



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE HIJOS DE RIVERA S.A.U.

Autor: Carlos Rodríguez Vázquez

Director: Ana Hernández Pérez

Madrid
Junio 2017

Carlos
Rodríguez
Vázquez

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE HIJOS DE RIVERA S.A.U.



ÍNDICE

| | |
|--|----|
| RESUMEN | 6 |
| INTRODUCCIÓN | 6 |
| OBJETIVOS | 6 |
| ESTRUCTURA | 6 |
| METODOLOGÍA..... | 7 |
| ESTUDIO PRÁCTICO/ANÁLISIS DE DATOS..... | 7 |
| Historia | 8 |
| Estrategia..... | 9 |
| Macroentorno | 15 |
| Análisis..... | 16 |
| Evaluación de las tasas de descuento para la Valoración de la Compañía | 26 |
| Valoración | 28 |
| Asunciones | 28 |
| Descuento de flujos de fondos libres operativos..... | 30 |
| Descuento de flujos de fondos libres para el accionista | 31 |
| Valor final | 32 |
| Análisis de sensibilidad..... | 33 |
| Salida a bolsa..... | 35 |
| Preámbulo | 35 |
| Preparación | 37 |
| Acceso | 37 |
| Permanencia..... | 38 |
| CONCLUSIONES | 38 |
| ÁREAS DE FUTURA INVESTIGACIÓN | 38 |
| REFERENCIAS..... | 39 |
| Bibliografía | 39 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|--|----|
| Tabla 1. Evolución de la cuota de mercado por volumen total de España por grupos cerveceros. Datos proporcionados por la propia empresa (estudio NIELSEN) | 12 |
| Tabla 2. Evolución de la cuota de mercado por valor total de España por grupos cerveceros. Datos proporcionados por la propia empresa (estudio NIELSEN) | 12 |
| Tabla 3. Relación PN-Deuda. Datos: Elaboración propia | 17 |
| Tabla 4. Cuadro de amortización del activo fijo. Datos: Memoria de las cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera | 18 |
| Tabla 5. Ratios de liquidez. Datos: Elaboración propia | 21 |
| Tabla 6. Ratios de solvencia. Datos: Elaboración propia..... | 22 |
| Tabla 7. Ratios de rentabilidad. Datos: Elaboración propia | 22 |
| Tabla 8. Desglose ROE fórmula DuPont. Datos: Elaboración propia..... | 23 |
| Tabla 9. Ratios de actividad. Datos: Elaboración propia | 24 |
| Tabla 10. Cuadro de Necesidades Operativas de Fondos. Datos: elaboración propia | 26 |
| Tabla 11. Cuadro de flujos de fondos libres operativos pasados. Datos: elaboración propia | 26 |
| Tabla 12. Estructura de los Flujos de Fondos Libres Operativos..... | 28 |
| Tabla 13. Cuenta de pérdidas y ganancias estimadas. Datos: elaboración propia | 29 |
| Tabla 14. Necesidades Operativas de Fondos pasadas. Datos: cuentas anuales Hijos de Rivera | 29 |
| Tabla 15. Necesidades Operativas de Fondos estimadas. Datos: elaboración propia..... | 30 |
| Tabla 16. Proyecciones de flujos de fondos libres operativos. Datos: elaboración propia | 30 |
| Tabla 17. Estructura de los Flujos de Fondos Libres para el Accionista | 31 |
| Tabla 18. Proyecciones de flujos de fondos libres para el accionista. Datos: elaboración propia | 32 |
| Tabla 19. Valoración final de la compañía. Datos: Elaboración propia..... | 33 |
| Tabla 20. Análisis de sensibilidad. Datos: elaboración propia | 34 |
| Tabla 21. Propuesta de distribución de las acciones. Datos: Elaboración propia..... | 34 |
| Tabla 22. Análisis de sensibilidad con nuevas acciones. Datos: elaboración propia | 35 |
| Tabla 23. Aspectos relevantes al salir a cotizar. Datos: PwC | 36 |
| | |
| Ilustración 1. Producción de cerveza en España (2015). Datos: Cerveceros de España | 9 |
| Ilustración 2. Lugares con presencia de marca de Estrella Galicia. Datos: Web Hijos de Rivera | 10 |
| Ilustración 3. Distribución por zonas del mercado nacional de la cerveza. Datos: Cerveceros de España | 11 |
| Ilustración 4. Las cinco fuerzas de Porter. Datos: elaboración propia | 14 |
| Ilustración 5. Análisis Porter del sector de la cerveza en España. Datos: Elaboración propia.... | 15 |
| Ilustración 6. Evolución de la producción de cerveza a nivel nacional en los últimos 10 años. Datos: Cerveceros de España | 16 |
| | |
| Gráfico 1. Evolución de la cuota de mercado total por valor total para España por grupos cerveceros. Datos proporcionados por la empresa (estudio NIELSEN) | 13 |
| Gráfico 2. Evolución de la cuota de mercado de Hijos de Rivera en cuanto a volumen en el mercado nacional. Datos proporcionados por la propia empresa (estudio NIELSEN)..... | 13 |
| Gráfico 3. Evolución de los deudores comerciales. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera | 17 |
| Gráfico 4. Evolución de las existencias. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera..... | 17 |

| | |
|--|----|
| Gráfico 5. Evolución de los acreedores comerciales. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera | 18 |
| Gráfico 6. Evolución del Patrimonio Neto y Pasivo. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera | 19 |
| Gráfico 7. Evolución de las ventas. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera..... | 20 |
| Gráfico 8. Comparación de Ventas, EBITDA, EBIT y Beneficio Neto. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera | 20 |
| Gráfico 9. Comparación del Beneficio Neto con Cash Flow. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera | 25 |

RESUMEN

El objetivo del trabajo es realizar un análisis de la situación actual de la empresa Hijos de Rivera S.A.U. para su posterior valoración según estimaciones de flujos de caja futuros, de tal forma que se llegue a un precio objetivo por acción, así como analizar una posible salida a bolsa.

INTRODUCCIÓN

“Cuidamos y mostramos con orgullo nuestra identidad: una empresa centenaria, familiar, gallega, de origen cervecero, con experiencia que se convierte en garantía. Todos nuestros actos cuidan estos valores y generan credibilidad y confianza, es decir, reputación.”

Hijos de Rivera S.A.U. es una empresa gallega situada en España que se dedica principalmente a producción y distribución de cerveza. Son líderes en el mercado gallego y, año tras año, se expanden nacionalmente, e intentan abrirse paso en el mercado internacional.

Con este trabajo se busca evaluar la situación actual de la compañía y prever una situación futura, llegando a una valoración real de la misma.

OBJETIVOS

Los objetivos del trabajo son analizar la situación actual de la empresa Hijos de Rivera S.A.U, extrayendo puntos fuertes de la empresa y posibles problemas que pueda presentar, así como una estimación de los resultados y flujos futuros para una posterior valoración de la empresa.

ESTRUCTURA

La estructura seguida en el trabajo es la siguiente:

- Historia
- Estrategia
- Macroentorno
- Análisis
- Evaluación de la tasa de descuento
- Valoración
- Salida a bolsa

Se ha comenzado analizando la historia de la compañía, para observar cómo ha cambiado en cuanto a tamaño y actividades. También se ha realizado un breve análisis de las

estrategias seguidas por la compañía en los últimos años, para poder concluir con una imagen de la situación actual. Por último, en cuanto a datos cualitativos, se ha realizado un breve resumen de las expectativas macroeconómicas para el futuro.

Posteriormente se han analizado los datos cuantitativos de la empresa, observando el balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias. Además, en base a ambas cuentas anuales, se han calculado los flujos de caja pasados, con el fin de observar la evolución.

Una vez realizado el análisis se ha procedido al cálculo de la tasa de descuento para, a continuación, realizar una valoración de la empresa, concluyendo con un precio final para la misma (tanto absoluto como por acción).

Por último, se han descrito los pasos a seguir en caso de que la empresa decidiese salir a cotizar.

METODOLOGÍA

Para el estudio de la situación actual de la empresa se realizará un análisis tanto de la cuenta de resultados como de balance, comparando la evolución con porcentajes horizontales, es decir, la evolución de las tendencias temporales de las diferentes partidas, y los pesos relativos de las distintas partidas sobre el total (porcentajes verticales). El período a analizar corresponde a 2008-2015. Además, se calcularán diferentes ratios para medir el rendimiento de la actividad, medir la solvencia, la liquidez y la rentabilidad. También se calculará el flujo de caja para compararlo con la cuenta de resultados y ver en qué partidas entra más efectivo y en cuáles sale más.

Para el cálculo de los flujos futuros se realizarán dos métodos: flujo de fondos libres operativos y flujo de fondos para el accionista. Se realizará una estimación de crecimiento de las ventas en base a actuaciones pasadas. En base a ello se hará una estimación de los costes en proporción a las ventas, y lo mismo con las necesidades operativas de fondos. Para las inversiones en activo fijo se realizará una estimación según incrementos históricos, teniendo en cuenta posibles notas de la memoria o notas de prensa en la que anuncien posibles inversiones y desinversiones.

Por último, se descontarán tanto los flujos de fondos operativos como flujos de fondos libres para los accionistas y se llegará a un VAN, y descontando la deuda se llegará al valor de la empresa. Se realizará también un análisis de escenarios y se calcularán ratios de valoración para concluir con una evaluación final de la compañía.

ESTUDIO PRÁCTICO/ANÁLISIS DE DATOS

Hijos de Rivera es una empresa familiar gallega, cuya actividad principal es la fabricación y distribución de cerveza, bajo la marca Estrella Galicia. También se dedica a la distribución de otros productos (como pueden ser aguas, vinos o sidras). Es una compañía que históricamente operaba y era líder en Galicia, pero que en los últimos años ha llevado a cabo una gran ampliación de sus mercados tanto a nivel nacional como internacional.

Historia

Antes de comenzar con el análisis es importante un poco de antecedentes de la compañía para entrar en contexto y, a su vez, ver la magnitud que tiene la empresa respecto al sector en el que se mueve, en qué mercados se mueve y qué productos tiene en su cartera y, a grandes rasgos, hacia dónde enfoca su estrategia futura.

La empresa es fundada A Coruña en 1906 por Jose M^a Rivera Corral con el nombre de “La Estrella de Galicia”, apostando por un producto que no era muy demandado.

Es en los años 20 cuando comienza su consolidación gracias a la mecanización de la fábrica, lo cual les permite satisfacer a los aumentos de demanda fruto de la aceptación poco a poco de la población de Galicia. En los años 50, tras la guerra Civil y la guerra Mundial realizan un proceso de modernización que deja de lado los métodos artesanales para pasar a una producción industrializada de un producto estable en cuanto a sus características.

En los años 70 se traslada la fábrica a la ubicación actual dadas las necesidades de espacio para su volumen de producción, creciente año tras año. La antigua fábrica fue convertida y es a día de hoy la cervecera con mayor volumen de ventas en litros de toda España.

En los años 90 siguen expandiéndose y diversificando su actividad mediante nuevos productos, abriéndose a mercados tanto nacionales como internacionales. Su negocio, que a principios de esta década era únicamente la cerveza, pasó a tener agua mineral, zumos, sidras y vinagres.

En 2010 se crea la Corporación que es actualmente: Corporación Hijos de Rivera. Hijos de Rivera S.A.U es la empresa de la corporación encargada de la fabricación de la cerveza, así como la distribución de la misma y de los demás productos.

En 2012 potencian su expansión internacional, destacando las filiales “Rivera-Shangai” de China, “Estrella Galicia Japan” en Japón, y compañías filipinas. Brasil es el país que escogen como punto de partida para américa latina. También invierten en expansión al resto de España, con fuertes campañas nacionales como la retransmisión de las Campanadas de Fin de Año en la que se brindó con cerveza.

Hoy en día sigue siendo una empresa familiar, en manos de la cuarta generación, que tiene bastante presencia nacional (aunque continúa en expansión) y con una fuerte apuesta internacional que potencia con grandes inversiones. Pese a que la corporación tiene una cartera de productos muy diversificada con dado el gran número de diferentes productos que manejan (más de cien referencias), será sujeto de análisis y valoración únicamente Hijos de Rivera S.A.U, dado que supone el grueso de la corporación con un peso del 80% sobre el total de ventas.

En cuanto a las compañías competidoras en el sector en España, los grupos Mahou San Miguel, Heineken y Damm son los más grandes y con mayor volumen de producción y, sobre todo, con mayor cuota de mercado. Sin embargo, en los últimos años Hijos de Rivera va ganando cuota de mercado a nivel nacional debido a su apuesta por la calidad y no la competencia en precio. Galicia es su principal mercado, ya que son líderes indiscutibles en cuota de mercado.

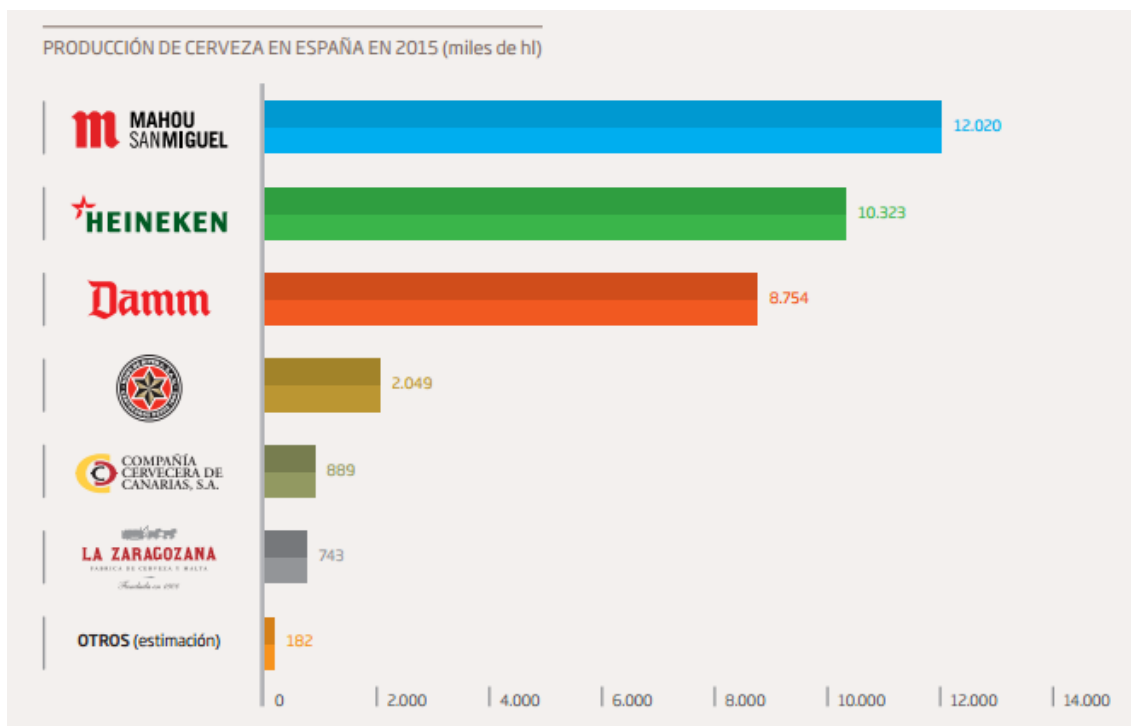


Ilustración 1. Producción de cerveza en España (2015). Datos: Cerveceros de España

Pese a que la más conocida es la Estrella Galicia Especial, Hijos de Rivera produce varios tipos de cerveza: Estrella Galicia Pilsen, Estrella Galicia Especial, Cerveza de Bodega, Cervezas de Temporada, Estrella Galicia 0,0, Shandy, Sin Gluten, ediciones de Navidad, 1906 Reserva Especial, 1906 Red Vintage y 1906 Black Coupage.

Además, se encarga de la distribución de productos de las otras sociedades de la corporación, como son las aguas Cabreiroá, Agua de Cuevas y Agua Fontarel, las sidras Maeloc, licores, vinos propios y vinagres. También son distribuidores de marcas como Schweppes, Granini, Red Bull o Cola Cao.

“Las previsiones para el año 2016 estiman un mantenimiento de nuestro liderazgo en Galicia y un sensible crecimiento en el resto de España con el objetivo de reforzar el papel que Hijos de Rivera, S.A. juega como competidor a nivel nacional”.

Estrategia

Hijos de Rivera sigue una clara estrategia de diferenciación, tratando de vender un producto con un valor añadido único, por lo cual su posicionamiento de precio alto, ya que ofrecen un producto premium.

Hasta los años 90 su actividad se concentraba únicamente en Galicia, pero a partir de

ese año comenzaron una estrategia de crecimiento sobre todo a nivel nacional (dado que el peso en ventas proveniente de fuera del territorio nacional no es muy significativo).



Ilustración 2. Lugares con presencia de marca de Estrella Galicia.
Datos: Web Hijos de Rivera

Como se aprecia en la imagen, a día de hoy son bastantes los puntos a nivel mundial en que la empresa tiene presencia.

Actualmente es la cuarta empresa cervecera de España, con más del 10% de la cuota de mercado. Lo que la ha llevado a esta posición no ha sido buscar el aumento de cuota (como podrían haber hecho mediante una estrategia de precios bajos), sino ser líderes en calidad y cervezas premium (es decir, diferenciarse y ofrecer valor añadido). Un factor clave, según el propio grupo, es mantener su nivel de endeudamiento bajo, ya que son capaces de generar los fondos suficientes para realizar un crecimiento orgánico.

Analizando los planes estratégicos de la empresa para los diferentes períodos (2010-2012,2013-2015,2015-2017), se pueden extraer una serie de puntos clave:

En el periodo 2010-2012, la visión de la compañía era *“Ser una compañía de bebidas nacional, alternativa, con un posicionamiento premium y con una clara orientación a las distintas tipologías de clientes”*. La base de esto era consolidar la posición en Galicia, a la par que dar el salto nacional, con un objetivo de vender un 33% de su cifra de negocios fuera de Galicia (el objetivo fue superado, siendo el resultado final del 40,4% de ventas fuera de Galicia). Realizaron, además, las primeras campañas de marketing nacionales y apostaron por el posicionamiento del resto de productos (sobre todo aguas).

En 2013-2015, la visión era *“ser líder en el segmento de cerveza premium en España. Convertirnos en un operador nacional de Agua. Ser un operador de distribución nacional. Asentar las bases de la internacionalización”*. La base del crecimiento en esta etapa era la consolidación de la posición nacional, con un objetivo de venta de uno de cada dos litros vendidos fuera de España. Los objetivos o acciones tomados en este periodo fueron, por un lado, incorporar productos en la distribución que acompañen a la expansión (como son Schweppes, Red Bull o vinos de denominación de origen), así como el patrocinio de pilotos de motos, equipos de fútbol y ciclos de música en tareas de marketing. Comenzaron con el crecimiento inorgánico (comprando Agua de Cuevas) y empezaron a internacionalizarse, creando Estrella Galicia do Brasil.

Por último, en el periodo 2015-2017 la visión es *“Consolidar el liderazgo en el segmento premium y ser líderes en Cultura y Tradición Cerveceras. Dar el paso al negocio nacional de agua con múltiples manantiales y posiciones. Desarrollo de negocio de distribución con cerveza y agua y marcas premium, todo en ello en zonas clave”*. Los objetivos y acciones que se llevaron a cabo en esta fase son diversos. Por un lado, en el área comercial se centraron en la expansión de la cerveza de bodega, apostando por ser líderes en tecnología y servicio; de cara a la comunicación,

buscaban un posicionamiento premium y superpremium, con desarrollo de nuevas cervezas. Fue el año, además, en el que patrocinaron pilotos de Moto GP, lo cual les ofreció una considerable mayor notoriedad. En la parte industrial, invirtieron en la ampliación de los grupos de envasado. Se abrieron paso en el ámbito digital potenciando relaciones digitales con los clientes, tanto distribuidor, detallista como consumidor. Por último, continúan también con el crecimiento inorgánico con la compra de Manantial Fontarel.

De cara al futuro, describen su objetivo como “*Ser líderes internacionales <<Big Craft>>*”. Una de las acciones tomadas para ello es la proyección de la expansión de la fábrica para tener una capacidad de producción de 400 millones de litros.

Además de la estrategia también es conveniente analizar la posición que la empresa ocupa en cuanto al sector y la competencia.

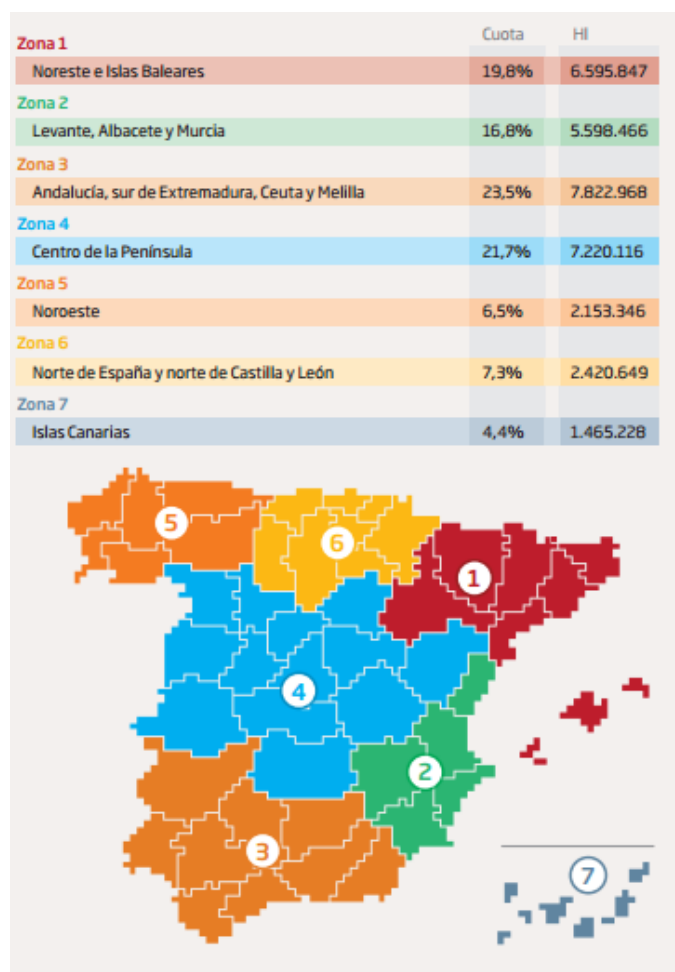


Ilustración 3. Distribución por zonas del mercado nacional de la cerveza. Datos: Cerveceros de España

Si atendemos a la distribución de cuotas de mercado, Hijos de Rivera es líder histórico en la zona 5 (Noroeste). El porcentaje de litros vendidos en Galicia para 2009 respecto a los litros vendidos totales era del 70%, mientras que en 2015 supone únicamente el 40%, fruto de su expansión nacional e internacional. Si se observa la distribución de cuota de mercado en el mercado nacional se aprecia la creciente cuota de mercado de Hijos de Rivera:

| EVOLUCIÓN CUOTA VOLUMEN TOTAL ESPAÑA GRUPOS CERVECEROS | | |
|---|-------------|-------------|
| | 2011 | 2017 |
| Marca de Distribuidor | 16,0% | 17,0% |
| La Zaragozana | 1,8% | 2,4% |
| Damm | 16,7% | 14,6% |
| Heineken | 29,4% | 25,9% |
| Mahou San Miguel Alambra | 30,1% | 29,1% |
| Hijos de Rivera | 3,2% | 8,2% |
| Otros | 2,8% | 2,8% |

Tabla 1. Evolución de la cuota de mercado por volumen total de España por grupos cerveceros. Datos proporcionados por la propia empresa (estudio NIELSEN)

En el periodo 2011-2017 Hijos de Rivera es el grupo cervecero de los que operan a nivel nacional que más crece en volumen de cuota de mercado; únicamente Hijos de Rivera y La Zaragozana ven aumentadas sus cuotas (aunque el incremento más significativo es el de la compañía analizada).

| EVOLUCIÓN CUOTA VALOR TOTAL ESPAÑA GRUPOS CERVECEROS | | |
|---|-------------|-------------|
| | 2011 | 2017 |
| Marca de Distribuidor | 7,1% | 6,9% |
| La Zaragozana | 2,4% | 3,3% |
| Damm | 19,5% | 16,6% |
| Heineken | 32,2% | 28,7% |
| Mahou San Miguel Alambra | 31,9% | 31,9% |
| Hijos de Rivera | 4,0% | 10,0% |
| Otros | 2,9% | 2,6% |

Tabla 2. Evolución de la cuota de mercado por valor total de España por grupos cerveceros. Datos proporcionados por la propia empresa (estudio NIELSEN)

Si observamos la evolución de la cuota de mercado en valor monetario de los grupos cerveceros, el incremento de cuota que se aprecia es muy elevado (igual que por volumen).

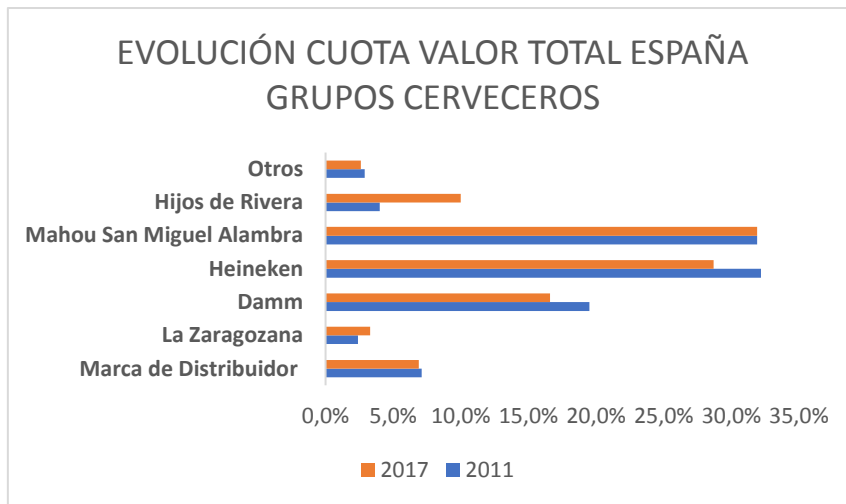


Gráfico 1. Evolución de la cuota de mercado total por valor total para España por grupos cerveceros. Datos proporcionados por la empresa (estudio NIELSEN)

Esta variación de la cuota, además, tiene un crecimiento positivo todos los años. En 2011-2014 crece en cuota de mercado por volumen a un ritmo de en torno 12-13%. Sin embargo, en 2015 se observa un repunte de un 35% de variación, y en 2016-2017 un crecimiento de casi el 20% para ambos años.

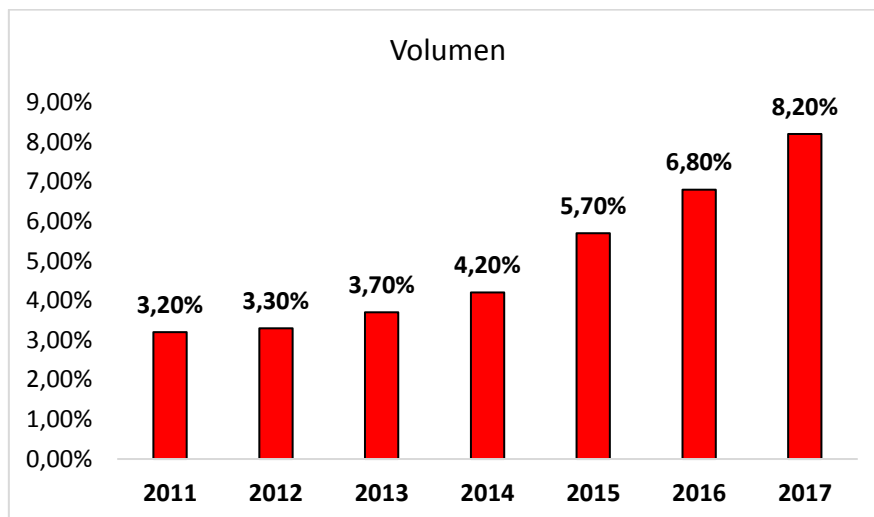


Gráfico 2. Evolución de la cuota de mercado de Hijos de Rivera en cuanto a volumen en el mercado nacional. Datos proporcionados por la propia empresa (estudio NIELSEN)

Para apreciar la intensidad de la competencia del sector sería conveniente prestar atención al análisis de las cinco fuerzas de Porter, el cual detalla la amenaza de nuevos competidores, el poder de negociación de los clientes, el poder de negociación de los proveedores, la amenaza de productos y servicios sustitutivos y la rivalidad entre los competidores existentes.

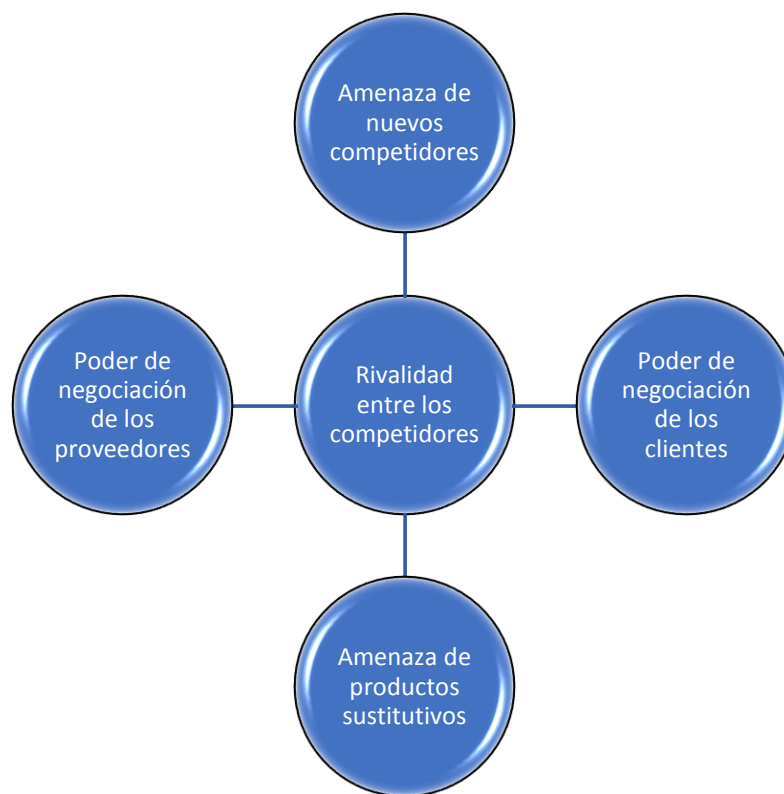


Ilustración 4. Las cinco fuerzas de Porter. Datos: elaboración propia

En cuanto a la **amenaza de nuevos competidores**, ésta es relativamente alta. En los últimos años y debido a la crisis han entrado a competir en el sector de la cerveza las marcas de distribuidor, ya que éstas compiten bajo una estrategia de precios bajos.

El poder de **negociación de los clientes** es elevado, ya que existen varias empresas que compiten en el sector, por lo que no existe coste de cambio para ellos.

La amenaza de **productos sustitutos** es también elevada, dado que existen productos como refrescos o zumos que son sustitutos a la cerveza.

El **poder de negociación de los proveedores** es bajo o medio bajo, dado que, pese que hay muchas marcas comerciales de cerveza en el sector, son únicamente cuatro las principales empresas productoras y distribuidoras de la misma en España. Por lo tanto, el coste de cambio de los proveedores es elevado.

Por último, la **rivalidad entre los competidores** es alta, dado que ofrecen el mismo producto y un incremento de la cuota de mercado de uno supone una disminución de la cuota de mercado de otro.

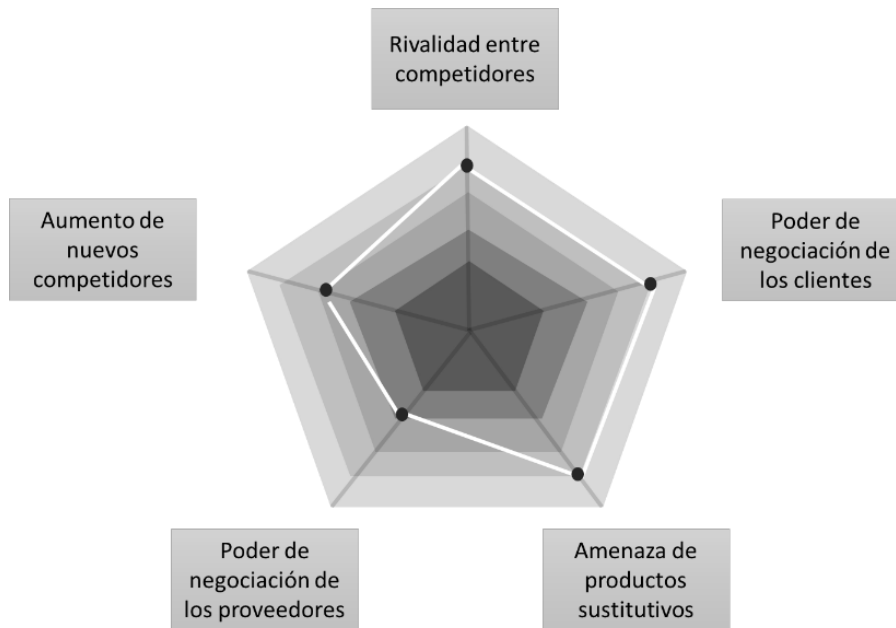


Ilustración 5. Análisis Porter del sector de la cerveza en España. Datos: Elaboración propia

Podemos concluir de este análisis que es un sector con alta competitividad, dado que los clientes tienen alto poder de negociación, existe amenaza de nuevos productos sustitutos y de nuevos entrantes.

Sin embargo, la estrategia de diferenciación que sigue Hijos de Rivera hace que su posición competitiva se vea no tan atenuada con estas amenazas, ya que venden un producto diferente, premium, con valor añadido, por lo que el coste de cambio en este caso para los clientes es mayor. Además, su cartera de productos está diversificada, ofreciendo también los productos que pueden ser sustitutos de la cerveza.

Macroentorno

Con el objetivo de tener una idea de cómo va a evolucionar la situación económica que rodea a la empresa y, a fin de cuentas, afecta directamente a la misma, se realizará un breve resumen de las expectativas de la economía.

Desde 2008 la economía española se ha sumergido en una profunda crisis económica que ha tenido consecuencias muy negativas. Sin embargo, Hijos de Rivera ha seguido creciendo y expandiéndose, tendiendo todos los años tasas de crecimiento positivas en ventas como se analizará posteriormente. Se ha observado, debido a la crisis, un aumento de la demanda de productos de marcas de distribuidor, que también ha afectado al consumo de la cerveza. A día de hoy la economía española está mostrando signos de recuperación y aumento de la demanda. Tanto el FMI como analistas del BBVA y otras instituciones estiman crecimientos de la economía entre 2,7% y 3% del PIB, así como considerables disminuciones de la tasa de desempleo. Una economía que crece y que crea empleo significa una mejoría para las empresas, dado que habrá más personas con mayores ingresos dispuestos a comprar los productos.

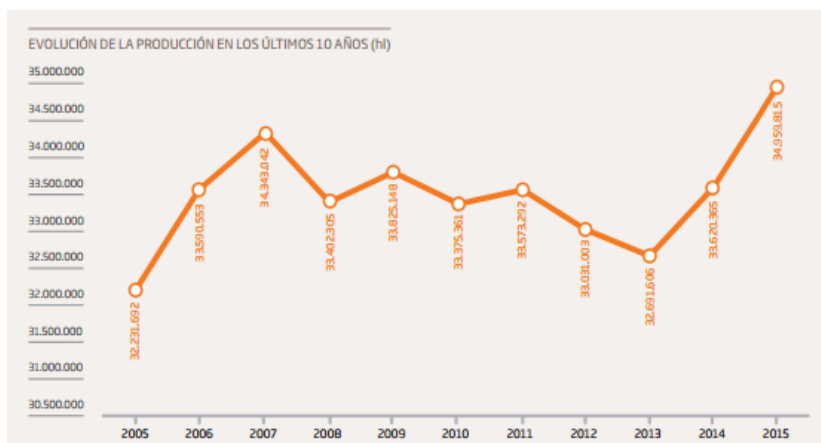


Ilustración 6. Evolución de la producción de cerveza a nivel nacional en los últimos 10 años. Datos: Cerveceros de España

Como se observa en la gráfica, el volumen de producción de cerveza cayó en los primeros años de la crisis, pero volvió a aumentar a partir de 2013, superando ya en 2015 la cifra que existía antes de la crisis.

Según el informe socioeconómico del sector de la cerveza en España (2015), España

ocupa el cuarto puesto en cuanto a volumen de producción en la Unión Europea, y las ventas totales del sector aumentan año a año.

Análisis

Para el análisis de la actividad pasada se han empleado las Cuentas anuales e informe de gestión de la compañía Hijos de Rivera S.A.U. para el periodo 2008-2015 (se ha excluido 2007 dado que no había entrado aún en vigor el Plan General Contable de 2007, por lo que la estructura de las cuentas es diferente y su comparación compleja).

En relación a la estructura del balance se observa que a cierre de cuentas del año 2015 la empresa disponía de unos activos por valor de aproximadamente 278 millones de euros, de los cuales el 77,15% corresponden a largo plazo y el restante 22,85% a corto plazo.

Dentro del Activo No Corriente tiene un mayor peso el inmovilizado material, dado que al ser una empresa industrial posee para el desarrollo de su actividad terrenos y construcciones e instalaciones técnicas (así como maquinaria, utillaje o mobiliario), partidas que suponen el 52,72% del activo total. Dentro de las partidas a largo plazo hay que destacar también, por su peso relativo sobre el activo total, las inversiones en empresas del grupo y asociadas, las cuales han ido disminuyendo en el período 2009-2014 pero que aumentan considerablemente el último año analizado, debido a una ampliación de capital suscrita por Hijos de Rivera en la sociedad deportiva R.C. Deportivo de La Coruña. También posee un peso relativamente elevado los anticipos realizados por acuerdos especiales que, pese a ir disminuyendo en el período analizado, suponen casi un 7% del total del activo. Esta partida corresponde a pagos realizados a determinados clientes por el compromiso de venta preferente de los productos de la Sociedad en el marco de una política de fidelización de clientes.

En el Activo Corriente la partida más relevante es “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar”, que supone un 15% del activo total. Los clientes aumentan en el período 2008-2015 ya que también lo hace el volumen de negocios.

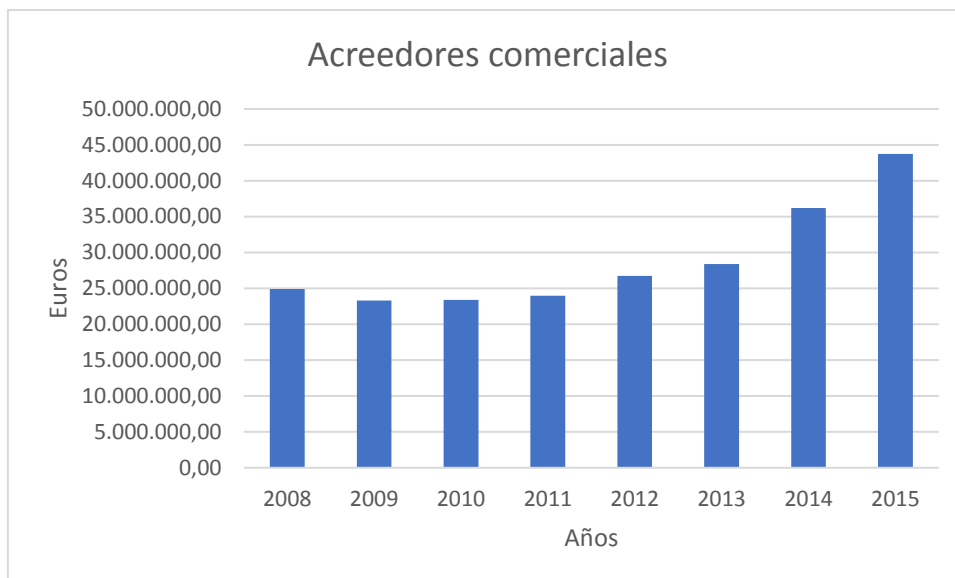


Gráfico 3. Evolución de los deudores comerciales. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

Las existencias tienen un peso del 5% debido principalmente a que poseen materias primas y otros aprovisionamientos para el proceso productivo. Al igual que los clientes, las existencias aumentan de igual modo que lo hace la actividad.



Gráfico 4. Evolución de las existencias. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

La estructura de Deuda y Patrimonio Neto en 2015 se divide en 64,13% de Patrimonio Neto y 35,87% de endeudamiento. En el año 2008 la relación era casi equitativa, pero el crecimiento que ha tenido la compañía ha sido financiado mediante fondos propios y no mediante deuda, por lo que la empresa no se encuentra muy apalancada y tendrá menos riesgo financiero. La evolución de esta relación está contenida en la siguiente tabla:

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PN | 53,16% | 55,58% | 61,34% | 60,46% | 59,15% | 65,31% | 63,36% | 64,13% |
| Pasivo | 46,84% | 44,42% | 38,66% | 39,54% | 40,85% | 34,69% | 36,64% | 35,87% |

Tabla 3. Relación PN-Deuda. Datos: Elaboración propia

Los Fondos Propios de la sociedad suponen el 62% del total, de los cuales la partida de mayor peso son las reservas, principalmente las voluntarias, con un peso de aproximadamente el 50%

del total del balance. Esto se debe a que la empresa retiene la mitad del beneficio neto y lo destina a reservas voluntarias, mientras que la otra parte la reparte como dividendos.

El Pasivo No Corriente supone únicamente un 9% del total, mientras que el Pasivo Corriente tiene un peso del 27% debido sobre todo a los acreedores comerciales, aunque también a las deudas financieras a corto plazo. La evolución de los proveedores es creciente, acorde al incremento en las ventas, y es superior a los deudores comerciales.

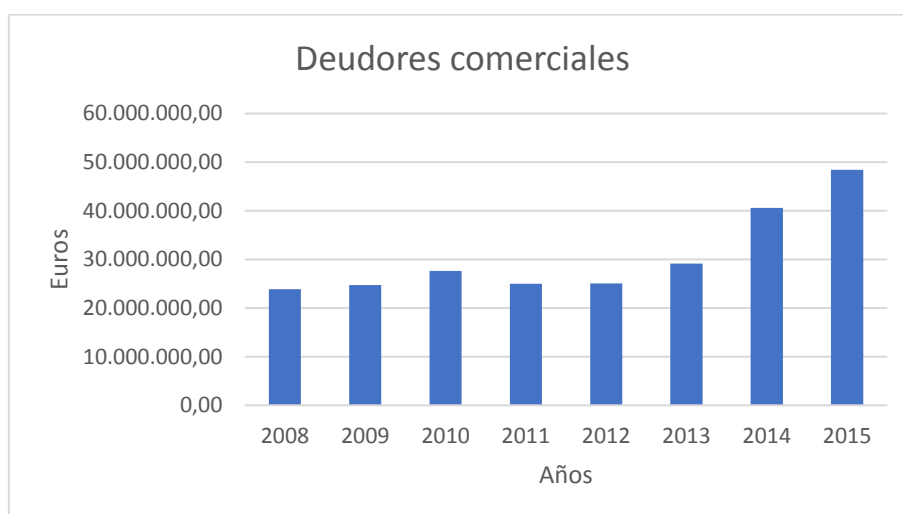


Gráfico 5. Evolución de los acreedores comerciales. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

En general la empresa invierte cada vez más tanto en inmovilizado intangible como en inmovilizado material, siendo la variación entre 2008-2015 de 19% en el caso del intangible y de 60% en el material. Cabe destacar que en el período 2008-2015 han aumentado sus terrenos y construcciones un 23% y las instalaciones técnicas (así como maquinaria, utillaje y mobiliario) en un 83%, lo cual quiere decir que es un crecimiento sostenido basado en la inversión en activos fijos para su producción.

La amortización que la compañía aplica tanto a los activos intangibles como a los tangibles, así como a las inversiones inmobiliarias, sigue el método lineal, según los años de vida útil que aparece en la Tabla 4. No se aprecian cambios de valoración de las amortizaciones, por lo que no afecta a la comparabilidad de los diferentes años del periodo.

| | Concepto | Años de vida útil estimada |
|----------------------------------|--|----------------------------|
| Inmovilizado Material | Construcciones | 33-50 |
| | Instalaciones técnicas y maquinaria | 8-10 |
| | Otras instalaciones, utillaje y mobiliario | 3-10 |
| | Otro inmovilizado material | 4-25 |
| Inmovilizado Intangible | Aplicaciones informáticas | 3-4 |
| | Anticipos realizados por acuerdos especiales | 2-10 |
| | Otro inmovilizado intangible | 5 |
| Inversiones Inmobiliarias | Terrenos y construcciones | 50 |

Tabla 4. Cuadro de amortización del activo fijo. Datos: Memoria de las cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

Los Fondos Propios aumentan en un 92%, pero no por aumentos de capital (ya que el capital se reduce en un 7% para el período 2008-2015), sino por un aumento del 103% en las reservas voluntarias (“otras reservas”) y por el crecimiento del resultado del ejercicio, que supone para el período 2008-2015 una evolución del 173%.

Otros cambios significativos se producen en el Pasivo Corriente, en el cual aumentan mucho las deudas a corto (la partida “otros pasivos financieros”), así como los acreedores comerciales

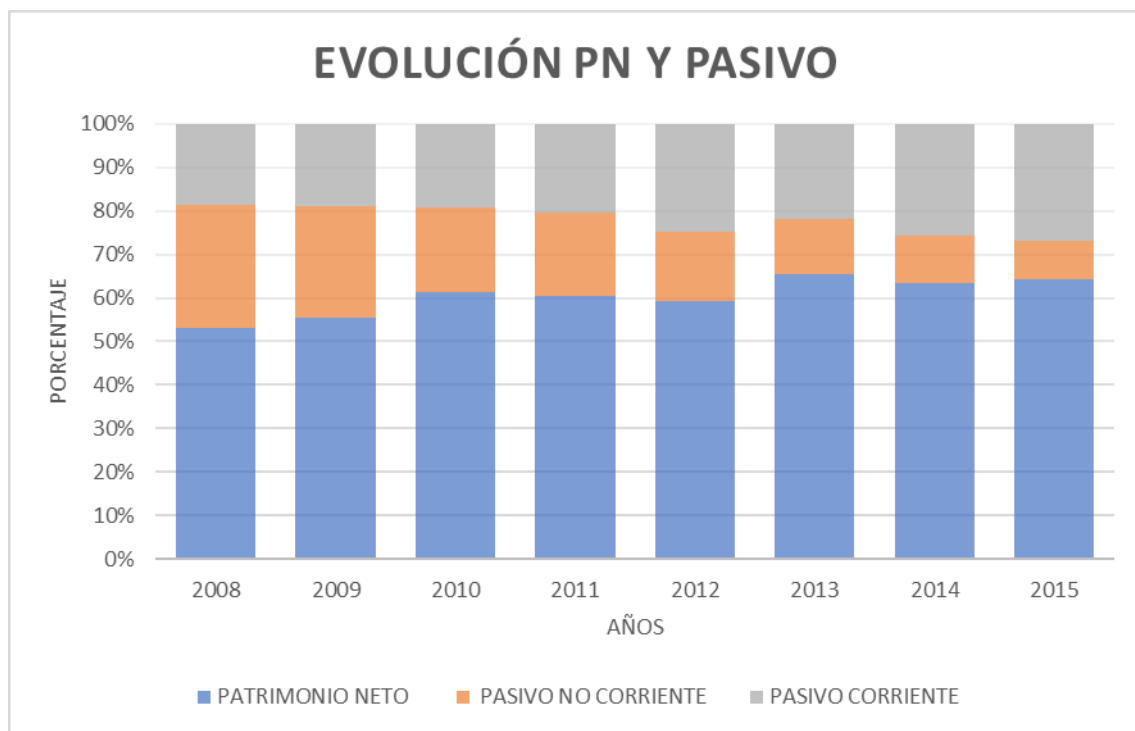


Gráfico 6. Evolución del Patrimonio Neto y Pasivo. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

En todo el período el Patrimonio Neto aumenta año tras año, y lo hace también el Pasivo Corriente. Por lo tanto, el Pasivo No Corriente va disminuyendo cada vez más. Esto se debe a que la empresa se financia con recursos propios en vez de con deuda, por lo que las deudas financieras a largo plazo disminuyen, haciendo que disminuya toda la masa a largo plazo. Además, el Pasivo Corriente aumenta debido a que aumenta la partida de acreedores comerciales, es decir, la empresa consigue una mayor financiación por parte de proveedores.

Atendiendo al reparto de resultados se observa que la empresa destina la mitad del resultado a dividendos, y la otra mitad a reserva voluntaria (salvo que sea necesario destinar alguna cuantía a la Reserva de capitalización Ley 27/2014). Esto significa que la mitad del beneficio es retenido en la empresa, por lo que financia el crecimiento de su actividad con recursos propios.

Atendiendo a la cuenta de Pérdidas y Ganancias, podemos observar los siguientes aspectos respecto a la evolución de ingresos, gastos y resultados:

En cuanto al importe neto de la cifra de negocios, Hijos de Rivera tiene un importe de ventas de 328,3 millones de euros. Los gastos más importantes de su actividad son los Gastos de

explotación, ya que suponen un 43% de las ventas, así como el coste de las materias primas que supone un 30%. Estas dos partidas de gastos son las principales, ya que el EBITDA es casi un 30% sobre las ventas, mientras que finalmente el resultado neto es un 13,55%.

En referencia al Gráfico 7, se observa que las ventas han tenido una evolución positiva en todo el período, aumentando año tras año, aunque en el período de plena crisis (entre 2010 y 2012) el crecimiento de las ventas ha sido considerablemente menor, aumentando a partir de 2013 y llegando a casi un 20% de crecimiento tanto en 2014 como en 2015. Un dato importante a destacar es que, pese a la gran crisis económica que afectó a España, la empresa ha conseguido más que duplicar sus ventas desde 2008 a 2015, por lo que con la recuperación económica podemos suponer, por lo menos, que seguirá creciendo al mismo ritmo.

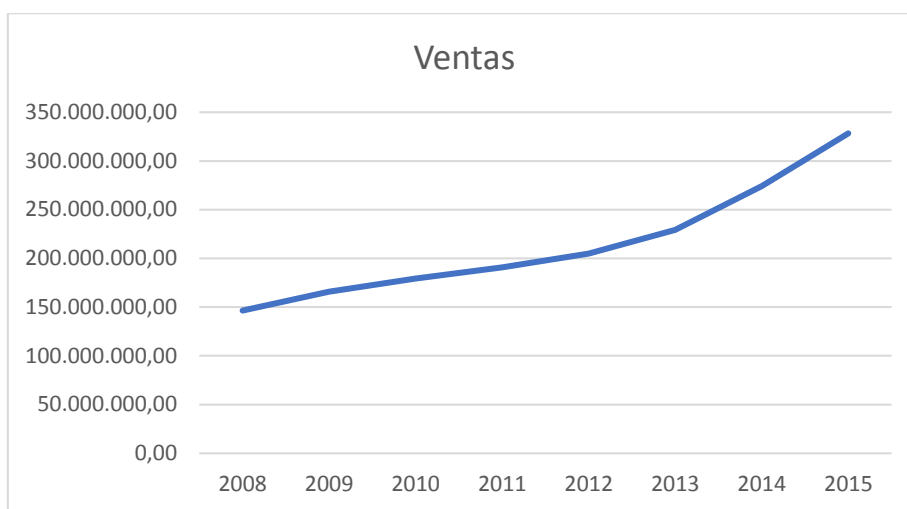


Gráfico 7. Evolución de las ventas. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

El año 2011 es el único del período que tiene un crecimiento negativo en cuanto al resultado del ejercicio, debido a una bajada en el crecimiento de las ventas y una disminución de la partida (siempre positiva) de “otras pérdidas y ganancias netas”, la cual incluye ingresos y gastos excepcionales que se comportan año tras año de manera muy irregular, habiendo en el año 2015 un gasto excepcional de medio millón de euros (300 mil de multas y 200 mil de donaciones). Como se ha mencionado anteriormente, los gastos principales que disminuyen el beneficio son el coste de mercaderías y los gastos de explotación, como se observa en el gráfico siguiente:

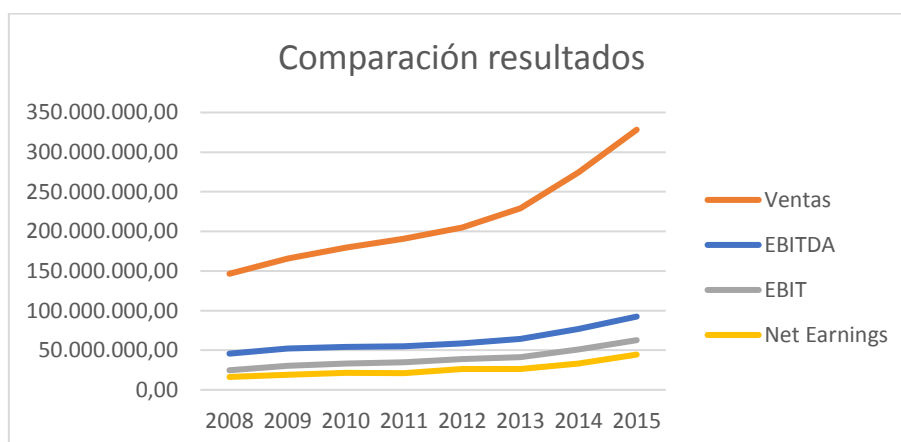


Gráfico 8. Comparación de Ventas, EBITDA, EBIT y Beneficio Neto. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

Ratios

Las **ratios de liquidez** miden la capacidad de la compañía de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Las principales a analizar son las siguientes:

| Liquidity Ratios | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Current ratio</i> | 1,11 | 1,03 | 1,22 | 1,16 | 1,03 | 1,04 | 0,94 | 0,85 |
| <i>Quick ratio</i> | 0,79 | 0,69 | 0,93 | 0,84 | 0,72 | 0,73 | 0,69 | 0,65 |
| <i>Cash Ratio</i> | 0,02 | 0,02 | 0,30 | 0,22 | 0,17 | 0,13 | 0,11 | 0,07 |

Tabla 5. Ratios de liquidez. Datos: Elaboración propia

Si observamos las ratios de liquidez vemos que la ratio corriente (current ratio) ha sido en el período 2008-2013 mayor que 1. Sin embargo, en los años 2014 y 2015 disminuye por debajo de 1, y dado que es una ratio de Activo Corriente entre Pasivo Corriente significa que el *working capital* es negativo y podría suponer una crisis de liquidez; dado que solamente se aprecia en dos años. Esto es una situación excepcional ya que es debido a que la empresa tiene contabilizado en el balance un dividendo a cuenta no pagado de 20 millones a corto plazo, ya que va a ser distribuido. Esto tiene como consecuencia que el *working capital* tanto para el año 2014 como del 2015 sea negativo, pero no a causa de problemas de liquidez sino debido a un gran incremento momentáneo en el pasivo corriente. Con ello se concluye que las Necesidades Operativas de Fondos son financiadas sin problemas por el Fondo de Maniobra, ya que éste es positivo.

La disminución de la ratio corriente también se ve reflejada en la disminución de la ratio de test ácido (quick ratio), calculada como efectivo más clientes y todo ello dividido entre el pasivo corriente (inversiones a corto plazo equivalentes a efectivo no se tienen en cuenta ya que en todo el periodo la empresa no posee ninguna en balance). Cuanto mayor sea esta ratio, mejor, así que en los dos últimos años la empresa está empeorando su situación dado que ésta ha disminuido. La interpretación es que las deudas a corto plazo de la empresa son mayores (dado que la ratio es menor que 1) y están creciendo más que el efectivo del que disponen y las partidas que va a cobrar en el corto plazo (deudores comerciales), ya que la ratio disminuye.

La Cash Ratio tiene una interpretación similar al test ácido, ya que se calcula como efectivo entre pasivo corriente. Mide cuánta deuda a corto plazo la empresa es capaz de cubrir con el efectivo del que dispone. A principios del período analizado (2008 y 2009) la ratio era muy baja; en el año 2010 aumenta considerablemente, pero a partir de ese año va disminuyendo en todos los años, siendo en 2015 de 0,07 (es decir, cubre el 7% de sus obligaciones a corto plazo con el efectivo del que dispone).

Las **ratios de solvencia** ofrecen información sobre el apalancamiento financiero y sobre la capacidad de la empresa de hacer frente a las obligaciones a largo plazo. Es una medida del riesgo financiero. Las principales que se analizarán son las siguientes:

| Solvency ratios | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Debt ratios</i> | | | | | | | | |
| <i>Debt to assets ratio</i> | 0,32 | 0,29 | 0,21 | 0,22 | 0,24 | 0,18 | 0,16 | 0,15 |
| <i>Debt to capital ratio</i> | 0,38 | 0,34 | 0,26 | 0,27 | 0,29 | 0,21 | 0,20 | 0,19 |
| <i>Debt to equity ratio</i> | 0,60 | 0,52 | 0,34 | 0,36 | 0,40 | 0,27 | 0,25 | 0,23 |
| <i>Apalancamiento financiero</i> | - | 1,84 | 1,71 | 1,64 | 1,67 | 1,60 | 1,56 | 1,57 |

Tabla 6. Ratios de solvencia. Datos: Elaboración propia

Las ratios deuda-activo, deuda-capital y deuda-equity, miden cuánto supone la deuda en relación a activo, capital o equity. Cuanto menor sea el valor será mejor, dado que ello supone que la empresa dispone de más activos, capital o patrimonio para cubrir la deuda; dado que en el periodo 2008-2015 las tres ratios disminuyen, la evolución es positiva y la solvencia de la empresa es cada vez mayor.

La ratio de apalancamiento financiero disminuye en todo el período, lo cual quiere decir que la empresa financia sus activos cada vez más con recursos propios frente a financiación ajena. Es calculada como activo total medio entre patrimonio neto medio, por lo que indica cuánto mayor es el activo que el patrimonio, por lo que si la ratio es muy elevada quiere decir que sus activos están financiados con más deuda que recursos propios. Si miramos la inversa de la ratio (es decir, Patrimonio Neto medio/Activo Total medio), $1/1.57=63,20\%$ para 2015, se observa que el 63% de los activos son financiados con Patrimonio Neto, lo cual concuerda con la distribución Equity-Deuda mencionada anteriormente en el análisis del balance de situación.

Las principales **ratios de rentabilidad** a analizar se dividen en Retorno sobre ventas (ROS, Gross profit margin) y Retorno sobre inversión (ROE, ROCE, ROA). Son una medida de cómo la empresa genera beneficios a partir de las ventas o de la inversión.

| Profitability ratios | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>ROS</i> | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,11 | 0,13 | 0,12 | 0,12 | 0,14 |
| <i>Gross profit margin</i> | 0,72 | 0,71 | 0,70 | 0,69 | 0,70 | 0,70 | 0,71 | 0,71 |
| <i>ROE</i> | 0,18 | 0,19 | 0,18 | 0,19 | 0,23 | 0,20 | 0,22 | 0,25 |
| <i>ROCE</i> | 0,13 | 0,14 | 0,15 | 0,16 | 0,19 | 0,17 | 0,19 | 0,23 |
| <i>ROA</i> | - | 0,11 | 0,12 | 0,11 | 0,14 | 0,13 | 0,15 | 0,17 |

Tabla 7. Ratios de rentabilidad. Datos: Elaboración propia

El margen bruto (Gross Profit Margin) mide qué porcentaje de las ventas supone el beneficio bruto. Cuanto mayor sea esta ratio, más eficiente es la empresa en cuanto a coste de sus materias primas. Desde el año 2008 se mantiene estable en torno al 70%, es decir, por cada euro ingresado por ventas, 70 céntimos son convertidos en beneficio bruto, por lo que los costes de las mercancías no suponen mucho pero en el total de gastos soportados.

La ratio Retorno sobre ventas (ROS) mide cuánto supone el beneficio neto respecto a las ventas totales. Es decir, en el año 2015 la empresa convierte el 14% de las ventas en beneficio neto. Esto supone que por cada euro que es generado por las ventas de la compañía se generan 14 céntimos de beneficio neto. Dado que desde el período 2008 esta ratio está aumentando ligeramente, se puede suponer que la empresa está mejorando la eficiencia por la parte financiera, dado que si observamos los pesos relativos de las partidas de la cuenta de Pérdidas

y Ganancias respecto a las ventas, es el resultado financiero el que ve más disminuido su peso en relación a las ventas.

La ratio Retorno sobre Equity (ROE) expresa la relación entre el Patrimonio Neto de la empresa y el beneficio neto, es decir cuánto se genera de beneficio con el Patrimonio del período (ya que se utiliza el Patrimonio Neto medio), por lo que cuanto mayor sea la ratio, mejor situación dado que supondrá un uso más eficiente de los recursos propios del período de actividad. Dado que aumenta un 35% desde el 2009, la empresa mejora su situación, siendo más eficiente en cuanto a resultado obtenido respecto a cada euro invertido procedente de recursos propios.

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ROE DuPont | 0,18 | 0,19 | 0,18 | 0,19 | 0,23 | 0,20 | 0,22 | 0,25 |
| <i>Margen de BN</i> | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,11 | 0,13 | 0,12 | 0,12 | 0,14 |
| <i>Rotación de activos</i> | 0,84 | 0,91 | 0,94 | 1,02 | 1,06 | 1,08 | 1,12 | 1,18 |
| <i>Apalancamiento</i> | 1,89 | 1,82 | 1,64 | 1,67 | 1,72 | 1,57 | 1,61 | 1,59 |

Tabla 8. Desglose ROE fórmula DuPont. Datos: Elaboración propia

Para conocer los motivos de esta mejora del ROE se puede realizar una descomposición del mismo mediante la fórmula de DuPont. Para ello se analiza por separado el margen sobre beneficio neto (beneficio neto/ventas), la ratio de rotación de los activos (ventas/activos) y la ratio de apalancamiento (activos/fondos propios). Atendiendo a esta división, se puede observar que las tres magnitudes mejoran. El margen de beneficio aumenta durante el período, aunque ligeramente, lo que significa que la empresa es más eficiente operativamente (de cada euro de ingreso por ventas obtiene mayor beneficio neto en 2015 que en 2008). En cuanto a la ratio de rotación de los activos, ha aumentado casi linealmente en el período analizado, por lo que la empresa es más eficiente en el uso de sus activos (obtiene más rentabilidad de los activos que posee). Por último, respecto a la ratio de apalancamiento, ésta disminuye en todo el período, por lo que la empresa está menos endeudada (el peso de los fondos propios respecto al total de financiación es mayor, lo cual reduce el riesgo financiero de la empresa).

La ratio Retorno sobre el Capital Empleado (ROCE) mide la eficiencia respecto al capital empleado, entendiéndose por este tanto Patrimonio Neto como deuda, es decir, los retornos que la compañía genera en relación a la financiación tanto propia como ajena, sin tener en cuenta los gastos financieros. Esta ratio ha ido aumentando en el período, con una variación total en el período 2008-2015 de casi un 80%.

La ratio de Retorno sobre Activos (ROA) mide cuánto es el beneficio neto respecto al total de activos en el período (activo total medio). Cuanto mayor sea la ratio, más eficiente es la empresa respecto al resultado logra obtener la empresa de sus activos en su actividad. Dado que la ratio aumenta en todo el período analizado, se puede afirmar que la empresa es más eficiente respecto a la generación de ingresos (o reducción de gastos) a partir de los activos, ya que el activo total de la empresa va aumentando todos los años (por lo que el resultado ha aumentado más que el incremento de los activos).

En conclusión, el margen bruto es elevado, dado que el coste de las mercancías tiene un peso relativamente bajo respecto a las ventas (casi 30% en 2015). Sin embargo, los gastos que

supone un mayor peso en la cuenta de pérdidas y ganancias son los gastos de explotación (con 43% en 2015 sobre el total de ventas) y la amortización (9% en 2015). De ahí que exista diferencia entre el margen bruto y el retorno sobre ventas.

La empresa mejora su situación si observamos la evolución entre 2008 y 2015, dado que aumenta el porcentaje de beneficio neto que genera por cada euro ingresado por ventas. La compañía es, además, más eficiente en el uso de sus activos, y disminuye su apalancamiento dado que el porcentaje de deuda respecto al total de financiación es cada vez menor. En definitiva, es más eficiente en el uso de sus recursos, dado que las ratios aumentan para el periodo.

Las **ratios de actividad** describen cómo es de eficiente la compañía gestionando sus activos.

| Activity Ratios | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Rotación de inventario</i> | - | 5,23 | 5,77 | 6,28 | 6,11 | 6,31 | 6,51 | 7,06 |
| <i>Rotación de activos</i> | 0,84 | 0,91 | 0,94 | 1,02 | 1,06 | 1,08 | 1,12 | 1,18 |
| <i>Período de cobro</i> | 56,46 | 52,38 | 46,91 | 44,69 | 44,51 | 43,26 | 42,38 | 43,83 |
| <i>Período de pago</i> | - | - | - | - | - | - | 53,00 | 54,00 |

Tabla 9. Ratios de actividad. Datos: Elaboración propia

La rotación de activos mide cuántos euros se generan por cada euro de activo que posee la empresa. Si observamos la evolución de la ratio se puede concluir que la empresa ha mejorado considerablemente la rotación de activos, haciendo más eficiente la generación de ingresos a partir de sus activos, por lo que mejora su situación.

Otro dato relevante es el período de cobro, el cual disminuye en doce días en todo el período. Esto quiere decir que se tarda menos en cobrar, por lo que se está financiando a los clientes en menor medida y, por tanto, disponiéndose antes de los fondos.

Si comparamos el período de cobro y el período de pago en 2015 podemos observar que el de pago es superior, por lo que dispone de esos días de financiación por parte de los proveedores ya que cobra antes de tener que pagar, y disponiendo de un cierto margen en caso de mora por parte de los clientes. El período de pago trae consigo una dificultad de cálculo, ya que la empresa tiene dificultades a la hora de diferenciar los proveedores comerciales de los proveedores de inmovilizado. Si separásemos las cifras de aumento o disminución de estos proveedores podríamos obtener aproximadamente ese período de pago. En 2015 aumenta en un día el período de pago respecto al año anterior (datos proporcionados por la empresa), por lo que podemos ver que la empresa mejora su situación, ya que tarda más en pagar mientras que cada vez tarda menos en cobrar de sus clientes.

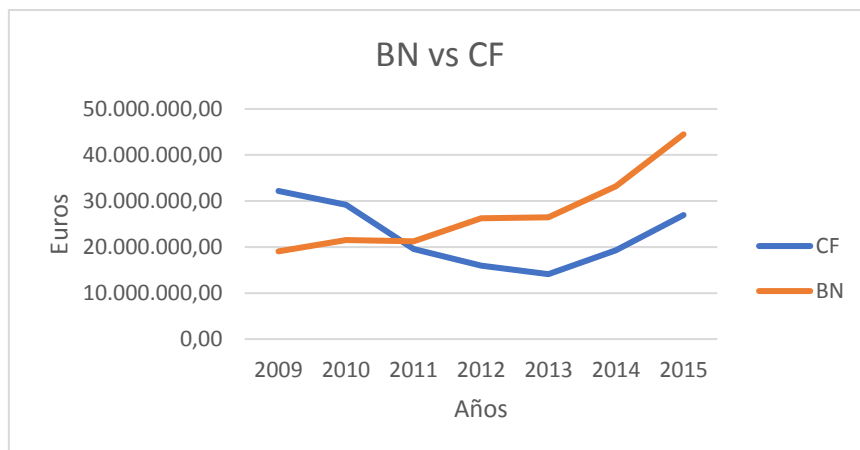


Gráfico 9. Comparación del Beneficio Neto con Cash Flow. Datos: Cuentas Anuales e Informe de Gestión Hijos de Rivera

Es conveniente también, para comprender la imagen de la empresa y su evolución, analizar los flujos de efectivo pasados. Se ha tenido en cuenta el periodo 2008-2015. La estructura que se ha seguido para el cálculo de los flujos de caja es la misma que para los flujos de caja estimados que serán expuestos más adelante, de tal forma que pueda hacerse una comparación entre los periodos pasados y las estimaciones. Esta estructura se observa en la Tabla 12.

En el año 2011 el flujo de caja disminuye considerablemente, debido a que las necesidades operativas aumentan (sobre todo debido a una disminución del importe de los proveedores). El año 2012 también tiene elevadas necesidades de fondos operativo, y además la inversión en activos fijos aumenta mucho, al igual que en los años posteriores. Esta gran inversión en CAPEX hace que en el resto del período el flujo de caja se sitúe por debajo del beneficio neto, aunque se puede suponer que de esta elevada inversión en activos se esperen rendimientos futuros mayores.

Para el cálculo de los Flujos de Fondos Operativos se ha partido del EBIT y se le ha restado la tasa impositiva, quedando como resultado el NOPAT. A éste se le suman las amortizaciones, las inversiones o desinversiones en CAPEX y las Necesidades Operativas de Fondos (NOF). Para calcular el CAPEX se compara la cifra de final de inmovilizado de cada periodo respecto al anterior, y se adiciona la cifra de amortización correspondiente al ejercicio precedente de entre los comparados, calculando la variación total del período para concluir si la empresa ha invertido o desinvertido. La cifra de NOF se compone para cada período, de existencias más clientes menos proveedores; la caja se ha tomado como no operativa. De esta forma, la variación entre un período y otro nos da información sobre si la empresa ha tenido que acudir a financiación adicional para financiar su activo corriente (en caso de que la cifra correspondiente a un periodo sea superior a la del ejercicio precedente) o si con su propia actividad ha generado fondos suficientes (en caso contrario), como puede ocurrir cuando el periodo de pago a los proveedores excede al periodo de cobro a los clientes.

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| NOF | 10.055.811,46 | 8.079.884,34 | 4.663.140,06 | 8.816.101,52 | 12.066.255,74 | 10.408.365,17 | 8.853.853,04 | 9.159.151,33 |
| Existencias | 9.024.212,10 | 9.485.896,68 | 8.908.385,50 | 9.843.168,16 | 10.413.808,21 | 11.176.881,42 | 13.240.769,30 | 13.866.638,41 |
| Clientes | 24.910.329,47 | 23.320.302,65 | 23.387.826,59 | 23.963.994,50 | 26.722.625,48 | 28.380.294,39 | 36.193.197,09 | 43.741.520,78 |
| Proveedores | 23.878.730,11 | 24.726.314,99 | 27.633.072,03 | 24.991.061,14 | 25.070.177,95 | 29.148.810,64 | 40.580.113,35 | 48.449.007,86 |

Tabla 10. Cuadro de Necesidades Operativas de Fondos. Datos: elaboración propia

Atendiendo a la evolución de los flujos de caja operativos se puede observar cómo disminuyen en el período 2009-2013. Pese a que las ventas en este período aumentan, y lo mismo con el EBIT, la creciente inversión en CAPEX hace que el flujo de efectivo sea menor y disminuya. Sin embargo, en 2014 esta situación cambia y los flujos comienzan, en parte debido a que la tasa de crecimiento de las inversiones en CAPEX disminuye. Este crecimiento de los flujos también se observa en 2015, probablemente debido a que la inversión en activos fijos permite incrementar la producción y cubrir la creciente demanda, lo cual se traduce en mejores resultados.

| FFL operativos | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------|
| EBIT | 30.432.547,66 | 33.240.739,77 | 34.904.765,00 | 38.836.525,22 | 41.206.936,48 | 50.966.019,07 | 62.647.924,94 | |
| -t*(EBIT) | -8.944.283,89 | -9.769.626,14 | -10.258.691,80 | -11.414.256,56 | -12.110.932,75 | -14.979.177,83 | -18.412.550,67 | |
| NOPAT | 21.488.263,77 | 23.471.113,63 | 24.646.073,20 | 27.422.268,66 | 29.096.003,73 | 35.986.841,24 | 44.235.374,27 | |
| + Amortización | 21.802.543,59 | 20.961.946,78 | 20.263.171,70 | 19.673.250,60 | 23.053.329,38 | 25.782.186,28 | 29.825.992,59 | |
| +/- Capex | -13.057.551,89 | -18.628.170,34 | -21.174.247,85 | -27.863.577,64 | -39.882.329,97 | -44.001.400,33 | -46.799.586,23 | |
| +/- NOF | 1.975.927,12 | 3.416.744,28 | -4.152.961,46 | -3.250.154,22 | 1.657.890,57 | 1.554.512,13 | -305.298,29 | |
| FFL | 32.209.182,59 | 29.221.634,35 | 19.582.035,59 | 15.981.787,40 | 13.924.893,71 | 19.322.139,32 | 26.956.482,34 | |

Tabla 11. Cuadro de flujos de fondos libres operativos pasados. Datos: elaboración propia

La conclusión principal del análisis es que Hijos de Rivera está en crecimiento, dado que sus ventas crecen año tras año. El crecimiento se ve reflejado en las diferentes partidas de balance referentes a la explotación, como son existencias, clientes y proveedores. Además, este crecimiento se ve potenciado por la inversión en activos fijos, que hacen prever que la empresa obtenga unos flujos de efectivo mayores en el futuro. La inversión en activos fijos la financian principalmente (y cada vez más) con fondos propios frente al endeudamiento. Sin embargo, este aumento de los fondos propios hace que el coste de financiación de la empresa sea mayor, dado que los accionistas requerirán mayor rentabilidad que los acreedores de la deuda. La mitad del resultado del ejercicio lo reinvierten en la empresa, lo que hace que no se descapitalice la empresa.

Evaluación de las tasas de descuento para la Valoración de la Compañía

Para la estimación del VAN de la compañía se utiliza el método de descuento de flujos de caja futuros aplicando como tasa de descuento el Coste de Capital Medio Ponderado (WACC), cuya fórmula es la siguiente:

$$WACC = Kd \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D} + Ke \times \frac{E}{E + D}$$

La tasa impositiva utilizada es el tipo de gravamen del impuesto de sociedades actual, lo cual supone un 25%.

Para el cálculo del coste de los recursos propios (K_e) se ha empleado el modelo de valoración de activos financieros (CAPM), que estima el coste de los recursos propios en base a la rentabilidad libre de riesgo más un factor beta, que representa el riesgo sistemático (no diversificable), que multiplica la rentabilidad del mercado; la fórmula es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

La rentabilidad del mercado (R_m) que se ha considerado es una aproximación de la que muchos analistas han tomado históricamente para sus valoraciones. (Fernández, 2013)

La rentabilidad libre de riesgo (R_f) corresponde al bono español a 10 años, dado que se supone que no hay riesgo de quiebra del país (1,67%) .

Se ha tomado una beta (β) de 0,9. Pese a que la concentración geográfica en la empresa podría suponer un punto negativo, ésta disminuye sobre todo en los últimos años, siendo la parte correspondiente al negocio fuera de Galicia un 60% de su actividad. Además, la empresa se muestra sólida y con unas tasas de crecimiento elevadas, incluso durante el período de crisis, apostando por el crecimiento nacional e internacional. También se debe tener en cuenta que la estructura de la empresa muestra unos niveles de apalancamiento financiero muy bajos, lo cual supone que la empresa es capaz de autofinanciarse y el riesgo sea menor.

| | |
|-----------|-------|
| Ke | 5,57% |
| Rm | 6% |
| Rf | 1,67% |
| β | 0,9 |

Por tanto, el coste de los recursos propios (K_e) es de 5,57%. Para el cálculo del coste de la deuda (4,67%) se ha tomado la rentabilidad libre de riesgo (1,67%) y se le ha aplicado una prima de 3,5%, dado que los ratios de solvencia muestran una creciente y fuerte solvencia, y el nivel de endeudamiento es bastante bajo.

| | |
|---------|----------------|
| Equity | 178.677.339,60 |
| Debt | 40.898.325,66 |
| E/(E+D) | 81,37% |
| D/(E+D) | 18,63% |

Con los datos anteriores se ha calculado el coste de capital medio ponderado según la fórmula del WACC:

$$WACC = K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D} + K_e \times \frac{E}{E + D}$$

| | |
|-------------|-------|
| Wacc | 5,25% |
|-------------|-------|

Este coste de capital de 5,25% será el que se utilice para descontar los flujos de fondos a la hora de calcular el valor actual.

Valoración

Asunciones

Para la valoración de la empresa se ha empleado el método de descuento de flujos de fondos libres. Este método parte del EBIT (BAIT) y le resta los impuestos (calculados sobre la cifra de EBIT), llegando entonces al NOPAT. A este valor se le suma la amortización (ya que es un gasto que no supone salida de dinero) y se le suman o restan las inversiones o desinversiones en activos fijos (CAPEX) y Necesidades Operativas de Fondos (NOF), obteniendo los flujos de fondos libres. Por último, se suma el valor residual, que es el valor que se estima de la empresa a perpetuidad. El valor residual se calcula mediante la fórmula, siendo g la tasa de crecimiento a futuro y WACC la tasa de descuento:

$$\text{Valor Residual} = \text{último flujo de caja} \times \frac{(1 + g)}{(WACC - g)}$$

Por último, los flujos de fondos totales se descuentan a la tasa de descuento calculada previamente (WACC), y se obtiene el Valor Actual Neto de la compañía.

| |
|-----------------------|
| FFL operativos |
| EBIT |
| -t*(EBIT) |
| NOPAT |
| + Amortización |
| +/- Capex |
| +/- NOF |
| FFL |
| Valor residual |
| FFL Total |

Tabla 12. Estructura de los Flujos de Fondos Libres Operativos

Para ello se ha partido de unas asunciones que se desglosan a continuación para luego entender los datos del flujo de fondos.

El EBIT que se ha empleado surge de la estimación de la cuenta de Pérdidas y Ganancias. Para esta proyección a futuro se ha tomado el último dato conocido de las ventas y se ha aplicado una tasa de crecimiento anual del 12,34%, que es un promedio del crecimiento de las ventas de los últimos años. Para las demás partidas de gastos y de otros ingresos se han aplicado los porcentajes verticales (los pesos relativos de cada partida respecto a las ventas del último año conocido). Para ser más conservador se ha supuesto que el crecimiento de las ventas no supone mayor eficiencia en reducción de costes, por lo que la estructura se mantiene constante.

| PROFITS & LOSSES | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Ventas | 368.792.508,16 | 414.285.846,32 | 465.391.130,96 | 522.800.638,02 | 587.292.040,88 | 659.738.944,83 | 741.122.720,94 |
| Coste de la mercancía | -107.463.424,76 | -120.719.848,94 | -135.611.553,06 | -152.340.261,22 | -171.132.581,74 | -192.243.076,77 | -215.957.710,63 |
| Margen bruto | 261.329.083,40 | 293.565.997,38 | 329.779.577,91 | 370.460.376,80 | 416.159.459,14 | 467.495.868,06 | 525.165.010,31 |
| Gastos de explotación | -159.526.531,46 | -179.205.332,63 | -201.311.662,39 | -226.144.974,70 | -254.041.663,43 | -285.379.619,18 | -320.583.348,20 |
| Otras pérd. y gan. netas | 2.078.720,97 | 2.221.997,34 | 2.375.149,07 | 2.538.856,82 | 2.713.848,18 | 2.900.900,85 | 3.100.846,18 |
| EBITDA | 103.881.272,91 | 116.582.662,09 | 130.843.064,59 | 146.854.258,92 | 164.831.643,88 | 185.017.149,73 | 207.682.508,29 |
| Amortizaciones | -33.505.253,79 | -37.638.379,62 | -42.281.357,70 | -47.497.082,16 | -53.356.205,57 | -59.938.096,07 | -67.331.912,41 |
| EBIT | 70.376.019,12 | 78.944.282,47 | 88.561.706,89 | 99.357.176,77 | 111.475.438,31 | 125.079.053,66 | 140.350.595,88 |
| Resultado financiero | -2.961.707,37 | -3.327.056,32 | -3.737.473,82 | -4.198.519,41 | -4.716.438,46 | -5.298.246,72 | -5.951.825,43 |
| Resultado antes de impuestos | 67.414.311,74 | 75.617.226,15 | 84.824.233,07 | 95.158.657,35 | 106.758.999,85 | 119.780.806,94 | 134.398.770,46 |
| Impuestos sobre beneficios | -19.813.416,52 | -22.224.295,68 | -24.930.282,86 | -27.967.623,86 | -31.377.024,79 | -35.204.201,56 | -39.500.497,00 |
| Net Earnings | 47.600.895,23 | 53.392.930,46 | 59.893.950,21 | 67.191.033,50 | 75.381.975,06 | 84.576.605,38 | 94.898.273,46 |

Tabla 13. Cuenta de pérdidas y ganancias estimadas. Datos: elaboración propia

La tasa impositiva (t) que se aplicará al EBIT será 25%, es decir, la tasa impositiva real para las empresas. No se ha tomado la tasa impositiva media de los años anteriores dado que lo que se van a realizar son proyecciones, y no es seguro que vaya a mantener a futuro.

Para las estimaciones en activos fijos (CAPEX) se ha analizado la tendencia de los últimos años. Sin embargo, dado la variabilidad de las tasas de crecimiento de unos años a otros, se ha decidido estimar una tasa de crecimiento constante para las proyecciones. No se han considerado valores extremos, con lo que finalmente se ha tomado una tasa del 15% de crecimiento de CAPEX. Si se observan las estimaciones de inversiones en CAPEX a esa tasa de crecimiento, los datos cuadran con los anuncios que realiza la empresa. Para los próximos tres años Hijos de Rivera ha anunciado la ampliación de su fábrica (para aumentar la capacidad productiva a 400 millones), lo cual supone una inversión de 150 millones de euros. A mayores, esta ampliación de la planta productiva supone también una fuerte inversión en mercado, es decir, invertir en locales, cerveza de bodega, con el fin de aumentar su presencia dado que tendrán capacidad para cubrirla. Por último, añadir que en las notas de prensa describen cómo la empresa también va a apostar por el crecimiento inorgánico, adquiriendo o participando en otras empresas; un ejemplo de ello es la adquisición de una participación del 20% en la empresa Irlandesa O'haras (2017).

Por último, para las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), primero se han calculado las NOF de años anteriores, para luego saber cuánto suponen estas necesidades respecto a las ventas. Las necesidades de fondos se han calculado como existencias más clientes menos proveedores, tomando la caja como no operativa.

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| NOF | 4.663.140,06 | 8.816.101,52 | 12.066.255,74 | 10.408.365,17 | 8.853.853,04 | 9.159.151,33 |
| Existencias | 8.908.385,50 | 9.843.168,16 | 10.413.808,21 | 11.176.881,42 | 13.240.769,30 | 13.866.638,41 |
| Clientes | 23.387.826,59 | 23.963.994,50 | 26.722.625,48 | 28.380.294,39 | 36.193.197,09 | 43.741.520,78 |
| Proveedores | 27.633.072,03 | 24.991.061,14 | 25.070.177,95 | 29.148.810,64 | 40.580.113,35 | 48.449.007,86 |

Tabla 14. Necesidades Operativas de Fondos pasadas. Datos: cuentas anuales Hijos de Rivera

En base a los datos anteriores, las NOF respecto a las ventas de 2015 suponen un 2,79%, por lo que se aplicará este porcentaje respecto a los volúmenes de ventas estimados anteriormente para proyectar las NOF futuras.

| | |
|--------------------------|--------------|
| NOF/Ventas (2015) | 2,79% |
|--------------------------|--------------|

| | 2016e | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NOF | 10.289.001,75 | 11.558.227,73 | 12.984.022,32 | 14.585.699,43 | 16.384.955,50 | 18.406.163,37 | 20.676.702,48 |

Tabla 15. Necesidades Operativas de Fondos estimadas. Datos: elaboración propia

Descuento de flujos de fondos libres operativos

Los flujos de fondos libres operativos han sido calculados en base a las asunciones anteriores.

La tasa de descuento aplicada es el WACC (previamente calculado), la tasa impositiva es el impuesto de sociedades real actual, y la tasa de crecimiento a perpetuidad se ha estimado en un 1,5%, relativamente moderada, dado que, pese al fuerte crecimiento que está teniendo la empresa y a las buenas perspectivas macroeconómicas que se esperan para España, es un sector estable, no demasiado cíclico y con un crecimiento entre el 1% y el 2% anual.

| | |
|------------------------|-------|
| Tasa impositiva | 25% |
| Crecimiento (g) | 1,50% |
| WACC | 5,25% |

| FFL operativos | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| EBIT | 78.944.282,47 | 88.561.706,89 | 99.357.176,77 | 111.475.438,31 | 125.079.053,66 | 140.350.595,88 |
| -t*(EBIT) | -19.736.070,62 | -22.140.426,72 | -24.839.294,19 | -27.868.859,58 | -31.269.763,41 | -35.087.648,97 |
| NOPAT | 59.208.211,85 | 66.421.280,17 | 74.517.882,57 | 83.606.578,73 | 93.809.290,24 | 105.262.946,91 |
| + Amortización | 37.638.379,62 | 42.281.357,70 | 47.497.082,16 | 53.356.205,57 | 59.938.096,07 | 67.331.912,41 |
| +/- Capex | -53.819.524,16 | -61.892.452,79 | -71.176.320,71 | -81.852.768,81 | -94.130.684,14 | -108.250.286,76 |
| +/- NOF | -1.269.225,99 | -1.425.794,59 | -1.601.677,11 | -1.799.256,06 | -2.021.207,87 | -2.270.539,11 |
| FFL | 41.757.841,32 | 45.384.390,49 | 49.236.966,92 | 53.310.759,43 | 57.595.494,30 | 62.074.033,45 |
| Valor residual | | | | | | 1.679.101.734,26 |
| FFL Total | 41.757.841,32 | 45.384.390,49 | 49.236.966,92 | 53.310.759,43 | 57.595.494,30 | 1.741.175.767,71 |
| DFFL | 39.674.036,93 | 40.967.853,93 | 42.227.595,47 | 43.439.846,66 | 44.589.261,32 | 1.280.715.706,88 |

Tabla 16. Proyecciones de flujos de fondos libres operativos. Datos: elaboración propia

La suma de los flujos de fondos libres operativos descontados es el Valor Neto Actual, al cual se le restará la deuda y sumará la caja (ya que ha sido considerada como no operativa), y el resultado será el valor de la empresa.

| | |
|--------------|-------------------------|
| VAN | 1.491.614.301,19 |
| Deuda | 40.898.325,66 |
| Caja | 5.273.420,49 |
| Valor | 1.455.989.396,02 |

El valor total de la compañía según el método de flujos de fondos libres operativos es aproximadamente 1.455 millones de euros. En base a este resultado obtenido, se analizó la ratio EV/EBITDA (fruto de dividir el valor total de la compañía que se ha obtenido entre el EBITDA de 2017). La ratio tiene un valor de 12,49, y significa que la compañía vale 12,49 veces el valor de su EBITDA.

| | |
|------------------|--------------|
| EV/EBITDA | 12,49 |
|------------------|--------------|

Dado que el sector cervecero es un sector maduro, de bajo crecimiento, cabría esperar una ratio EV/EBITDA entre 10 y 12 veces. Dado que la ratio calculada se ajusta bastante, se puede concluir que las proyecciones no son, al menos, disparatadas.

Descuento de flujos de fondos libres para el accionista

Para una segunda comprobación también se ha procedido a calcular los flujos de fondos libres para el accionista. En este caso, la estructura a seguir para las proyecciones es la siguiente:

| |
|-----------------------|
| FFL accionista |
| EBIT |
| -gastos fin |
| Bº Bruto |
| -t |
| Bº Neto |
| + Amortización |
| +/- Capex |
| +/- NOF |
| - Devolución deuda |
| ECF |
| Valor Residual |
| FFL Total |

Tabla 17. Estructura de los Flujos de Fondos Libres para el Accionista

La estructura es similar a la del descuento de fondos libres operativos, pero en este caso se partirá del Beneficio Neto, se sumará amortización y sumará o restará inversiones o desinversiones en CAPEX y NOF. Además, se tendrá en cuenta la devolución de la deuda, restando la misma debido a que es una salida de caja.

La amortización, el CAPEX y las NOF tendrán el mismo importe que en el descuento de fondos operativos; sin embargo, la tasa de descuento que se aplicará para calcular el Valor Neto

Actual será únicamente el coste de capital (Ke), sin tener en cuenta el coste de la deuda (Kd) ya que ya se están teniendo en cuenta al incluir el resultado financiero y la devolución de la deuda.

Los flujos de fondo libres para el accionista estimados son los siguientes:

| FFL accionista | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| EBIT | 78.944.282,47 | 88.561.706,89 | 99.357.176,77 | 111.475.438,31 | 125.079.053,66 | 140.350.595,88 |
| -gts fin | -3.327.056,32 | -3.737.473,82 | -4.198.519,41 | -4.716.438,46 | -5.298.246,72 | -5.951.825,43 |
| Bº Bruto | 75.617.226,15 | 84.824.233,07 | 95.158.657,35 | 106.758.999,85 | 119.780.806,94 | 134.398.770,46 |
| -t | -18.904.306,54 | -21.206.058,27 | -23.789.664,34 | -26.689.749,96 | -29.945.201,73 | -33.599.692,61 |
| Bº Neto | 56.712.919,61 | 63.618.174,80 | 71.368.993,02 | 80.069.249,89 | 89.835.605,20 | 100.799.077,84 |
| + Amortización | 37.638.379,62 | 42.281.357,70 | 47.497.082,16 | 53.356.205,57 | 59.938.096,07 | 67.331.912,41 |
| +/- Capex | -53.819.524,16 | -61.892.452,79 | -71.176.320,71 | -81.852.768,81 | -94.130.684,14 | -108.250.286,76 |
| +/- NOF | -1.269.225,99 | -1.425.794,59 | -1.601.677,11 | -1.799.256,06 | -2.021.207,87 | -2.270.539,11 |
| - Devolución deuda | | -3.032.720,80 | -3.406.829,79 | -3.827.087,94 | -4.299.188,12 | -4.829.525,40 |
| ECF | 39.262.549,08 | 39.548.564,33 | 42.681.247,57 | 45.946.342,64 | 49.322.621,15 | 52.780.638,98 |
| Valor Residual | | | | | | 1.427.715.544,11 |
| FFL Total | 39.262.549,08 | 39.548.564,33 | 42.681.247,57 | 45.946.342,64 | 49.322.621,15 | 1.480.496.183,09 |
| DECF | 37.192.066,72 | 35.487.414,78 | 36.278.770,93 | 36.994.590,73 | 37.618.826,89 | 1.069.641.421,01 |

Tabla 18. Proyecciones de flujos de fondos libres para el accionista. Datos: elaboración propia

La suma de los flujos de fondos libres para el accionista descontados es el Valor Neto Actual, al cual se le sumará la caja (ya que ha sido considerada como no operativa), y el resultado será el valor de la empresa.

| | |
|--------------|-------------------------|
| VAN | 1.253.213.091,08 |
| Caja | 5.273.420,49 |
| Valor | 1.258.486.511,57 |

El valor total de la compañía según el método de descuento de flujos de fondos libres para el accionista es de aproximadamente 1.258 millones de euros. Si se analiza de nuevo la ratio EV/EBITDA se observa que el valor (10,79) está también en el rango esperado.

| | |
|------------------|--------------|
| EV/EBITDA | 10,79 |
|------------------|--------------|

Valor final

Para estimar el valor final de la compañía se ha realizado una media ponderada de las dos valoraciones: el descuento de flujos de fondos libres operativos y el descuento de flujo de fondos libres para el accionista. Se le otorgará un mayor peso al flujo de fondos operativo, ya que el nivel de endeudamiento de la empresa es muy bajo y, por tanto, no debería tener mucho impacto en la valoración de la misma. Se ha descartado la utilización del valor contable, debido

a que es una valoración estática y que no tiene en cuenta los flujos futuros, y la valoración por múltiplos, dado que las empresas comparables tampoco cotizan en ningún mercado de valores.

| | Valor | Ponderación |
|------|------------------|--------------------|
| DFFL | 1.455.989.396,02 | 70% |
| DECF | 1.258.486.511,57 | 30% |

| | |
|--------------------|-------------------------|
| Valor final | 1.396.738.530,68 |
|--------------------|-------------------------|

Tabla 19. Valoración final de la compañía. Datos: Elaboración propia

El precio por acción se ha calculado dividiendo el valor final de la compañía entre el número de acciones (9.222).

| | |
|---|-------------------|
| Precio por acción FFLO | 157.882,17 |
| Precio por acción FFL para el accionista | 136.456,68 |

| | |
|--------------------------|-------------------------|
| Valor final | 1.396.738.530,68 |
| Nº acciones | 9.222,00 |
| Precio por acción | 151.457,23 |

El precio final por acción es de 151.457,23 euros por acción, y es tan elevado debido a que el capital de la empresa se divide en pocas acciones (con un alto valor nominal).

Análisis de sensibilidad

Para tener una idea de cómo variaría el precio estimado en función de un cambio en las variables tasa de descuento (WACC) y tasa de crecimiento (g), se ha realizado un análisis de sensibilidad en el que se tendrá un escenario normal, uno pesimista y otro optimista para cada una de las dos variables; el pesimista supondrá un aumento de la tasa de descuento de +0,5% y una disminución de la tasa de crecimiento de -0,5%, y el optimista una disminución de la tasa de descuento de -0,5% y un aumento de la tasa de crecimiento de +0,5%. Se crea, entonces, un análisis con nueve escenarios posibles.

| | | | | |
|---|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Análisis de sensibilidad | | Tasa de descuento | | |
| | | Δ +0,5% | WACC | Δ -0,5% |
| Precio real (sin cambio en acciones) | | | | |
| Tasa de crecimiento | Δ -0,5% | 121.782,27 | 135.935,12 | 153.869,46 |
| | g | 133.842,15 | 151.457,23 | 174.498,89 |
| | Δ +0,5% | 149.116,02 | 171.751,97 | 202.623,64 |

Tabla 20. Análisis de sensibilidad. Datos: elaboración propia

En base a este análisis podemos observar que, partiendo del escenario normal (central) tenemos un escenario extremo negativo, que supondría un precio de 121.782,27€, y un escenario extremo positivo de 202.623,64€. Entre esos dos valores oscilará, por tanto, el precio de la posible salida a bolsa.

Si observamos la memoria, Hijos de Rivera tiene un número de acciones considerablemente bajo (9.222), con un valor nominal de 300,51€. Esto hace que a la hora de estimar un precio por acción éste sea un dato elevado. Por ello, sería recomendable que la empresa realizase un Split para, por un lado, disminuir el valor nominal de las acciones y, por otro, tener un número de acciones mayor para poder estimar un precio por acción bajo de cara a la salida a bolsa para facilitar su difusión y cumplir los requisitos de grado de difusión (es decir, el porcentaje de capital que poseen los accionistas minoritarios). Por este motivo, se recomendaría cambiar la estructura a la siguiente:

| | Real | Propuesto |
|---------------|--------------|------------------|
| Nº acciones | 9.222,00 | 92.376.774,00 |
| Valor Nominal | 300,51 | 0,03 |
| Valor Equity | 2.771.303,22 | 2.771.303,22 |

Tabla 21. Propuesta de distribución de las acciones. Datos: Elaboración propia

De este modo el valor de los fondos propios seguiría siendo el mismo, mientras que el número de acciones que dividirán el valor de la compañía será mucho mayor.

Bajo esta propuesta, el precio por acción (tomando las nuevas acciones) sería de 15,12€:

| | |
|--------------------------|-------------------------|
| Valor final | 1.396.738.530,68 |
| Nº acciones | 92.376.774,00 |
| Precio por acción | 15,12 |

| | | | | |
|---------------------------------|----------------|-------------------|--------------|----------------|
| Análisis de sensibilidad | | Tasa de descuento | | |
| | | Δ +0,5% | WACC | Δ -0,5% |
| Precio total | | | | |
| Tasa de crecimiento | Δ -0,5% | 12,16 | 13,57 | 15,36 |
| | g | 13,36 | 15,12 | 17,42 |
| | Δ +0,5% | 14,89 | 17,15 | 20,23 |

Tabla 22. Análisis de sensibilidad con nuevas acciones. Datos: elaboración propia

En este caso, el intervalo de precios resultante del análisis de sensibilidad está entre 12,16€ en el escenario extremo negativo, y 20,23€ en el escenario extremo positivo.

Salida a bolsa

Preámbulo

Según el informe “Caminando juntos a los mercados de capitales” elaborado por PwC, la salida a bolsa puede suponer un potenciador de una empresa si se realiza en el ciclo de vida adecuado.

Este informe también indica los aspectos más relevantes para saber si es conveniente o no para una empresa salir a cotizar:

| 1. Lo evidente | |
|------------------------------------|---|
| Posiciones dominantes de mercado | • Posición de liderazgo nacional y cierto posicionamiento en el extranjero |
| Crecimiento significativo | • Crecimiento en ventas. Oportunidades de crecimiento vía adquisiciones |
| Capacidad de generar rentabilidad | • Ventas poco afectadas por crisis general • Márgenes muy significativos |
| Recurrencia en originación de caja | • La generación de caja regular permite financiación a largo plazo • Clave: balance sólido, uso eficiente del capital y endeudamiento controlado |
| Gestores expertos | • Sólida y reconocida capacidad gestora • Es clave presentar el <i>track record</i> y formación del equipo gestor |
| Accionariado sólido | • Mayoría del capital pertenece al accionista principal |
| Transparencia financiera | • Estados financieros públicos y de cuidada preparación |
| 2. Lo menos evidente pero crucial | |
| RSC | • ¿Publicación Memoria de Responsabilidad Social Corporativa? |
| Buen Gobierno | • Evaluación de la responsabilidad de los órganos de Gobierno (incluyendo consejo) |
| Tratamiento de Intangibles | • La inversión en I+D+i es uno de sus ejes de crecimiento |

Tabla 23. Aspectos relevantes al salir a cotizar. Datos: PwC

Atendiendo a estas, podemos afirmar que Hijos de Rivera tienen un crecimiento significativo, como se observa en la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias, así como oportunidades de adquirir derechos de distribución de marcas internacionales (lo cual realiza todos los años). Además, tiene una alta capacidad de generar rentabilidad, ya que observamos que sus ventas han sido afectadas poco por la crisis, es más, han más que duplicado sus ventas durante la crisis.

En cuanto a la recurrencia en el origen de caja, Hijos de Rivera generan caja de forma creciente y regular y, lo que es más importante, tienen un balance sólido debido a que su estructura de capital registra muy bajos niveles de endeudamiento.

Hijos de Rivera le da bastante importancia a la Responsabilidad Social Corporativa, tanto de cara a la empresa y sus grupos de interés como al medio ambiente. Desde hace años sigue los y está reconocida con estándares como las ISO (9001, 14001).

Las inversiones en Investigación, Desarrollo e innovación también son bastante relevantes, ya que continuamente están lanzando nuevos formatos tales como envases, tapones, envoltorios o incluso productos.

La transparencia financiera es clara, dado que es una sociedad anónima y éstas depositan sus cuentas en el registro mercantil. La empresa cuenta con una parte de auditoría interna, y además las cuentas están auditadas por Price Waterhouse Cooper (PwC), lo que les dota de total fiabilidad.

Sin embargo, hay un aspecto bastante importante que no cumple, y es que la empresa no tiene una posición de liderazgo nacional y posicionamiento en el extranjero. A pesar de ello, la empresa es líder absoluto en su mercado principal, y está invirtiendo en crecimiento nacional e internacional (sobre todo nacional). La empresa y su marca principal es reconocida y bien valorada ya en todo el territorio, por lo que podría conseguir una posición más fuerte en los próximos años.

Siguiendo el esquema de PwC, las tres fases que se deben seguir para salir a bolsa son: preparación, acceso y permanencia.

Preparación

Es una fase de suma importancia, dado que previene problemas en la organización o problemas operativos. Los eventos a cubrir en la preparación son los siguientes

Equity Story. Supone preparar cómo preparar la compañía a los posibles inversores, y mostrar aspectos que diferencian a la compañía de otras.

Estructura del grupo. Implica escoger qué compañía será la que saldrá a cotizar y cómo será la estructura final del grupo.

Información financiera. Es necesario organizar la información, así como presentar información histórica tanto para el folleto de salida a bolsa como para la documentación a presentar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Sistemas de comunicación y reporting. Trata de evaluar si los sistemas de información contable son los adecuados e identificar, por tanto, posibles problemas.

Gobierno corporativo. Es preciso evaluar la estructura del gobierno corporativo, y tener separadas funciones como gestión de riesgos, cumplimiento y auditoría interna.

Recursos humanos. En este apartado se evalúa al equipo directivo, ya que el apoyo de éste será vital para la solidez futura de la empresa.

RSC. La Responsabilidad Social Corporativa tiene bastante importancia por dos motivos, para fortalecer la reputación de la empresa y sus valores y para una buena gestión del riesgo empresarial.

Intangibles. Como se mencionó en el preámbulo, la Inversión, Desarrollo e innovación es muy importante para una empresa que va a salir a bolsa (y para cualquier empresa), por lo que la empresa debe tener clara una estrategia en relación a los activos intangibles.

Vendor Due Dilligence. También puede ser bueno un análisis de profesionales externos e independientes, de tal forma que se ofrezca a los inversores potenciales otra opinión que no sea únicamente la de la empresa.

Acceso

Este es el proceso práctico de salida a bolsa. Se compone de seis pasos a seguir, mediante los cuales se recopila la información necesaria, se habla con los bancos de inversión y se presenta la oferta a los posibles inversores. Estos pasos son los siguientes:

- Elección de los bancos de inversión y otros asesores
- Auditoría de la información financiera
- Due Diligence legal y financiera
- Valoración de la compañía
- Preparación y revisión del folleto
- Comunicación

Permanencia

Una vez que la empresa comience a cotizar en la bolsa, hay una serie de aspectos que debe cumplir:

- Información financiera periódica
- Informe Anual de Gobierno Corporativo
- Comunicación de hechos relevantes
- Otras comunicaciones
- Reporte integrado

CONCLUSIONES

La empresa Hijos de Rivera es una empresa cuya actividad principal se basa en la producción y distribución de cerveza. La evolución de la cuenta de resultados muestra unos beneficios pasados fuertes que han ido incrementando constantemente incluso en épocas de crisis, por lo que es un crecimiento fuerte y sostenido. Además, este crecimiento es orgánico, ya que la mayor parte de la financiación proviene de los fondos propios: en el reparto de beneficios destinan la mitad del mismo a reservas. Por ello, dado que la situación macroeconómica está mejorando, se espera un crecimiento, como mínimo, similar al que ha tenido los años anteriores.

Las grandes empresas cerveceras no cotizan en bolsa, sin embargo, esto podría ofrecerles una posibilidad de financiación grande que, en caso de Hijos de Rivera, puede servirles para realizar una aún mayor inversión para expandirse no solo a nivel nacional con mayor fuerza, sino también a nivel internacional.

Dado que esta es una empresa (y, en general, las demás del sector también) que genera fondos suficientes para mantener un crecimiento elevado sin necesidad de emitir deuda ni atraer inversores en capital, no hay, quizás, suficientes motivos como para salir a cotizar. Por otro lado, una salida a bolsa podría darles un potencial de inversión grande con el que cubrir todas las inversiones en CAPEX que tienen previstas y aumentar el número de mercados que abarcan y, sobre todo, tener una mayor presencia en el mercado nacional al convertirse en una empresa cotizada. Por tanto, en caso de salida a bolsa el porcentaje recomendado que se podría liberar para que cotice sería en torno a 10-25%, dado que una mayor cantidad supondría para la empresa disponer de tesorería ociosa. Sería necesario estructurar la estructura de las acciones, dado que a día de hoy tienen muy pocas y con un valor nominal muy elevado.

El precio estimado según las proyecciones realizadas es de 15,50€ por acción. Sin embargo, en el supuesto caso de que se llevase a cabo, podría ser recomendable un precio entre 10 y 14€ para ser un poco más conservadores y atraer a un mayor número de inversores.

ÁREAS DE FUTURA INVESTIGACIÓN

De cara a futuras investigaciones al respecto, podría ser buena idea recadar más datos acerca del sector, dado que ninguna de las empresas que compiten en él no cotizan y es complejo encontrar información. En base a ello, un análisis de las grandes empresas del sector, de cara a comparar los resultados obtenidos con los de las demás empresas.

REFERENCIAS

Bibliografía

Corporación Hijos de Rivera, S. (s.f.). *Web de la corporación Hijos de Rivera*. Obtenido de <http://www.corporacionhijosderivera.com/index.php>

España, C. d. (2015). *Informe Socioeconómico del sector de la cerveza en España*.

Fernández, P. (2013). La prima de riesgo del mercado (risk premium): histórica, esperada, exigida e implícita. *IESE Business School*.

Hijos de Rivera S.A., Sociedad Unipersonal. (2007-2015). *Cuentas Anuales e Informe de Gestión*.

Hijos de Rivera S.L. (2017). *Estrella Galicia*. Obtenido de <https://estrellagalicia.es/actualidad/>

Hijos de Rivera, S.L. (2016). Cumplimos 110 años. *Notas de prensa de Hijos de Rivera S.L.*

Hijos de Rivera, S.L. (2016). Lanzamiento de la primera campaña nacional. *MundoHR*.

Hijos de Rivera, S.L. (2017). Hijos de Rivera alcanza una facturación de 408 millones de euros en 2016, un 12,75% más que en el ejercicio anterior. *Notas de prensa de Hijos de Rivera, S.L.*

Hijos de Rivera, S.L. (2017). Hijos de Rivera participa en la artesana irlandesa O'Hara's. *Notas de prensa de Hijos de Rivera, S.L.*

PwC. (2011). *Caminando juntos a los mercados de capitales*.