caja. Por ello, el posicionamiento no está al alcance de todas las bodegas. Bodegas Riojanas se beneficia de haber acometido ampliaciones y modernizaciones sucesivas a través de su historia. Además, pese a tener niveles elevados de deuda, no tiene problemas de liquidez y tiene acceso a financiación bancaria tanto de corto y largo plazo (como se verá luego en el apartado de análisis financiero de la deuda).

Frente a un menor consumo per cápita en litros de los hogares, más que compensado por el mix de producto adquirido, el mayor problema proviene de la fuerte tendencia a la baja en volumen (y también en mix de producto) que lleva experimentando el canal HORECA.

Canal HORECA (Hostelería, Restauración, Cafeterías):

El consumo de este canal lleva cayendo 7 años.

Además, no tiene visos de recuperación ya que es muy sensible a la crisis económica. Y es que, sobre todo en su componente de hostelería, depende en gran medida del consumo por parte de las empresas: con la crisis, se observa una sensible reducción de las comidas de empresa. A lo que hay que añadir una obvia reducción del número de comidas fuera de casa por parte del consumidor (hogares).

Gráfico 4:

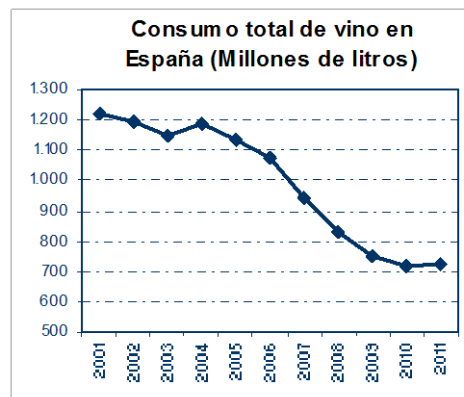


Gráfico 5:

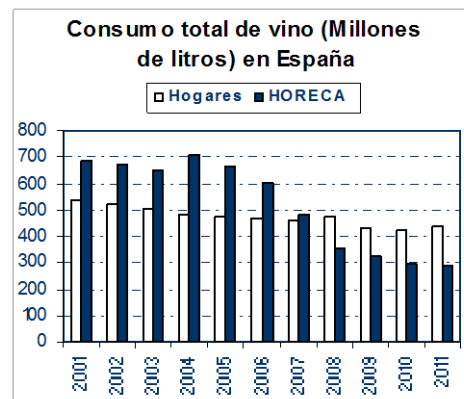


Tabla 1:

Consumo per cápita de vino en España (Litro/habitante/año)					
	TOTAL	DO	Mesa	Espumosos	Otros
jun-12	9,40	3,10	5,00	0,60	0,70
2011	9,30	3,10	4,90	0,60	0,70
2010	9,60	3,09	5,06	0,57	0,88
2009	9,46	3,00	5,11	0,61	0,74
2008	10,53	2,94	5,74	0,68	1,17
2007	10,37	2,98	6,08	0,71	0,60
2006	10,69	2,64	6,89	0,58	0,58
2005	10,98	2,59	7,24	0,59	0,56
2004	11,51	2,47	7,81	0,62	0,61
2003	12,15	2,16	8,91	0,58	0,50
2002	12,87	2,11	9,60	0,64	0,52
2001	13,43	2,11	10,09	0,72	0,51

(Fuente: Panel de Consumo Alimentario MARM)

EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

En lo que respecta a cambios en las pautas de consumo del canal, se observa por una parte una fuerte sustitución de vinos de mesa por vinos con Denominación de Origen. Por un lado la sustitución del vino de mesa por vinos de Denominación se debe a que el consumidor tiene asociados a los vinos con Denominación con una mayor calidad y el sobrecoste no es excesivo, por lo que el consumidor termina por buscar seguridad en los vinos con Denominación. Por otra parte, esta sustitución radica en que la hostelería intenta evitar invertir en inmovilizado de vinos que no tienen longevidad y puedan estropearse si no se les da salida pronto.

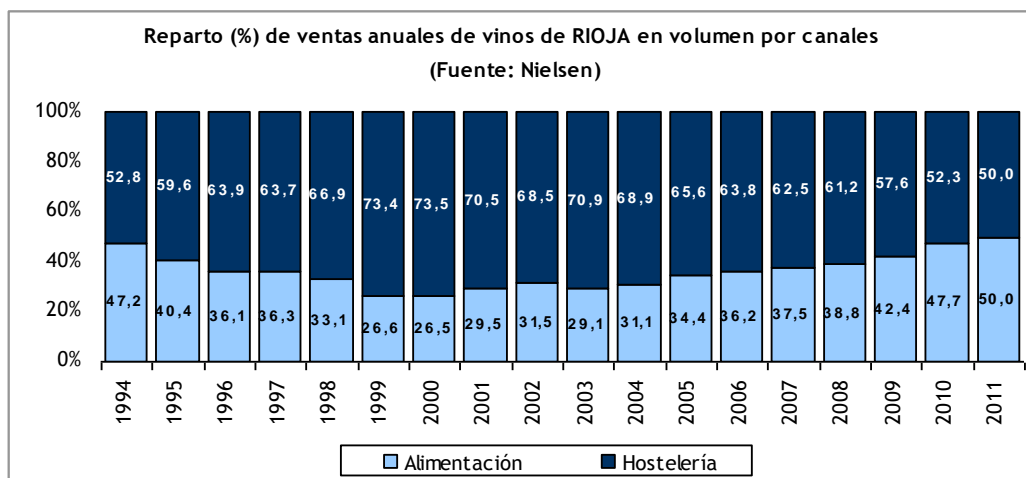
Este cambio favorece a zonas como la Rioja. De hecho 7 de cada 10 botellas de vino con crianza que se venden en hostelería son de Rioja (según el estudio del consumo de vino en España publicado en abril 2012 por la consultora Nielsen).

Por otra parte, la demanda del canal se está concentrando en los vinos intermedios de crianza: en efecto, la hostelería no puede permitirse financiar existencias y busca tener el mínimo stock posible; y en la medida que tiene un stock, evita existencias costosas ante un riesgo de salida más lenta del producto almacenado. Este desplazamiento de la demanda implica una mayor concentración en Crianzas y en menor medida en Reservas y bastante menos en Grandes Reservas.

Este cambio sigue refrendando una estrategia de vinos con envejecimiento, como la que lleva a cabo Bodegas Riojanas. Pero también es cierto que para las Denominaciones de Origen, a la disminución observada en litros comprados por el canal se une una disminución del precio por litro comprado.

Tras los cambios de demanda de los últimos siete años, actualmente, para la Denominación de Origen de Rioja, los volúmenes demandados provienen por igual al 50% del canal HORECA y del canal Hogares (según el estudio de la consultora Nielsen presentado en abril de 2012). De tal modo que, pese a su paulatina pérdida de peso desde el 2003, el canal HORECA sigue siendo importante y tiene que ser atendido adecuadamente por los productores.

Gráfico 6:



El canal HORECA también ha demandado una adecuación del portafolio de las bodegas, exigiendo un etiquetado especial diferente del presentado en el canal alimentación/hogares con el fin de evitar un claro reconocimiento del tipo de vino y con ello no revelar al consumidor sus márgenes de ventas. Esta demanda ha sido atendida por Bodegas Riojanas, que ha adecuado su portafolio de etiquetas creando embotellados exclusivos para el sector hostelero. Esta adecuación es necesaria ya que el canal HORECA es un canal necesario para la promoción de las marcas de vino.

Debido a la baja lealtad del canal HORECA a las marcas y a su sensibilidad a las promociones, cobra especial relevancia que una compañía productora tenga claramente potenciado su departamento de comercialización y marketing.

Finalmente, aunque no haya ninguna estadística que lo pueda corroborar, es una opinión generalizada que el endurecimiento de la legislación de tráfico con respecto a tasas de alcoholemia y la legislación que prohíbe fumar en los locales también han contribuido a la caída del consumo de este canal.

Oferta - Las subvenciones para arrancar viñas y reducir la superficie plantada se han visto contrarrestadas por las mejoras tecnológicas en rendimiento y productividad.

Las superficies de viñedo en España siguen en descenso: con las ayudas de la Organización Común del Mercado Vitivinícola (OCM) del vino, para la campaña 2010/2011, se aprobó el arranque de 25.120 hectáreas de viñedo, que sumadas a las arrancadas con ayudas europeas en las dos campañas anteriores, dan un total de 93.567 hectáreas eliminadas. Cifra a la que deberían sumarse, además, los viñedos arrancados sin ayudas oficiales y simplemente abandonados por escasa rentabilidad. De hecho, del 2002 al 2010 la superficie plantada de viña en España ha bajado un 14%... **pero la producción ha subido un 22%.**

En efecto, cuanto más invierten las bodegas en mejorar la calidad y el rendimiento, más contribuyen a la situación de “sobreoferta” que atenaza al sector, ya que las mejoras de calidad y rendimiento han ido mejorando la productividad y con ello la producción de vino ha aumentado incluso ante una reducción de hectáreas plantadas.

Adicionalmente, el sector se enfrenta a otros problemas:

Una excesiva atomización y fragmentación de los productores.

Con más de 70 Denominaciones de Origen y más de 4.600 bodegas el sector vitivinícola español sufre de un elevado grado de atomización. Esto es un problema para la estabilidad del sector y para la fidelización del cliente (este último punto, es de especial relevancia para bodegas pequeñas de reciente creación) al existir un exceso de marcas y de estilos.

También es cierto que esta atomización conlleva la existencia de muchos productores pequeños que difícilmente pueden acometer los programas de inversión necesarios para llevar a cabo una estrategia de vino de crianza y de calidad. Lo que termina favoreciendo a las bodegas con tamaño suficiente para conjugar economías de escala en su departamento de marketing y capacidad de modernización y ampliación de instalaciones tanto de elaboración como de envejecimiento. Entendemos, que sin ser una de las bodegas más grandes, Bodegas Riojanas goza de esta ventaja competitiva al haberse dotado a lo largo de su historia de las instalaciones necesarias (en extracción, depósito, envejecimiento y almacenamiento) para desarrollar su estrategia de especialización en vinos con crianza y de calidad.

De hecho, si tenemos en cuenta los últimos datos conocidos en la D.O. Rioja, en Bodegas Riojanas se han comportado relativamente mejor sus segmentos de mayor valor añadido como son reservas y grandes reservas quedando sus ventas por categorías como sigue:

- Reservas y Grandes Reservas: 62% (frente al 14% para D.O. Rioja).
- Crianzas: 30% (frente al 40% para D.O. Rioja).
- Sin Crianza: 4% (frente al 46% para D.O. Rioja - este dato de la D.O. incluye blanco y tinto).
- Blanco: 4%.

Importación de vinos más baratos.

Otro factor que ha supuesto una amenaza adicional ha sido la penetración en el mercado doméstico y en los mercados exteriores maduros consumidores de vino español de los vinos producidos en “nuevas” zonas productoras (Australia, Nueva Zelanda) a precios asequibles.

Aunque desde finales del 2009 el crecimiento que se había producido en los llamados “Países Nuevos” se ha ido ralentizado hasta llegar al estancamiento e incluso a una reducción de la producción en determinadas zonas productivas. Y por ende a una reducción de sus exportaciones.

La crisis económica desde el 2008.

Tanto la renta disponible de los hogares como la situación económica de las empresas influyen en las previsiones de ventas. Ambos factores se han visto negativamente afectados por la crisis económica iniciada a principios del 2008, y cuya resolución está todavía lejos de entereverse. Esta merma de poder adquisitivo de empresas y hogares se ha traducido principalmente en un peor comportamiento del canal HORECA, mientras que parte de este fenómeno adverso se ha visto compensado por la sustitución que hacen los hogares de organizar cenas fuera en restaurantes por celebrar cenas en casa.

POSICIONAMIENTO DE BODEGAS RIOJANAS.

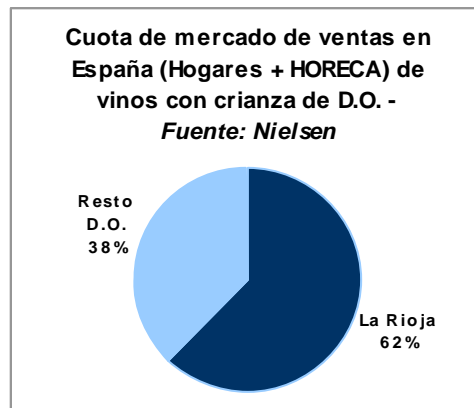
Consideramos que Bodegas Riojanas está muy bien posicionada al ser **principalmente un productor de vinos de La Rioja** y al dedicarse en gran medida a la **elaboración de vinos con envejecimiento en barrica** (el 62% de sus ventas de la D.O. Rioja son vinos Reserva o Gran Reserva, y el 30% de sus ventas con D.O Rioja son Crianzas).

La Rioja sigue siendo la DO con mayor preponderancia y reconocimiento.

Cuota de mercado.

No es la zona de mayor producción, pero tiene la mayor cuota de mercado, un 62%, en las ventas totales en España de vinos con crianza de DO, según un estudio del mercado español del vino elaborado por la consultora Nielsen presentado el pasado mes de abril de 2012. Desglosado por canales de distribución, en el año 2011 los vinos tintos criados en barrica de la Denominación de Origen Calificada Rioja representaron el 74,7% de las ventas de vinos de crianza con DO en el canal HORECA y el 51,4% en el canal Alimentación/Hogares.

Gráfico 7:



La Denominación de Origen Calificada de Rioja transmite una imagen de calidad.

De hecho, la DOC Rioja tiene registradas el mayor número de bodegas de vino de calidad (1.209), seguida de DO La Mancha (276), DO Ribera del Duero, DO Cataluña y DO Penedés.

Además, no sólo se ha ido desplazando la demanda de los consumidores en el hogar hacia vinos de valor añadido, sino que además, en un entorno de crisis, el consumidor se ha vuelto menos proclive a experimentar y ha vuelto a valores seguros, optando por Denominaciones de Origen implantadas y por marcas fuertes, lo que evidentemente favorece a la DOC Rioja. Esto explica su elevada cuota en el canal HORECA, mencionada anteriormente.

Como ya hemos mencionado anteriormente, hay que a la vez que la D.O. Rioja lidera el segmento de vinos con mayor valor añadido, Bodegas Riojanas tiene una proporción de sus ventas en dicho segmento superior a la media de los productores de la Rioja.

ESTRATEGIA DE BODEGAS RIOJANAS.

Una filosofía de calidad: produce principalmente vinos de calidad envejecidos en barrica.

Esto permite: (i) mantener precios más elevados y obtener un Margen Bruto más alto; (ii) generar una mayor lealtad por parte del consumidor, que cada vez discrimina más y cuyo consumo de vinos envejecido con DO sigue con la senda alcista iniciada en los 90; (iii) apoyar la comercialización con la obtención de premios y galardones.

Esta mejora de calidad se acompaña de una estrategia enfocada hacia los vinos envejecidos en barrica. Por ello la implementación de dicha estrategia no sólo ha pasado por invertir en mejoras tecnológicas y modernización de instalaciones, sino que también ha conllevado el aumento de la capacidad de procesamiento de uva, de envejecimiento y de almacenamiento. El desarrollo de este tipo de estrategia requiere un tamaño mínimo de las bodegas, un alto grado de profesionalización y un plan de negocio contrastado para poder financiar las inversiones necesarias ya sea por vía de la generación de caja, ya sea por acceso a financiación bancaria.

De este modo, la bodega se ha posicionado hacia una demanda donde la calidad y la marca pueden generar fidelidad. De hecho, ante el deterioro de la demanda del canal HORECA, el canal Alimentación/Hogares ha ido aumentando su consumo a la vez que aumentando su demanda de vinos envejecidos en barrica y con Denominación de Origen.

Es una estrategia rentable, ya que una vez realizadas las inversiones, el coste asociado al envejecimiento y almacenamiento (incluyendo amortización de barricas, limpieza de barricas, trasiegos y otros costes asociados a esa permanencia en barricas) es claramente inferior al incremento medio del precio de venta de vinos Reserva y Gran Reserva.

Un estudio del sector vitivinícola elaborado en el 2007 por la consultora MKF para el Estado de Virginia establecía que las bodegas viables y rentables se caracterizaban por un Margen Bruto/Ventas de al menos el 50%. Este dato recogía varios factores como la capacidad de acometer las inversiones necesarias para desarrollar vinos envejecidos y de calidad, un tamaño suficiente para gozar de economías de escala en la estructura de comercialización, distribución y marketing. Bodegas Riojanas goza de un MB/Ventas elevado, que supera el 60%, reflejo de su capacidad de vender vinos de calidad y añada que ofrecen un mayor margen.

Una apuesta decidida por la actividad de comercialización y marketing.

Incluso cuando esta actividad puede llegar a representar un 30% del coste de ventas, es clave en un entorno fragmentado y competitivo para detectar cambios y oportunidades en las pautas de consumo, fidelizar a la clientela, y llegar más directamente al consumidor sin depender de un exceso de canales intermedios que encarece el producto final (restándole competitividad) y que no tiene el mismo objetivo de fidelización y consumo recurrente de la marca.

Asimismo, el control de la distribución y la comercialización directa permiten que el precio final de venta sea menos elevado para el consumidor, un factor clave para mantener la demanda en un entorno de crisis donde el consumidor es sensible al precio.

Sólo el 28,5% de los productores realizan labores de comercialización y venta directa al canal HORECA.

Bodegas Riojanas tiene muy claro este aspecto del negocio bodeguero y de algún modo se define como “dos empresas en una”: una compañía productora y otra comercializadora. Esto creemos que explica en buena medida la evolución positiva de las ventas del 2009 al 2011 pese a un entorno de mayor debilidad en la demanda.

También hay que hacer mención especial en el canal Alimentación y Hogares de lo que se podría denominar como Canales Alternativos.

Por canales alternativos hacemos especial hincapié en las Campañas de Navidad, tanto de los regalos de empresas como de las promociones por parte de las grandes superficies. Si bien es cierto que este dato generalmente viene englobado en “Alimentación y Hogares”, pensamos (y así lo entiende también Bodegas Riojanas) que este canal de distribución tiene un comportamiento diferente al del consumo de los hogares, con fuerte estacionalidad y fuerte dependencia del clima empresarial y del clima económico.

En las campañas de los últimos años desde el 2009, coincidiendo con la crisis, los clientes de este canal alternativo han ido reduciendo su volumen de pedidos. Pero Bodegas Riojanas, a través de su labor de comercialización ha logrado compensar este factor adverso con la incorporación de nuevos clientes, logrando que las Campañas de Navidad evolucionen de forma estable e incluso con ligeros incrementos de las cifras de ventas.

Un renovado esfuerzo para seguir impulsando las ventas en los mercados internacionales.

Conscientes de la importancia de la actividad exportadora, y con el fin de potenciar la distribución en los EEUU, Bodegas Riojanas creó en el 2010 la sociedad 'Bodegas Riojanas USA Corporation', con sede en New Jersey. Actualmente, las ventas en EEUU representan para Bodegas Riojanas un 15% del total de las exportaciones.

Todavía hoy los mercados más maduros (principalmente los europeos, si bien Alemania y el norte de Europa están mostrando fuertes crecimientos) representan la mayor parte de las exportaciones, con el 33% vendido en el Reino Unido: Este mercado presenta el problema de que el 80% de los volúmenes son vinos de crianza que se venden a través de los canales de hard discount, y que si bien hay mercado para Reservas y Grandes Reservas el precio medio sigue con su tendencia a la baja.

El nivel actual de exportaciones del 9% del total de las ventas es bajo frente a las referencias de la DO Rioja, donde la exportación supera el 30% de la producción, pero ello en gran medida viene explicado por la alta tasa de penetración de sus marcas de vinos de crianza, reserva y gran reserva en el mercado doméstico.

Además, pensamos que dada la especialización de Bodegas Riojanas en los vinos de calidad, su actividad exportadora debería verse beneficiada del claro crecimiento de la demanda mundial por dicho tipo de vino, especialmente en los segmentos de los vinos "Premium" y "Super Premium".

Corroborando este desplazamiento hacia vinos de mayor valor añadido, las exportaciones de los vinos de Rioja en el primer semestre de 2012, si bien cayeron un 2,5% en volumen en cambio subieron un 4,9% en euros facturados (según el Observatorio Español del Mercado del Vino - OeMv).

Finalmente destacar que Bodegas Riojanas mantiene su apuesta decidida por la internacionalización, abriendo a principios de 2012 oficinas comerciales en China y en Alemania. Que se suman a sus oficinas comerciales en Reino Unido y México.

Diversificación

En el año 1999, el grupo crea una bodega en Toro. Esto obedece a una voluntad de mantener una presencia competitiva en el segmento de vinos jóvenes y de crianzas. Eran momentos donde el precio de la uva se había disparado (400 pesetas/kilo - aproximadamente 2,50 euros/kilo) en las DO de prestigio (Rioja y Ribera del Duero) lo que imposibilitaba competir en el segmento de vinos jóvenes y crianzas. Por ello, Bodegas Riojanas inició su actividad en la DO Toro, con el fin de mantener presencia en dichos segmentos.

Si bien es cierto que con la bajada de precios de la uva, este problema ha desaparecido, permitiendo volver a competir por precios a los vinos de Rioja en los segmentos de vinos jóvenes, los vinos de Toro de Bodegas Riojanas concentran el 87% de sus ventas en vinos sin crianza (al igual que la DO donde la cifra es de 86%).

ANÁLISIS FINANCIERO

Cuenta de Pérdidas y ganancias.

Los apartados de ventas, Margen Bruto, EBITDA etc. muestran el año 2009 como un año de inflexión a partir del cual las magnitudes se van recuperando.

Tabla 2
Datos Relevantes de la cuenta de P y G

(Miles de EUROS)	2009	2010	2011
INGRESOS TOTALES	13.840	15.063	15.132
MARGEN BRUTO	8.700	8.937	9.459
EBITDA (REBE)	2.942	2.856	3.144
EBIT (BAII)	1.602	1.597	1.940
BAI	831	907	925
RESULTADO NETO	659	699	730

Bodegas Riojanas se enfrenta a un entorno complicado donde la cifra de ingresos se ve amenazada tanto por los menores volúmenes unitarios como por las bajadas de precios de venta en España.

Sin embargo, la evolución desde el 2009 es de ingresos y márgenes operativos al alza, sin duda beneficiándose tanto del desplazamiento del consumo (sobre todo en Hogar / Alimentación) hacia vinos con DO y crianza en bodega como del relanzamiento a finales del 2009 de la actividad comercial, con la creación de nuevos departamentos de Marketing y Relaciones Públicas.

Balance.

Deuda.

La estrategia enfocada hacia los vinos de mayor valor añadido ha requerido varios esfuerzos de inversión en tecnología, en calidad y en aumentos de capacidad tanto de envejecimiento (barricas) como de almacenamiento de existencias (botellero). Todo ello ha resultado en un nivel de deuda que es elevado sin ser problemático para el balance, pero cuya financiación pesa mucho en los resultados de la compañía. (Ver Tablas 3, 4, 5 y 6 en las cuales se compara a Bodegas Riojanas con empresas similares del sector vitivinícola).

Esto plantea un problema ya que el elevado endeudamiento conlleva un coste de financiación que reduce el beneficio (Gastos financieros de 1.015.000 euros y beneficio antes de impuestos de 925.000 euros), limita el dividendo potencial e incluso penaliza la valoración empresarial medida en términos de múltiplos ya que Bodegas Riojanas cotiza con múltiplos relativamente elevados, ya sea el Precio sobre Beneficio Neto (PER) o el EBITDA sobre Valor Empresarial (Capitalización más Deuda).

Pese a ello, la compañía no tiene problemas de liquidez, estando en línea con su sector en lo que al coeficiente de liquidez respecta. (Ver Tabla 7 en la cual se compara Bodegas Riojanas con índices sectoriales de referencia).

Asimismo, Bodegas Riojanas no ha tenido nunca ningún problema para obtener financiación. Ya sea vía circulante o vía entidades financieras.

La bodega siempre logra financiar los aumentos de costes ligados a la estacionalidad de su negocio con incrementos de Deuda a Corto Plazo sin problemas (normalmente este apartado aumenta de forma puntual cada año en unos 3 millones de euros en el cuarto trimestre, para luego ir reduciéndose en el primer trimestre), y además dispone de 4.710 millones de euros en pólizas de crédito sin utilizar. Incluso acaba de negociar con sus bancos la restructuración de su financiación transformando parte de su deuda a corto plazo en deuda a largo plazo, y cerrando el año 2011 ocho nuevos préstamos con vencimiento 2016 o superior por valor de 3,07 millones de euros.

Este último punto merece una consideración adicional. Teniendo en cuenta que la rotación anual de existencias es del 20%, es decir que pasan cinco años hasta que las existencias han rotado plenamente, nos parece más prudente y equilibrado hacerlo con una financiación también a largo plazo. Por lo que valoramos positivamente este cambio. Actualmente, el coste medio de la deuda para Bodegas Riojanas ronda el 5,8%.

Tabla 3 (Fuente Bloomberg)

(cierre 2011)	D/FP
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	20,4
BARON DE LEY	26,6
VINA CONCHA Y TORO SA	36,7
Bloomberg Wine & Cheese Index	42,8
ANDREW PELLER LTD	46,4
CONSTELLATION BRANDS	53,9
Bloomberg Wine & Beverages Index	70,1
Media de la muestra	42,4
Bodegas Riojanas	89,0

Tabla 4 (Fuente Bloomberg)

(Deuda cierre 2011)	D/VE
Bloomberg Wine & Beverages Index	15,0
BARON DE LEY	16,0
Bloomberg Wine & Cheese Index	18,0
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	24,0
VINA CONCHA Y TORO SA	26,0
ANDREW PELLER LTD	45,0
CONSTELLATION BRANDS	51,0
Media de la muestra	27,9
Bodegas Riojanas	46,8

Tabla 5 (Fuente Bloomberg)

(cierre 2011)	D/EBITDA
Bloomberg Wine & Cheese Index	1,0
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	1,9
Bloomberg Wine & Beverages Index	1,9
BARON DE LEY	2,0
VINA CONCHA Y TORO SA	3,0
ANDREW PELLER LTD	3,2
CONSTELLATION BRANDS	4,8
Media de la muestra	2,5
Bodegas Riojanas	7,0

Tabla 6 (Fuente Bloomberg)

(cierre 2011)	EBITDA /Intereses
VINA CONCHA Y TORO SA	12,3
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	10,4
ANDREW PELLER LTD	6,1
CONSTELLATION BRANDS	3,6
Media de la muestra	8,1
Bodegas Riojanas	3,1

Tabla 7 (Fuente Bloomberg)

(cierre 2011)	Coef. Liquidez
Bloomberg Wine & Cheese Index	1,4
Bloomberg Wine & Beverages Index	2,1
Bodegas Riojanas	1,9

En la actualidad Bodegas Riojanas ha iniciado un programa de reducción de deuda iniciado en el 2011 cuyo objetivo es reducir la Deuda total en 5 millones de euros en 4 años, siendo el objetivo de estar por debajo de los 15 millones de Deuda a partir del 2015. Ya en el ejercicio 2011 la Deuda se ha reducido en 1,12 millones de euros.

Nuestras previsiones de Cash Flow libre para los próximos ejercicios corroboran la estrategia de reducción de deuda de la empresa bodeguera.

Cash Flow Libre

Tabla 8 - PREVISIONES DE CASH FLOW

(miles €)	2011	2012e	2013e	2014e
EBIT	1.940	2.067	2.156	2.252
EBIT después de impuestos	1.531	1.612	1.682	1.757
(+) Amortizaciones	1.204	1.200	1.180	1.160
(-) Variación Circulante	-521	-980	-985	-667
(-) Capex	678	693	720	790
Cash Flow Libre	2.578	3.099	3.127	2.794
Dividendos	-544	-544	-544	-544
Disponible para reducción de Deuda	2.034	2.555	2.583	2.250

En base a nuestras previsiones de Cash Flow, Bodegas Riojanas puede sin problemas mantener su política de dividendos y sus planes de inversiones a la vez que acomete su plan de reducción de deuda.

Capex

Bodegas Riojanas invirtió unos 700.000 euros en inversiones (el gasto de reposición de barricas representa la mitad de este apartado) y piensa mantener este ritmo de inversiones en los ejercicios 2012 y 2013.

Dividendos

En el año 2009 se redujo el dividendo por acción (DPA) de 0,17 € a 0,10 €. Desde entonces se ha mantenido estable. Actualmente el payout está en el 74,5% (cierre del ejercicio 2011).

Si bien es cierto que a la compañía le gustaría situarse en un payout del 50%, no pensamos que tenga previsto reducir el DPA actual. Entendemos que este payout será posible con un DPA similar al actual de 0,10 € (o incluso ligeramente al alza) a partir del ejercicio 2015, cuando la Deuda total se haya reducido (y sus costes de financiación asociados también) en línea con el plan financiero de la empresa.

La rentabilidad por dividendo a precios actuales es del 2,1%. Este es un sector que no se caracteriza por una rentabilidad por dividendos muy elevada.

Tabla 9 - Rentabilidad por dividendo (%)

(Dividendo últimos 12 meses y cotizaciones al 15 octubre 2012)	
Bloomberg Wine & Cheese Index	1,98%
Bloomberg Wine & Beverages Index	1,89%
Bodegas Riojanas	2,10%

Fuente: Bloomberg

RESULTADOS AL CIERRE DEL PRIMER SEMESTRE DE 2012

Hay que tener en cuenta la estacionalidad del negocio vitivinícola.

En efecto, el cierre de ejercicio convencional (a 31 de diciembre) de una compañía bodeguera muestra unos datos financieros más adversos: esto se debe a que en el último trimestre se acomete el segundo (y mayor) pago de aprovisionamiento por la uva adquirida, así como todos los gastos de elementos necesarios para la venta, como botellas, etiquetas, cajas, etc., a la vez que se incrementan los gastos de marketing y de comercialización. En cambio, es tan sólo al final del primer trimestre siguiente cuando se cobran la mayoría de las ventas realizadas (incluyendo la campaña promocional de Navidad, que llega a representar entre un 30% y un 40% de la facturación anual), generando así un aporte significativo de caja. Por consiguiente, las cuentas de cierre de año muestran una instantánea distorsionada: con una concentración de gastos asociados a una cosecha, y con unas mayores necesidades de financiación a corto plazo, que se plasma en un repunte puntual de la deuda a corto plazo y en un incremento puntual del capital circulante.

Aprovechando que Bodegas Riojanas ha publicado recientemente los resultados del primer semestre de 2012, analizamos también los datos acumulados de los doce últimos meses que van del 1 de julio al 30 de junio del año siguiente, considerando que ofrecen un mejor reflejo de la evolución del negocio vitivinícola, ya que engloban en un mismo periodo de observación tanto los gastos de una campaña, iniciada en el cuarto trimestre del ejercicio anterior, como las entradas de caja del primer trimestre directamente relacionadas con dicha campaña.

TABLA 10 - CUENTA P Y G (Miles de EUROS)	12m a 1S2011	12m a 1S2012
Ventas netas	14.721	16.367
Otros ingresos	-234	-973
TOTAL INGRESOS	14.487	15.394
Gastos Aprovisionamiento	-5.519	-5.697
MARGEN BRUTO	8.968	9.697
Gastos de personal	-3.050	-3.065
Otros resultados de explotación	-2.999	-3.322
EBITDA (REBE)	2.919	3.310
Amortizaciones	-1.233	-1.210
Provisiones	0	0
EBIT (BAII)	1.686	2.100
Particip. en resultados de empresas asociadas	0	0
Resultados financieros netos	-835	-1.096
Otros resultados	0	0
BAI	851	1.004
Impuestos	-196	-202
RESULTADO NETO ANTES DE MINORITARIOS	655	802
Minoritarios	0	0
RESULTADO NETO	655	802

VARIACION ANUAL CUENTA P Y G (%)	2011/2010	2012/2011
TOTAL INGRESOS	-5,9%	3,2%
EBITDA	0,4%	13,4%
EBIT	3,9%	24,6%
<i>Resultados financieros netos</i>	<i>30,7%</i>	<i>31,3%</i>
BAI	-13,4%	18,0%
RESULTADO NETO	-15,4%	22,4%

EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

MARGENES S/ INGRESOS	12m a 1S2011	12m a 1S2012
Margen Bruto/Ingresos	61,9%	63,0%
EBITDA/Ingresos	20,1%	21,5%
EBIT / Ingresos	11,6%	13,6%
Beneficio Neto / Ingresos	4,5%	5,2%

Los 12 últimos meses de explotación arrojan unos datos muy favorables con una buena evolución de las ventas y una sensible mejora de los márgenes operativos.

El impacto de las ventas de existencias correspondientes a la cosecha del 2009, que experimentó una significativa bajada de los costes de aprovisionamiento, se empieza a notar en el MB/Ventas.

Si bien la Deuda se reduce, gracias a una mayor generación de caja, en cambio el gasto financiero aumenta, debido principalmente a la reorganización de la deuda, transformando Deuda a CP en Deuda a LP, cuyo coste de financiación es mayor... pero tendiendo a una financiación más equilibrada y no tan volcada hacia el corto plazo, lo que nos parece más lógico, habida cuenta de la naturaleza del negocio y de la necesaria financiación de activos de largo plazo como las existencias de vinos con crianza.

Incluso con este incremento de los gastos financieros, el resultado neto arroja un espectacular crecimiento del 22,4%.

TABLA 11 - BALANCE (Miles de EUROS)	12m a 1S2011	12m a 1S2012
Total inmovilizado	13.413	13.031
Inmovilizado material	12.162	11.765
Otro inmovilizado	1.251	1.266
Total activos corrientes	34.607	34.035
Existencias	30.475	29.498
Deudores comerciales (clientes)	2.535	2.973
Otros activos corrientes	1.554	1.470
Efectivo y activos líquidos	43	94
TOTAL ACTIVO	48.020	47.066
Fondos Propios	24.199	24.031
Pasivo No Corriente	8.972	10.784
Endeudamiento largo plazo	7.870	9.701
Otro pasivo a largo plazo	1.102	1.083
Pasivo Corriente	14.849	12.251
Endeudamiento a corto plazo	12.538	9.161
Acreedores comerciales	1.954	3.033
Otro pasivo a corto plazo	357	57
TOTAL PASIVO	48.020	47.066
<i>Deuda Neta</i>	<i>20.365</i>	<i>18.768</i>
<i>Circulante</i>	<i>32.296</i>	<i>30.945</i>

RATIOS DE BALANCE	12m a 1S2011	12m a 1S2012
Deuda Neta / EBITDA	698%	567%
Deuda Neta / FP	84%	78%
Deuda Neta / (Deuda Neta + Fondos Propios)	46%	44%
Resultados Financieros Netos / EBIT	-50%	-52%
Ratio de Liquidez	233%	278%
Quick ratio (sin existencias)	28%	37%
Rotación de existencias	18%	19%

RATIOS DE RENTABILIDAD	12m a 1S2011	12m a 1S2012
Beneficio Neto sobre Activos Totales (ROA)	1,36%	1,70%
Beneficio Neto sobre Fondos Propios (ROE)	2,71%	3,34%
Beneficio Neto sobre Capital Invertido	2,04%	2,38%

Se observa una reducción de las necesidades de financiación tanto en el circulante como en la deuda financiera.

Aumenta la rentabilidad sobre recursos (Activos, Capital Invertido, Fondos Propios).

En cambio en el mismo plazo, la cotización ha caído un 29% desde 6,46 € a 4,58 €, lo que es difícilmente justificable, teniendo en cuenta la evolución de los resultados de Bodegas Riojanas.

PREVISIONES

Hipótesis de trabajo.

Ventas:

TABLA 12 - HIPÓTESIS DE TRABAJO PARA ESTIMACIONES DE VENTAS DE LOS EJERCICIOS 2012 Y 2013

(miles de €)									
Previsión 2012: Hipótesis de trabajo									
Canales de venta	Ventas 2011	% ventas	var precio	var unidades	precio 12 vs. 11	unidades 12 vs. 11	ventas 12 vs. 11	Ventas 2012e	var 12/13
HORECA	3.371	20,93%	0,00%	-5,00%	100,00%	95,00%	95,00%	3.202	-5,0%
Hogares / Alimentación	6.155	38,22%	1,00%	7,00%	101,00%	107,00%	108,07%	6.652	8,1%
Campaña de Navidad	5.129	31,85%	0,00%	-5,00%	100,00%	95,00%	95,00%	4.873	-5,0%
Exterior (países crecimiento)	580	3,60%	5,00%	10,00%	105,00%	110,00%	115,50%	670	15,5%
Exterior (países maduros)	870	5,40%	-5,00%	-5,00%	95,00%	95,00%	90,25%	785	-9,8%
Total	16.105	100,00%						16.182	0,5%

(miles de €)									
Previsión 2013: Hipótesis de trabajo									
Canales de venta	Ventas 2012e	% ventas	var precio	var unidades	precio 13 vs. 12	unidades 13 vs. 12	ventas 13 vs. 12	Ventas 2013e	var 13/12
HORECA	3.202	19,79%	0,00%	-5,00%	100,00%	95,00%	95,00%	3.042	-5,0%
Hogares / Alimentación	6.652	41,11%	1,00%	7,00%	101,00%	107,00%	108,07%	7.189	8,1%
Campaña de Navidad	4.873	30,11%	0,00%	-5,00%	100,00%	95,00%	95,00%	4.629	-5,0%
Exterior (países crecimiento)	670	4,14%	5,00%	12,00%	105,00%	112,00%	117,60%	788	17,6%
Exterior (países maduros)	785	4,85%	-3,00%	-3,00%	97,00%	97,00%	94,09%	738	-5,9%
Total	16.182	100,00%						16.386	1,3%

Márgenes:

- Tenemos en cuenta, tal y como nos comentó la compañía, que a partir de finales de 2011 están empezando a salir a la venta existencias con menor coste de aprovisionamiento, relacionadas con la vendimia de 2009, donde los precios de la uva

EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

experimentaron un 42% de reducción (desde entonces ha fluctuado a precios similares). Por ello barajamos una mejora en el Margen Bruto.

Otros supuestos:

- Mantenemos el DPA constante en los ejercicios futuros en 0,10 €, y a partir del 2015 incrementándose pero manteniendo un payout del 50%.
- Aplicamos unas inversiones (Capex) de unos 600.000 - 700.000 euros por año.
- Asumimos que el Cash Flow libre (después de inversiones y dividendos) se utilizará íntegramente para reducir deuda.
- Asumimos que las reducciones de deuda se llevarán a cabo en el tramo de Deuda a Corto Plazo, manteniendo la Deuda a Largo Plazo cercana a los 9 millones de euros con los que Bodegas Riojanas cerró el primer semestre de 2012.

Previsiones 2012-2016:

TABLA 13 - PREVISIONES PARA LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (2012 AL 2016)

CUENTA P Y G (Miles de EUROS)	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Ventas netas	17.062	14.933	13.517	15.297	16.105	16.182	16.386	16.440	16.596	16.753
Otros ingresos	-61	1.533	323	-234	-973	-1.000	-1.000	-900	-900	-900
TOTAL INGRESOS	17.001	16.466	13.840	15.063	15.132	15.182	15.386	15.540	15.696	15.853
Gastos Aprovisionamiento	-7.330	-6.993	-5.140	-6.126	-5.673	-5.340	-5.375	-5.425	-5.477	-5.528
MARGEN BRUTO	9.671	9.473	8.700	8.937	9.459	9.842	10.012	10.115	10.219	10.324
Gastos de personal	-2.941	-2.882	-2.975	-3.131	-3.040	-3.055	-3.070	-3.086	-3.132	-3.179
Otros resultados de explotación	-2.673	-3.056	-2.783	-2.950	-3.275	-3.520	-3.605	-3.617	-3.684	-3.719
EBITDA (REBE)	4.057	3.535	2.942	2.856	3.144	3.267	3.336	3.412	3.403	3.426
Amortizaciones	-1.164	-1.278	-1.314	-1.259	-1.204	-1.200	-1.180	-1.160	-1.140	-1.140
Provisiones	-39	-76	-26	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (BAII)	2.854	2.181	1.602	1.597	1.940	2.067	2.156	2.252	2.263	2.286
Particip. en resultados de empresas asociadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultados financieros netos	-998	-1.137	-771	-690	-1.015	-1.079	-972	-884	-810	-733
Otros resultados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BAI	1.856	1.044	831	907	925	988	1.184	1.368	1.452	1.553
Impuestos	-520	-235	-172	-208	-195	-217	-260	-301	-320	-342
RESULTADO NETO ANTES DE MINORITARIOS	1.336	809	659	699	730	771	923	1.067	1.133	1.211
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESULTADO NETO	1.336	809	659	699	730	771	923	1.067	1.133	1.211

BALANCE (Miles de EUROS)	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Total inmovilizado	15.804	15.138	14.163	13.903	13.377	12.870	12.410	12.040	11.710	11.000
Inmovilizado material	14.578	13.847	12.889	12.620	12.131	11.600	11.260	10.900	10.660	10.000
Otro inmovilizado	1.226	1.291	1.274	1.283	1.246	1.270	1.150	1.140	1.050	1.000
Total activos corrientes	38.448	37.960	38.110	39.774	39.490	38.522	37.894	37.385	36.973	36.623
Existencias	27.727	29.333	29.447	29.289	28.408	28.000	27.500	27.000	27.000	27.000
Deudores comerciales (clientes)	10.497	8.326	8.251	9.709	10.563	10.000	9.865	9.865	9.450	9.100
Otros activos corrientes	169	237	359	565	416	420	420	420	420	420
Efectivo y activos líquidos	55	64	53	211	103	102	109	100	103	103
TOTAL ACTIVO	54.252	53.098	52.273	53.677	52.867	51.392	50.304	49.425	48.683	47.623
Fondos Propios	24.506	24.394	24.508	24.669	24.691	24.918	25.297	25.820	26.382	26.984
Pasivo No Corriente	3.546	4.431	6.434	8.086	7.772	10.920	11.080	11.180	11.180	11.130
Endeudamiento largo plazo	2.817	3.692	5.622	6.984	6.619	9.700	9.700	9.700	9.700	9.700
Otro pasivo a largo plazo	729	739	812	1.102	1.153	1.220	1.380	1.480	1.480	1.430
Pasivo Corriente	26.200	24.273	21.331	20.922	20.404	15.554	13.927	12.425	11.121	9.508
Endeudamiento a corto plazo	18.635	18.075	16.880	16.161	15.406	10.544	8.560	6.900	5.531	4.083
Acreedores comerciales	6.700	5.491	3.731	3.917	4.242	4.300	4.627	4.785	4.790	4.725
Otro pasivo a corto plazo	865	707	720	844	756	710	740	740	800	700
TOTAL PASIVO	54.252	53.098	52.273	53.677	52.867	51.392	50.304	49.425	48.683	47.623
Deuda Neta	21.397	21.703	22.449	22.934	21.922	20.142	18.151	16.500	15.128	13.680
Circulante	30.883	31.762	33.659	35.013	34.492	33.512	32.527	31.860	31.383	31.198

EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

VARIACION ANUAL CUENTA P Y G (%)	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015
TOTAL INGRESOS	-3,1%	-15,9%	8,8%	0,5%	0,33%	1,35%	1,00%	1,00%	1,00%
Margen Bruto	-2,0%	-8,2%	2,7%	5,8%	4,05%	1,73%	1,03%	1,03%	1,03%
EBITDA	-12,9%	-16,8%	-2,9%	10,1%	3,91%	2,11%	2,28%	-0,28%	0,69%
EBIT	-23,6%	-26,5%	-0,3%	21,5%	6,55%	4,31%	4,46%	0,46%	1,03%
Resultados financieros netos	13,9%	-32,2%	-10,5%	47,1%	6,31%	-9,89%	-9,09%	-8,31%	-9,57%
BAI	-43,8%	-20,4%	9,1%	2,0%	6,82%	19,81%	15,59%	6,13%	6,95%
RESULTADO NETO	-39,4%	-18,5%	6,1%	4,4%	5,57%	19,81%	15,59%	6,13%	6,95%

MARGENES S/ INGRESOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Margen Bruto/Ingresos	56,9%	57,5%	62,9%	59,3%	62,5%	64,8%	65,1%	65,1%	65,1%	65,1%
EBITDA/Ingresos	23,9%	21,5%	21,3%	19,0%	20,8%	21,5%	21,7%	22,0%	21,7%	21,6%
EBIT / Ingresos	16,8%	13,2%	11,6%	10,6%	12,8%	13,6%	14,0%	14,5%	14,4%	14,4%
Beneficio Neto / Ingresos	7,9%	4,9%	4,8%	4,6%	4,8%	5,1%	6,0%	6,9%	7,2%	7,6%

RATIOS DE BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Deuda Neta / EBITDA	527%	614%	763%	803%	697%	617%	544%	484%	445%	399%
Deuda Neta / FP	87%	89%	92%	93%	89%	81%	72%	64%	57%	51%
Deuda Neta / (Deuda Neta + Fondos Propios)	47%	47%	48%	48%	47%	45%	42%	39%	36%	34%
Resultados Financieros Netos / EBIT	-35%	-52%	-48%	-43%	-52%	-52%	-45%	-39%	-36%	-32%
Ratio de Liquidez	147%	156%	179%	190%	194%	248%	272%	301%	332%	385%
Quick ratio (sin existencias)	41%	36%	41%	50%	54%	68%	75%	84%	90%	101%
Rotación de existencias	26%	24%	17%	21%	20%	19%	20%	20%	20%	20%

RATIOS DE RENTABILIDAD	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Beneficio Neto sobre Activos Totales (ROA)	2,46%	1,52%	1,26%	1,30%	1,38%	1,50%	1,84%	2,16%	2,33%	2,54%
Beneficio Neto sobre Fondos Propios (ROE)	5,45%	3,32%	2,69%	2,83%	2,96%	3,09%	3,65%	4,13%	4,29%	4,49%

RATIOS DE MERCADO	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Precio cierre ejercicio (ult. precio 2012 en adelante)	9,00 €	8,60 €	7,39 €	7,10 €	4,94 €	4,75 €	4,75 €	4,75 €	4,75 €	4,75 €
PER	36,65	57,83	61,00	55,26	36,81	33,53	27,98	24,21	22,81	21,33
EV/EBITDA	17,34	19,37	21,30	21,55	15,52	14,07	13,19	12,41	12,04	11,54
P/VC	2,00	1,92	1,64	1,57	1,09	1,04	1,02	1,00	0,98	0,96

DIVIDENDO (distribuido con cargo al ejercicio)	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
DPA dividendo ordinario	0,17 €	0,17 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,105 €	0,112 €
Rentab. Dividendo	1,9%	2,0%	1,4%	1,4%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,2%	2,4%
Payout	69,2%	114,3%	82,5%	77,8%	74,5%	70,6%	58,9%	51,0%	50,4%	50,3%

VALORACIÓN

La capitalización actual de Bodegas Riojanas no es muy diferente de su valor contable (Ver Tabla 14). El Valor Contable por acción es de 4,42 € (datos de balance del Primer Semestre de 2012) y la última cotización (15 de octubre de 2012) es de 4,75 €.

Tabla 14 - PRECIO / VALOR CONTABLE

	P/VC
BODEGAS RIOJANAS SA	1,03
TREASURY WINE ESTATES LTD	1,04
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	1,05
ANDREW PELLER LTD	1,16
BARON DE LEY	1,16
VINA CONCHA Y TORO SA	1,73
Bloomberg Wine & Cheese Index	2,36
CONSTELLATION BRANDS INC	2,54
MEDIA sin Bodegas Riojanas	1,58

Fuente: Bloomberg

Hay que recordar que aquellas acciones cuyo precio de cotización sea inferior o similar a su valor contable, si no hay ninguna explicación que lo justifique (como unas malas expectativas respecto al futuro de la empresa o de sus resultados, lo que no es el caso para la empresa que nos ocupa) están cotizando a un precio bajo y ofrecen una oportunidad de valor.

Tabla 15 - RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS

	ROA	EBIT/Activos
BODEGAS RIOJANAS SA	1,4%	3,7%
TREASURY WINE ESTATES LTD	2,4%	3,0%
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	3,5%	6,2%
BARON DE LEY	3,5%	7,5%
ANDREW PELLER LTD	4,6%	8,7%
CONSTELLATION BRANDS INC	6,3%	7,6%
VINA CONCHA Y TORO SA	6,5%	7,8%
MEDIA sin Bodegas Riojanas	4,5%	6,8%

Fuente: Bloomberg

Es cierto que esta valoración del mercado en buena medida se debe a una baja rentabilidad sobre recursos con relación al resto de comparables. (Ver Tabla 15). Pero Bodegas Riojanas es una empresa viable, con más de 100 años de trayectoria, que genera beneficios y distribuye dividendos (con una rentabilidad por dividendo del 2,1%), y que desde el año 2009, donde el sector sufrió severos ajustes (sin que por ello Bodegas Riojanas dejara de generar beneficios), ha ido aumentando sus Ventas, su Margen Bruto / Ventas y su Beneficio Neto. Y ahora, tras tres ejercicios de recuperación desde el 2009, entendemos que el ejercicio 2012 representa un punto de inflexión tras el cual dicha rentabilidad puede mejorar. Por ello procedemos a calcular el Valor Teórico de la acción, con el fin de determinar su infravaloración y el potencial alcista de la misma. Para ello utilizaremos dos métodos de valoración: por Descuento de Flujos y por Múltiplos de Comparables.

Valoración por Descuento de Flujo de Caja (DFC):

Teniendo en cuenta la naturaleza de la explotación del negocio, con activos materiales de elaboración y envejecimiento, pero con pocas hectáreas de viñas en propiedad (Bodegas Riojanas compra el 90% de la uva que necesita en La Rioja y el 60% de la que necesita en Toro), no favoreceríamos una valoración basada en los activos. Como consideramos que el valor de la empresa reside más en su capacidad de explotación del negocio vitivinícola que en la tenencia de activos agrícolas de viticultura, nos inclinamos por utilizar el método de descuento de flujos.

A partir del ejercicio 2012, empiezan a venderse existencias de vinos con crianza con un coste de aprovisionamiento más bajo (se empiezan a vender botellas de la campaña del 2009, donde el precio de la uva bajó un 42%). Esto mejorará paulatinamente el Margen Bruto, y generará un mayor Cash Flow Operativo. Ante un dividendo estable y unas previsiones de inversiones en capital también estables y rondando los 700.000 euros, Bodegas Riojanas debería obtener, tal y como se ve en el cuadro de previsiones, un mayor Cash Flow Libre que entendemos que se aplicará en gran medida a la reducción de deuda. El objetivo de reducir deuda en unos 5 millones de euros en los próximos 4 años es realizable en base a nuestras previsiones. Esto alimenta un ciclo virtuoso para la compañía, en la medida que una menor deuda implica un menor coste financiero, y esto se traduce linealmente en un mejor resultado neto. Es otra razón por la cual nos parece apropiado utilizar una valoración que recoge las perspectivas de crecimiento de flujos de Bodegas Riojanas.

Dada la dificultad de hacer previsiones a largo plazo en un sector cíclico, estacional, competitivo y altamente dependiente de factores exógenos como la macroeconomía y la climatología, la utilización del método de descuento de flujos no sería fiable sobre un periodo demasiado largo. Por lo que hemos utilizado un modelo con previsiones sobre el año en curso y cuatro ejercicios más. (Asumiendo un crecimiento constante para los años siguientes, de los cuales se obtiene el valor residual).

De este modo obtenemos una valoración de **5,97 € por acción**. Es decir un potencial de revalorización del 26% frente a la cotización actual de 4,75 €.

A continuación facilitamos el modelo detallado de Descuento de Flujos de Caja:

EL ANÁLISIS DE
BODEGAS RIOJANAS

ANÁLISIS DE CASH FLOW (miles de €)	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
NOPAT = EBIT*(1-t)	1.612	1.682	1.757	1.765	1.783
(+) Amortizaciones	1.200	1.180	1.160	1.140	1.140
(-) Variación Circulante	-980	-985	-667	-477	-185
(-) Capex	693	720	790	810	430
Cash Flow Libre	3.099	3.127	2.794	2.572	2.678
Factor de ajuste	0,93989	0,88340	0,83030	0,78039	0,73348
Valor Presente de Cash Flow Libre	2.913	2.762	2.320	2.007	1.964
Valor Presente de los Cash Flows Libres de 2012 a 2016	11.966				

Cálculo de la Beta apalancada

Beta implícita versus IBEX Small Caps (Bloomberg)	0,498
t = Tasa impositiva	22,00%
1-t	78,00%
Deuda / Fondos Propios (1S 2012)	78,00%
Ajuste para apalancar Beta	0,30
Beta apalancada	0,801

Cálculo del WACC (Media ponderada del coste de capital)

Tipo de interés sin riesgo (Media Bono español y alemán 10 años)	3,62%
Beta apalancada	0,801
Prima de riesgo de la Renta variable (estimación)	5,70%
t (tasa impositiva)	22,00%
Coste de los Fondos Propios	8,19%
Coste medio de la Deuda (antes de aplicar t)	5,81%
Coste medio de la Deuda (después de efecto impuesto)	4,53%
Estructura de capital (% de Fondos Propios en balance a 1S 2012)	51,00%
WACC	6,40%

Alemania España

1,44% 5,80%

Cálculo del crecimiento constante g del CF Libre para el Valor Terminal

	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Crecimiento del Cash Flow libre	20,22%	0,89%	-10,65%	-7,94%	4,13%
Media aritmética simple del crecimiento anual en el periodo estimado	1,33%				
g (crecimiento cash flows para cálculo Valor Terminal)	1,33%				

Valor Terminal de los flujos de Cash Flow Libre

Valor Terminal (VT)	53.563
Valor Presente del VT	39.288

VALORACIÓN DE BODEGAS RIOJANAS

(+) Valor Presente de Cash Flows en periodo estimado 2012-2016	11.966
(+) Valor Presente del Valor Terminal de los Cash Flows post 2016	39.288
(+) Cash en Balance (1S 2012)	100
(-) Deuda financiera total en balance (1S 2012)	18.868
= Valor intrínseco de la empresa (miles €)	32.486
nº de acciones	5.440
= Valor intrínseco por acción	5,97 €

Múltiplos Comparables:

Las empresas cotizadas que se pueden considerar como comparables son pocas (en España tan sólo Barón de Ley) y por ello hemos recurrido a referentes de otros países (EEUU, Chile, Nueva Zelanda, Australia) porque son pocas las bodegas que combinen la actividad productora y comercializadora y que se dediquen sólo al vino. Aun así, los modelos de negocio son muy dispares, y de hecho la dispersión es bastante grande. Debido a estos factores Bodegas Riojanas cotiza con múltiplos elevados si nos fijamos en el PER o en el EV/EBITDA y con fuertes descuentos si nos fijamos en el P/CFL o el P/VC. También hemos optado por utilizar los índices sectoriales de Bloomberg que más se aproximan a la actividad de Bodegas Riojanas, “Wine & Cheese” y “Global Wine & Beverages”, ya que lo que se pierde por incluir empresas cuya actividad no es puramente vitivinícola (pero relacionada en el sector bebidas y alimentación) se gana por la amplitud de la muestra.

A la hora de valorar Bodegas Riojanas por el método de Múltiplos Comparables, hemos optado por utilizar los ratios PER, EV/EBITDA, P/CF y P/VC. Con este método obtenemos una valoración de 5,48 € por acción para Bodegas Riojanas. (Ver tablas 12 a 16 en las cuales se compara a Bodegas Riojanas con empresas similares del sector vitivinícola).

Tabla 16 - PER

(Cotización al 15 octubre 2012)	PER
ANDREW PELLER LTD	10,42
BARON DE LEY	11,20
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	14,80
VINA CONCHA Y TORO SA	15,20
CONSTELLATION BRANDS	16,00
Bloomberg Wine & Cheese Index	17,23
Bloomberg Wine & Beverages Index	17,89
TREASURY WINE ESTATES LTD	38,20
Media sin Bodegas Riojanas	17,62
Bodegas Riojanas	34,60

Fuente: Bloomberg

Tabla 17 - EV/EBITDA

(Cotización al 15 octubre 2012, Deuda Neta al cierre del 1er Semestre 2012)	EV/EBITDA
BARON DE LEY	5,20
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS	6,60
ANDREW PELLER LTD	7,90
Bloomberg Wine & Cheese Index	9,02
VINA CONCHA Y TORO SA	12,60
CONSTELLATION BRANDS	16,30
Bloomberg Wine & Beverages Index	16,69
TREASURY WINE ESTATES LTD	19,20
Media sin Bodegas Riojanas	11,69
Bodegas Riojanas	13,70

Fuente: Bloomberg

Tabla 18 - Precio / Cash Flow Libre

(Cotización al 15 octubre 2012, Cash Flow al cierre del 1er Semestre 2012)		P/CFL
Bloomberg Wine & Cheese Index		10,24
CONSTELLATION BRANDS INC		11,60
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS		11,72
BARON DE LEY		14,10
TREASURY WINE ESTATES LTD		27,76
VIÑA CONCHA Y TORO SA		29,10
ANDREW PELLER LTD	n.a. (CFL=0)	
MEDIA		17,42
BODEGAS RIOJANAS SA		10,10

Fuente: Bloomberg

Tabla 19 - Precio / Valor Contable

(Cotización al 15 octubre 2012, Fondos Propios al cierre del 1er Semestre 2012)		P/VC
TREASURY WINE ESTATES LTD		1,04
WILLAMETTE VALLEY VINEYARDS		1,05
ANDREW PELLER LTD		1,16
BARON DE LEY		1,16
VINA CONCHA Y TORO SA		1,73
Bloomber Wine & Cheese Index		2,36
CONSTELLATION BRANDS INC		2,54
MEDIA sin Bodegas Riojanas		1,58
BODEGAS RIOJANAS SA		1,03

Fuente: Bloomberg

Pensamos que tras la crisis del 2009 y la paulatina recuperación observada hasta la fecha, y con las previsiones de reducción de deuda desde el 2011 hasta el 2014, sería más adecuado aplicar la valoración por múltiplos comparables a un ejercicio "normalizado". Por ello optamos por utilizar los datos previstos para el ejercicio 2016. A continuación se detalla el Valor Presente (tras aplicar el factor de actualización correspondiente) de cada magnitud.

Tabla 20 - Valor Presente de las magnitudes de valoración por múltiplos comparables del ejercicio 2016

(miles €)	VP datos 2016e	Factor de ajuste	Dato 2016e
Resultado neto	888	0,73348	1.211
Deuda Neta	10.034	0,73348	13.680
EBITDA	2.513	0,73348	3.426
CF Libre	3.284	0,73348	4.477
Valor Contable	19.792	0,73348	26.984

Con estos datos, obtenemos la valoración siguiente:

Tabla 21 - Valoración por Múltiplos Comparables

Aplicando a datos actualizados (Valor Presente) del ejercicio 2016	Ratio aplicable	Valor intrínseco (miles de €)	Valor intrínseco por acción
Por PER de comparables	17,62	15.651	2,88 €
Por EV/EBITDA de comparables	11,69	19.342	3,56 €
Por P/CF de comparables	17,42	57.207	10,52 €
Por P/VC de comparables	1,58	31.272	5,75 €
MEDIA de los cuatro ratios		30.868	5,67 €

RESUMEN DE VALORACIONES:

Tabla 22 - Resumen de Valoraciones

Método de valoración	Valor intrínseco por acción	Valor intrínseco de Bodegas Riojanas (miles €)	Capitalización actual (miles €)	Potencial de revalorización
Descuento de Flujos	5,97 €	32.486	25.840	26%
Múltiples comparables	5,67 €	30.868	25.840	19%

CONCLUSIÓN Y TESIS DE INVERSIÓN:

Bodegas Riojanas es una empresa bien gestionada emplazada en un sector cuya principal amenaza es la paulatina reducción del consumo en el mercado doméstico.

Las previsiones de generación de caja de la empresa, soportadas por una previsión de ventas estables o ligeramente al alza y por unos márgenes sobre ventas evolucionando al alza en los próximos años, soportan el plan de la empresa de reducir deuda. Esta reducción de la deuda es un punto de inflexión que consideramos favorable.

Pese a las dificultades del sector, las ventas de Bodegas Riojanas evolucionan al alza por su alta tasa de penetración del mercado, soportada por un producto de calidad, una D.O. y una marca reconocidas y por un renovado énfasis en el departamento de comercialización y marketing. Los márgenes sobre ventas también empiezan a mejorar al empezar a dar salida a las existencias que se elaboraron con la cosecha de 2009 donde el precio de la uva había caído un 42%. Todo ello manteniendo sus niveles de inversión y su actual dividendo.

La valoración por descuento de flujos arroja un valor intrínseco que establece un precio objetivo por acción superior entre un 19% y un 26% a la cotización actual. Por ello, y pese a los riesgos inherentes al sector, entendemos que Bodegas Riojanas ofrece una interesante oportunidad de inversión en valor, máxime cuando su capacidad de reducir endeudamiento (y por ende de reducir costes de financiación) permitirá obtener un mayor beneficio sobre ventas.

Fortalezas de Bodegas Riojanas

- Posicionamiento: (i) Bodegas Riojanas produce principalmente vinos tintos con Denominación de Origen de Rioja que es el segmento de vinos con mayor penetración en el mercado doméstico. (ii) Bodegas Riojanas elabora principalmente vinos de calidad con envejecimiento que es el segmento que actualmente se beneficia de mayores incrementos en la demanda doméstica (principalmente del canal Hogar/Alimentación).
- Estructura productiva: Bodegas Riojanas ya ha realizado las principales inversiones en capacidad de elaboración, envejecimiento y almacenamiento que son necesarias para llevar a cabo su estrategia de especialización en vinos Crianza, Reserva y Gran Reserva.
- Elevada penetración del mercado doméstico: En el mercado doméstico Bodegas Riojanas tiene una elevada tasa de penetración debido a su especialización en el segmento más demandado de vinos Premium con Denominación de Origen, y en particular de La Rioja,.
- Ventaja competitiva: El modelo de gestión de Bodegas Riojanas se divide en dos ejes principales: la producción y la comercialización. Tan sólo el 28% de las bodegas disponen de un equipo de marketing y comercialización propio.

Riesgos y debilidades de Bodegas Riojanas

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de aprovisionamiento: Bodegas Riojanas compra el 90 % de la uva para la elaboración de sus vinos en La Rioja. Esto le hace bastante dependiente en sus costes de aprovisionamiento de las fluctuaciones en el precio de la materia prima, que a su vez se ve afectado por factores exógenos como la climatología. También plantea otros problemas: cómo asegurar el abastecimiento. Y como asegurar la calidad de la uva. | <p><i>Paliativo: Bodegas Riojanas tiene establecidos unos acuerdos de largo plazo con una serie de viticultores escogidos. Dichos acuerdos consisten en varios factores que resuelven algunas de las incertidumbres: Bodegas riojanas determina las inversiones tecnológicas y fitosanitarias necesarias para adecuar la calidad del suelo y de la uva. Asimismo, si se cumplen sus directrices en este aspecto, aseguran la compra de la cosecha. De tal modo que se establecen vínculos de largo plazo que benefician a ambas partes donde se da una mayor estabilidad al abastecimiento, y se mantiene un control de los niveles de calidad necesarios para elaborar vinos Premium.</i></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • Las ventas de Bodegas Riojanas dependen en exceso del canal alternativo de la Campaña de Navidad, que representa cada año entre un 30% y un 40% de la facturación. | <p><i>Paliativo: El equipo de comercialización y marketing de Bodegas Riojanas se encarga de mantener y reforzar estas relaciones. De hecho, en las dos últimas campañas (2010 y 2011), en plena crisis económica, las ventas de este canal fueron estables, incluso ligeramente al alza. Gracias al esfuerzo comercializador, se generaron nuevos clientes, compensando el hecho de que el volumen demandado por cliente fuera inferior al de ejercicios anteriores.</i></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • Deuda: El endeudamiento de Bodegas Riojanas es elevado, y la empresa se ve penalizada sobre todo por el peso del coste de la financiación de la deuda en la cuenta de Pérdidas y ganancias. • Rentabilidad sobre recursos baja frente a empresas comparables. | <p><i>Paliativo: Con el Cash Flow de 2011 y con las previsiones de generación de caja para los próximos ejercicios, Bodegas Riojanas ha empezado a reducir sus niveles de deuda. Esto se enmarca en un plan de reducción de deuda para el 2011-2014. Esto generará menores costes de financiación y con ello una mayor generación de beneficios. Lo que a su vez mejorará la rentabilidad sobre recursos de balance.</i></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de “flow-back” en el corto plazo: El pasado 28 de septiembre, la inmobiliaria ‘Libertas 7’, la mayor accionista de la bodega con el 12,7% del capital (692.262 acciones), ha transferido la totalidad de su participación al Banco de Valencia para saldar una posición deudora que tenía con el banco, fijándose un valor de transacción de 4,69 euros por acción (el valor de cotización de mercado al cierre de la sesión del 26 de septiembre). El Banco de Valencia es una entidad nacionalizada que está bajo el control del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Por lo que cabe esperar que el FROB busque vender esta participación en Bodegas Riojanas en el corto plazo. | |

Riesgos y debilidades del sector

- Hábitos de consumo: El sector bodeguero es vulnerable a cambios de hábitos en el consumo. Por ejemplo el desplazamiento del vino hacia la cerveza, los zumos, los refrescos e incluso el agua mineral. Y un menor consumo de litros de vino per cápita en España.
- La producción de vino, al depender de la uva, depende de la calidad y productividad de las cosechas. Esto a su vez depende de varios factores exógenos: sobre todo, la climatología. Y por otro lado, lo que otros productores hagan con sus viñas (abandonarlas, arrancarlas, invertir en mejoras de calidad de suelo, en mejoras de sistemas de riego, cambiar la variedad plantada).

ELABORADO POR:

Frederick E. Artesani, EAFI

Este Informe, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidos en el mismo, han sido elaborados por Frederick E. Artesani, EAFI

El contenido del presente Informe se basa en información proporcionada por Bodegas Riojanas así como en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, si bien dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Frederick E. Artesani, EAFI por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Frederick E. Artesani, EAFI no asume responsabilidad alguna en relación con cualquier uso de la información contenida en el presente Informe por parte de cualquier persona física o jurídica que haya tenido acceso a dicho Informe, ya sea de forma parcial o en su totalidad, a través de cualquier método o sistema de difusión.

La elaboración de este Informe no incluye una revisión y evaluación de la situación fiscal, legal, laboral de la compañía analizada, ni de sus registros contables. Por lo tanto, los riesgos, si existiesen, derivados de dichas situaciones, no han sido tomados en consideración en los ejercicios de valoración.

Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente Informe constituyen la opinión técnica personal del analista en la fecha de su publicación, y posteriormente pueden ser modificadas sin previo aviso, sin que se asuma por parte del analista compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

El presente Informe, bajo ninguna circunstancia, constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de Frederick E. Artesani, EAFI para llevar a cabo una operación o transacción alguna sobre los valores o instrumentos financieros objeto del Informe.

Frederick E. Artesani, EAFI no asume ninguna responsabilidad directa o indirecta que se derive de las decisiones de inversión que se adopten tomando en consideración este Informe y/o de los daños o perjuicios directos e indirectos que puedan sufrir quienes formalicen operaciones basadas en dicho Informe. Frederick E. Artesani, EAFI no asume ninguna responsabilidad de ninguna pérdida financiera, ni de ninguna decisión tomada sobre la base de la información contenida en el presente Informe.

El inversor que tenga acceso al presente Informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente Informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

SERVICIO COORDINADO POR:



Instituto Español de Analistas Financieros (en adelante " IEAF") presta el servicio IN RESEARCH en colaboración con Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación S.A. (en adelante "BME") . Ni BME, ni el IEAF han intervenido en la realización del informe que reconocen pertenece al emisor del valor o instrumento financiero analizado y/o al analista o sociedad que lo suscribe. Por lo anterior, BME y IEAF no asumen responsabilidad alguna en relación con las decisiones de inversión que se adopten tomando en consideración el mismo y/o los daños o perjuicios directos e indirectos que puedan sufrir quienes formalicen operaciones basadas en dicho informe.

El presente informe no constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de BME o el IEAF para llevar a cabo una operación o transacción alguna sobre los valores o instrumentos financieros objeto del Informe. Ni BME, ni IEAF son responsables del contenido, exactitud y veracidad del informe, ni de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en el informe. Ni BME, ni IEAF, sus administradores, representantes, asociados, sociedades controladas, directores, socios, empleados o asesores asumen responsabilidad alguna en relación con la información contenida en el informe, ni de cualquier uso de la misma.