



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

VALORACIÓN DE HIJOS DE RIVERA

Autor: Eliseo Sambad Barrientos

Directora: María Luisa Garayalde Niño

Madrid

Junio 2018

Eliseo
Sambad
Barrientos

VALORACIÓN DE HIJOS DE RIVERA



Resumen

La empresa Hijos de Rivera, con la marca de cerveza Estrella Galicia como su producto más conocido, se constituye como una de las compañías más influyentes en el mercado; siendo de suma importancia en el sector.

El presente trabajo tiene por objeto realizar la valoración de la empresa. Se ha analizado el sector cervecero español, la empresa y los productos que comercializa; contemplando las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que ésta presenta.

Para realizar la valoración de la empresa se han empleado distintos métodos: Descuento de Flujos de Fondos, y múltiplos de PER y de EV/EBITDA.

Se ha calculado un precio final de la empresa para cada uno de los métodos de valoración empleados. En el caso de los flujos de fondo y de múltiplos de EV/EBITDA está próximo a los mil millones de euros; mientras que el precio estimado utilizando el método de valoración por múltiplo de PER es muy inferior.

Palabras Clave: Valoración, Hijos de Rivera, Estrella Galicia, Flujos de fondo, PER, EV/Ebitda.

Abstract

Hijos de Rivera is a company, that his major product is Estrella Galicia. It is an important company in the Spanish beer sector.

The objective of this work is to make a company valuation. For this will be analyze Spanish beer sector, the company and the products that it sells; looking strengths, weaknesses, opportunities and threats that the company had.

In the other hand, to make the valuation of the company, we used some different valuation methods: Discount of cash flows, and multiples of PER and EV/EBITDA.

After that it get a final price of the company using that methods. With discount of cash flows and multiples by EV/EBITDA, the final price is around a thousand millions of euros; but with multiples by PER is smaller.

Key Words: Valuation, Hijos de Rivera, Estrella Galicia, Discount cash flows, PER, EV/EBITDA

Índice

Resumen.....	3
Abstract	3
1. Introducción	6
2. Objetivos metodológica y estructura.....	6
2.1. Metodología	6
2.2. Objetivos	7
2.3. Estructura	7
3. Análisis del Sector	7
3.1. Sector cervecero.....	7
3.1.1. Introducción histórica al sector cervecero español	7
3.1.2. Situación actual del sector en España	9
4. La empresa	12
4.1. Breve historia de la empresa.....	12
4.2. Productos	13
4.3. Filosofía y valores de la empresa	14
4.4. Análisis DAFO de la empresa.....	15
5. Valoración	18
5.1. Que es una valoración de una empresa.....	18
5.2. ¿Por qué y con qué fin se realiza una valoración?	19
5.3. Tipos de valoración de empresa	21
5.3.1. Patrimoniales.....	21
5.3.1.1. Valor contable	21
5.3.1.2. Valor sustancial	22
5.3.1.3. Valor de liquidación.....	22
5.3.2. Método basado en la rentabilidad	22
5.3.2.1. Descuento de Flujos de Fondo operativos	23
5.3.2.2. Descuento de flujos de fondo de los accionistas	24
5.3.2.3. Múltiplos	25
5.4. Resultados y procesos para la valoración de Hijos de Rivera	28
5.4.1. Estados financieros.....	28
5.4.1.1. Proyección balance y proceso de realización.....	28
5.4.1.2. Proyección cuenta de Pérdidas y ganancias y proceso de realización.....	30
5.4.2. Cálculo de los estados de Flujos de Fondo Operativos	32
5.4.3. Valoración por múltiplos.....	35

Conclusiones	37
Webgrafía	38
Bibliografía	39

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Evolución de la producción de cerveza en España	9
Gráfico 2. Distribución de las ventas por zonas geográficas.....	10
Gráfico 3. Evolución de las exportaciones de cerveza en España 2006-2016.....	11
Gráfico 4. Producción de Cerveza en España en 2016 (hl).....	16

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Análisis DAFO.....	15
Tabla 2. Esquema para el cálculo de los Flujos de Fondo Operativos.....	23
Tabla 3. Esquema para el cálculo de los Flujos de Fondo de los Accionistas.....	24
Tabla 4. Proyección del Balance de Hijos de Rivera	29
Tabla 5. Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Hijos de Rivera	31
Tabla 6. Cálculo de CAPEX y NOF	32
Tabla 7. Otros datos y cálculos.....	33
Tabla 8. Flujos de fondo operativos	34
Tabla 9. PER y EV/EBITDA de las competidoras. LTM y NTM	35

1. Introducción

En el presente trabajo se realizará una valoración de la empresa Hijos de Rivera S.A.U. Dicha empresa es conocida por su marca de cerveza Estrella Galicia, que es su principal producto.

En este caso se escoge la empresa matriz ya que se trata de una empresa que, además de bebidas como las cervezas, realiza otro tipo de bebidas o de actividades, tal y como puede ser la elaboración de sidra, servicios hosteleros y demás.

La elección de la empresa ha sido porque, al ser una empresa que no cotiza, sería más interesante para poder ser valorada debido a que hay datos que no están previamente calculados, tanto en bases de datos como en programas que contengan ese tipo de datos de las distintas empresas cotizadas. Por otro lado, debido a que es una compañía que está creciendo, desde hace unos años, y cada vez está abarcando mayor mercado y expandiéndose a nuevos países y mercados.

Es por ello, que puede resultar interesante analizar y valorar una empresa de este tipo. De esta manera se podrá observar el estado del sector cervecero en España a día de hoy, además de cuál ha sido la evolución del mismo a lo largo de la historia. Por otro lado, se observará cual es el estado de Hijos de Rivera en el sector, además de su historia, cuales son los valores que le han llevado a crecer desde su constitución, también se observarán los productos que tiene. En definitiva, se realizará un análisis de la totalidad de la empresa.

Por último, y una vez se haya analizado lo explicado anteriormente, se mostrará la valoración de la empresa. Se realiza por métodos distintos, y se explicará cual ha sido el proceso de la valoración paso a paso, para observar de una manera clara como se ha llegado al resultado final.

2. Objetivos metodología y estructura

2.1. Metodología

Para la realización del estudio se procedió a la extracción de las cuentas. Los estados financieros han sido obtenidos de Thomson Eikon Reuters, ya que es una herramienta que nos proporciona el Máster y los datos que podemos obtener de este programa son fiables. Para poder seguir con el estudio se va a utilizar el material que ha sido proporcionado en las asignaturas de Finanzas Corporativas y Análisis Financiero, entre otras, y también con la bibliografía utilizada que se especifica al final del estudio.

Una vez obtenidos los datos, se ha procedido a su elaboración y análisis. Por lo que se ha extraído todo a un fichero de Excel y posteriormente se han ordenado, de la manera que se creía más adecuada, para poder trabajar sobre ello. Posteriormente se ha realizado la valoración de la compañía.

Por último, se ha decidido realizar el trabajo con las cuentas consolidadas del grupo, ya que nos dará una mayor visión de la empresa en general y así no centrarnos solo en una marca de la misma.

2.2. Objetivos

El principal objetivo que sigue este estudio, al realizar la valoración de una empresa como Hijos de Rivera SAU, es analizarla y así poder observar cuál sería su precio a la hora de una hipotética venta. Además de ello, se comparará, esta empresa, con el resto de su sector.

2.3. Estructura

Relativo a la estructura, en el presente estudio, se realizará un análisis del sector, tanto en momentos pasados como un repaso actual. Por otro lado, se analizará la empresa, haciendo especial mención a la historia, productos, valores y filosofía que sigue y un análisis DAFO. De esta manera, se ubicará a la empresa y, también se podrá, conocer su trayectoria, como ha crecido y la importancia que tiene en el sector.

Por otro lado, se analizarán sus cuentas y se procederá a su valoración, por distintos métodos. Dichos métodos serán el de descuentos de flujos de caja y valoración por múltiplos. Los múltiplos utilizados serán el PER y el EV/EBITDA.

3. Análisis del Sector

3.1. Sector cervecero

3.1.1. Introducción histórica al sector cervecero español

España, a día de hoy es un importante país en el sector cervecero, ya que está entre los cinco primeros puestos de los países europeos productores o consumidores de esta bebida, tal y como indica en el “Informe Socioeconómico del sector de la cerveza en España”. Bien es cierto que no es un país con tanta tradición, en lo que a producción y consumo de cerveza se refiere, en el sector si lo comparamos con algún país como Alemania o el Reino Unido. Los índices de producción son para Alemania; 95 millones de hectolitros. Para Reino Unido; 44 millones de hectolitros. Y para España; 36 millones de hectolitros. Estos datos han sido extraídos del “Informe Socioeconómico del sector de la cerveza en España”. Ambos países han tenido una mayor tradición cervecera que España, ya que desde hace muchos años se lleva produciendo esta bebida. Sobre el siglo V después de Cristo, con las invasiones bárbaras que, principalmente, se situaban en la zona en la que

hoy en día se encuentra Alemania, hizo que la cerveza tuviera mucha importancia, ya que anteriormente se consumía más vino, debido a la extensión de las viñas. La mayor parte de esta información es obtenida del autor Xavier García Barber, 2013.

Debido a que el mayor aumento de consumo de cerveza no lo hubo en España hasta finales del siglo XIX, y que la empresa objeto de análisis no se fundó hasta 1906, nos remontaremos hasta dicha época para encontrar la evolución del sector. Con el aumento del consumo de este bien, se incrementaron las inversiones en España y esto produjo el crecimiento del número de establecimientos hosteleros, se empezó a vender este producto en bares, cafeterías, restaurantes y comenzaron a surgir las primeras cervecerías. Con ello también hubo un aumento de la demanda y se tuvo que realizar un cambio en el momento en el que esto ocurre, por lo tanto, se empezaron a mecanizar los procesos de producción.

Entre los años 1886 y 1903, se produjo un gran aumento de marcas y nombres comerciales en el sector; habiendo un total de 255 peticiones. Ese hecho, añadido al aumento de la industrialización en el proceso de producción, repercute en el sector de manera que lo convierte más competitivo y con una calidad superior a la anterior. Durante esa época se añadieron un total de 255 marcas y nombres comerciales, las cuales más de tres cuartos de las mismas eran solicitadas por compañías españolas. Algunas de estas marcas, establecidas en el periodo comentado, siguen funcionando a día de hoy, tal y como es el caso de Estrella Galicia. En cuanto a la procedencia de la solicitud de las nuevas marcas, se registraban sobre todo en los lugares con mayores índices de población en España, como es el caso de Madrid, Barcelona o Andalucía. En los lugares con menos población en los que aparecían estas nuevas empresas, eran parte de una compañía que se dedicaban a otro tipo de productos del sector alimenticio y de las bebidas, de esta manera, aprovechaban las sinergias que podían obtener para fabricar y comercializar su propia marca de cerveza.

Pasando a otro punto importante, como podían ser las exportaciones que realizaba la industria cervecera española, los datos que se encuentran es, que eran escasas, sobre todo si lo comparamos con países en los que la cerveza era bebida nacional. Los datos reflejan que de España peninsular se transportaron desde 30.207 litros de cerveza, en 1907, a 78.769, en 1913. Aún que no eran demasiado cuantiosas los litros si lo era en porcentaje, ya que se aumentó la exportación en más de un 38% en tan solo seis años. A los lugares a los que más se vendía la cerveza era a Canarias, Marruecos, Ceuta y Melilla. Es decir, que la gran parte del consumo que se fabricaba en España era consumida por los ciudadanos del mismo país.

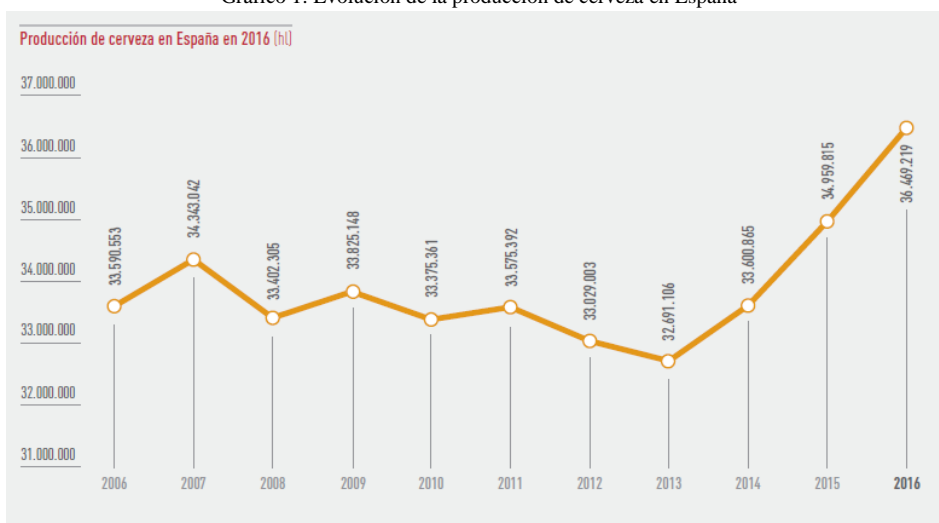
Para mostrar la diferencia que existía entre España y otros países con una mayor tradición cervecera, es interesante poder observar los datos de producción y consumo que había entre nuestro país y otros de Europa, sobre todo del centro y norte del continente. En cuanto a producción en España, en el año 1900 se elaboraron unos 600.000 hectolitros, mientras que en Alemania e Inglaterra se produjeron unos 70 y 60 millones de hectolitros respectivamente. Una diferencia muy grande, pero en España ya se estaba avanzando en el sector, ya que pasó de estar por debajo de los diez países con mayor producción y/o consumo, a encontrarse entre los 5 primeros, a día de hoy, como se podrá observar la situación actual del sector en España. La mayoría de los datos del apartado anterior han sido obtenidos de la tesis doctoral de Xavier Barber “*Los orígenes y la implantación de la industria cervecera en España, Siglo XVI – 1913*”

3.1.2. Situación actual del sector en España

Observando datos más actuales que se pueden obtener del “Informe Socioeconómico del sector de la cerveza en España”, el sector cervecero ha cambiado bastante desde principios del siglo XX hasta hoy en día. Primeramente, es interesante nombrar a las actuales compañías que están establecidas en España y dónde lo están. Dichas empresas son, normalmente regionales, aunque a día de hoy operan a lo largo del país. Estas empresas son *Mahou San Miguel*; empresa histórica del sector, originaria de Madrid. *Heineken España*; esta empresa ha nacido debido a la fusión entre otras dos localizadas en la zona sur de la península ibérica. Dicha fusión fue realizada en el año 2000 entre el grupo Cruzcampo y El Águila-Heineken, tras la fusión quedó como una única empresa. Otra de las compañías es *DAMM*; originaria de la parte Este de España, en concreto de Cataluña. *Compañía Cervecera de Canarias*; originaria de las Islas Canarias. *La Zaragozana*; Empresa con origen en Zaragoza. *Hijos de Rivera*; originaria de Galicia. Estos seis grupos son las compañías del sector más importantes, con mayor volumen de producción y ventas de España, además de estas están otras empresas pero que son pequeñas y menos conocidas.

Relativo a la producción actual en España, se elaboraron más de 36 millones de hectolitros, superando en un 4,3% al ejercicio previo. Hoy en día, España es el cuarto mayor productor de la Unión Europea, superada por Alemania, Reino Unido y Polonia, además es la undécima potencia productiva a nivel mundial. La producción ha crecido significativamente en los últimos años. La empresa con mayor volumen de elaboración es Mahou San Miguel con más de 12 millones de hectolitros, en cuanto a Hijos de Rivera, se sitúa en el cuarto puesto a nivel nacional con una producción de más de 2 millones de hectolitros. En el siguiente gráfico se podrá observar la evolución de la producción en España.

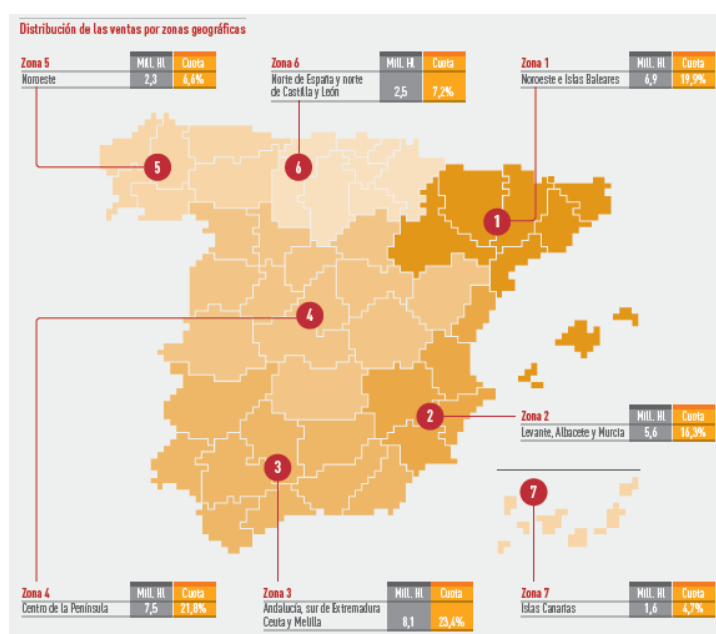
Gráfico 1. Evolución de la producción de cerveza en España



Fuente: informe socioeconómico del sector de la cerveza España 2016

Observando los datos de ventas de la industria, indican que las compañías comercializaron 34,4 millones de hectolitros, con un crecimiento de un 3,4% respecto al 2015, el último año con el cual es posible comparar datos. En cuanto a las ventas según el canal, el tipo que tiene un mayor impacto es la hostelería, alcanza más de 19 millones de hectolitros vendidos, la segunda con mayor presencia es la venta al hogar con más de 15 millones de hectolitros. Respecto al tipo de ventas según el envase, los dos de mayor presencia, y debido a que, al impacto en la hostelería, son las ventas de cerveza de barril y la de botellas retornables. En cuanto a la venta del producto según la zona geográfica de España, donde más se vende es en el sur, zonas de Andalucía, Extremadura y las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla. Esto es en gran parte debido a la buena climatología y a la afluencia de turismo que existe en el sur de España. En el siguiente gráfico se podrá observar de manera más detallada la distribución de las ventas según la localización geográfica.

Gráfico 2. Distribución de las ventas por zonas geográficas



Fuente: Informe socioeconómico del sector de la cerveza España 2016

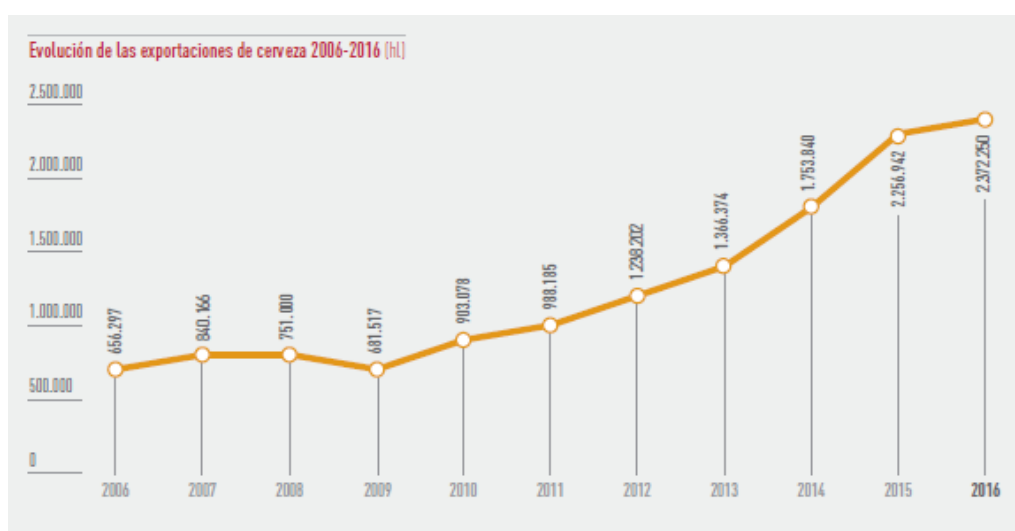
En relación a la creación de empleo, nos encontramos que en España crea más 344.000 puestos de trabajo, de los cuales el 90% se refieren a hostelería, según el informe en el cual muestra este tipo de datos. Esto hace que España sea el segundo país europeo, tras Alemania, en cuanto a creación de empleo por parte de este sector. Es necesario tener en cuenta que, la cifra de puestos que, se extraen del *informe socioeconómico del sector de la cerveza 2016*, indica que no son únicamente del sector cervecero, sino que son de hostelería y al estar ambos vinculados los incluye como propios. Esto es motivado porque la cerveza es un producto que genera importantes ingresos al sector hostelero. Por tanto, se podría decir, que esa cifra no es del todo exacta, sino que algunos de esos puestos de trabajo no son directos del sector cervecero, ya que son puestos que produce la hostelería. Además de esto, la cerveza es la bebida alcohólica que mayor importancia tiene, en cuanto

al sentido económico se refiere, ya que puede suponer un 25% o más, sobre la facturación, de los servicios hosteleros. En cuanto al valor monetario, la cerveza supera los 15.500 millones de euros y supone un 1,4% del PIB español.

El comercio exterior es una parte importante del sector, el aumento de las ventas fuera de las fronteras del país ha llevado al crecimiento del sector. En total, durante el año 2016, se han llevado hacia otros países un total de 2,4 millones de hectolitros de cerveza, una cantidad que habría que mejorar para poder aumentar la competitividad respecto a otros países. Además, las exportaciones han aumentado en hasta un 261% en los últimos diez años, los países a los cuales les es enviado dicho producto son China, Reino Unido, Portugal y Guinea Ecuatorial.

A continuación, se ofrece un gráfico en el que se muestra el aumento de las exportaciones a lo largo de los años.

Gráfico 3. Evolución de las exportaciones de cerveza en España 2006-2016



Fuente: Informe socioeconómico del sector de la cerveza España 2016

Por último, es necesario enfocarse en el consumo de la cerveza. Actualmente está en aumento, una de las razones es por el aumento del turismo y el crecimiento que está habiendo de las temperaturas medias, entre otros aspectos que afectan al sector. En cuanto a cifras, el consumo se ha elevado, concretamente, un 3% en el año 2016 y el consumo Per Cápita en el país es de 46,4 litros (Informe socioeconómico del sector de la cerveza España, 2016).

4. La empresa

4.1. Breve historia de la empresa

Nos encontramos ante una empresa con más de cien años. Es por ello que, tiene mucha historia a su alrededor, mucha importancia en la localización en la que se encuentra y también en el sector cervecero, al tratarse de una de las compañías con más influencia en el mercado a día de hoy.

Hijos de Rivera fue constituida en 1906. José María Rivera Corral, tras la vuelta de su periodo de emigración en América, fundó la compañía. El objeto social inicial sería la fabricación de cerveza y de hielo. Todo ello lo haría en una instalación, en el centro de la ciudad gallega de A Coruña. A lo largo de ese año también se fundó Cabreiroá, marca de agua embotellada que pertenece a Hijos de Rivera.

Tras esa primera etapa y un periodo convulso en el que se encontraba Europa, debido a las guerras que se producirían en el continente, a la empresa le sería complicado poder realizar su actividad, ya que era difícil el acceso a las materias primas. Para ello, empieza a cultivar sus propias materias primas, como es el caso del lúpulo, y de esta manera poder seguir produciendo.

Además de ello, entre 1920 y 1945, la empresa comienza una paulatina etapa de mecanización de los procesos productivos. La siguiente decisión sería incorporar una sala de cocimientos, tintas de fermentación y tanques metálicos para el almacenado de la cerveza. Todo ello sería un gran impulso para poder atender a las necesidades de los clientes. Pasada dicha etapa, la cerveza comienza a ser un producto de consumo habitual para la población española. Es por ello que la demanda crece y hace que la empresa tenga que empezar a automatizar todos los procesos de producción, desde la elaboración hasta su embotellamiento.

En los años 60, se llegó a un punto de producción de diez millones de litros. Llegar a esa cifra no era suficiente para poder satisfacer a la demanda, por lo que se tomó la decisión de construir una nueva fábrica en las afueras de la ciudad. Dicha fábrica fue inaugurada en 1972, a día de hoy siguen en las mismas instalaciones. La antigua instalación para la elaboración de la cerveza se decidió reaprovecharlo, en concreto crearon un establecimiento hostelero. Hoy en día, dicho establecimiento, sigue en funcionamiento.

Entre los años 80 y 90, debido a la exigencia del consumidor, la empresa decide apostar por el desarrollo y la inversión. De esa manera se consiguió aumentar la calidad del producto y también desarrollar nuevos productos, como por ejemplo la cerveza sin alcohol.

Con la entrada en el siglo XXI, la empresa adquiere pequeñas compañías, que pasan a ser parte del grupo, entre ellas se encuentran “Sidrería Gallega” o “Ponte da Boga”, esta última se trata de una bodega. Además de dichas adquisiciones, Hijos de Rivera empezó a realizar nuevas labores. Es por ello, que decide integrarse verticalmente hacia abajo, para ello creó otras entidades dentro del grupo que tuvieran como función realizar

servicios de distribución, desarrollo de inmuebles para la hostelería y gestión de establecimientos.

En el año 2006, se convierte en una empresa centenaria. A partir de ahí, se toman decisiones en relación a la expansión, y que ahora llegan a 30 países alrededor del mundo. Entre otros países, se establecen en Brasil, con mucha fuerza, en Filipinas, China, Japón y Estados Unidos.

La etapa final, hasta hoy en día, Hijos de Rivera se hace como una de las empresas del sector en España y es reconocida con varios premios en algunos de sus productos. También se empiezan a añadir nuevas marcas, tales como Agua de Cuevas y sidra Maleoc y, por parte de la elaboración de productos, La Tita Rivera un establecimiento hostelero situado en una céntrica calle de Madrid.

4.2. Productos

A medida que la empresa crecía, iba aumentando su negocio y diversificando sus productos. Es por ello que cuenta con una gama de distintos productos.

Su producto principal es la Cerveza. Estrella Galicia especial, es su cerveza estándar, la distribuyen embotellada, en lata o en barril. En cuanto a esta gama de cerveza, existen distintas variedades como puede ser la Cerveza de Bodega, para este tipo de producto es necesario la instalación de grandes barriles fijos, en el establecimiento hostelero, y a medida que se agotan se rellenan. También realizan cervezas de temporada, tal como puede ser la Estrella Galicia 110 aniversario, Estrella Galicia Artesana, Estrella Galicia Xacobeo, Estrella de Percebes da Costa da Morte u otras que se realizan para según que ocasiones, como puede ser la edición que sacaron para la Feria de abril de Sevilla, o para las fiestas del Pilar de Zaragoza. En cuanto a la variedad sin alcohol, producen su variedad Estrella Galicia 0,0. También existen otras variedades tales como, Shandy Estrella Galicia (Cerveza con limón), Estrella Galicia Pilsen, Estrella Galicia sin gluten y las distintas ediciones de Estrella Galicia edición de Navidad.

En cuanto a la marca 1906, engloba a tres cervezas distintas, estas son 1906 Reserva Especial, 1906 Red Vintage y 1906 black coupage. Esta última es la variedad de cerveza negra que elabora la compañía. En cuanto a las dos primeras, es necesario mencionar que han recibido premios a nivel mundial como, la medalla de oro en la competición cervecera *World Beer Challenge*.

Otras de las marcas del grupo son de agua mineral, en este caso a la compañía le pertenecen dos marcas distintas, Cabreiroá, la más conocida, y Agua de las Cuevas. Relativo a Cabreiroá, se encuentran dos tipos de productos distintos, su agua mineral y Magma de Cabreiroá. La primera, se trata de agua mineral natural y la segunda, es de una variedad de agua con gas de origen magmático. Por otro lado, poseen otra marca de agua, "Agua mineral natural de las Cuevas" y, en este caso, solo hay un único producto que es la elaboración y distribución en distintos tipos de botella. A día de hoy están creando una nueva marca de aguas, esta llama Fontarel. Por tanto, en las próximas fechas, contarán con tres marcas distintas de este bien.

Relativo a bebidas alcohólicas, nos encontramos que también tienen productos como la sidra, licores, vino y la marca Tita Rivera que contiene sus propios productos. Su marca de Sidra, se denomina Maeloc, y existen distintas variedades de sabores, la definen como una bebida natural. Poseen dos marcas de licores, Licores Hijos de Rivera y Quenza, elaboran distintos tipos como son licor café, crema de orujo, licor de hierbas y orujo. En cuanto a los vinos poseen una marca, llamada Ponte Boga, y elaboran productos con distintas uvas como son Godello, Mencía, Albariño y otros tipos de uva, llegando a tener una variedad de 10 tipos de vino distintos. La última marca de bebidas alcohólicas que posee es La Tita Rivera que, además de ser un local de hostelería, se trata de distintas latas que contienen derivados del vino, por ejemplo, Tinto de verano, sangría y rebujito, entre otras. Su último producto, es una bebida no alcohólica, se trata de mosto de uva, la marca se llama Zubit.

4.3. Filosofía y valores de la empresa

Nos encontramos ante una empresa de carácter familiar que ha ido evolucionando a lo largo de su trayectoria, han pasado momentos difíciles, como pudo ser en periodos de guerra, y han conseguido continuar con su actividad a pesar de todos los problemas que se hayan podido encontrar. A día de hoy tienen una filosofía bastante clara y arraigada a su historia y a su tierra. Es por ello que lo que procuran, de cara al futuro, es la prosperidad de la empresa y de los lugares en lo que están establecidos, por tanto, buscan la creación de valor y la riqueza, mediante una manera de realizar su negocio natural y no perjudicial.

Además, están en busca de una continua evolución, así podrán ofrecer el mejor producto y en las mejores condiciones a sus clientes. Con su apuesta por la inversión y el desarrollo, están en una búsqueda continua de nuevas marcas y nuevos productos para adaptarlas al cliente, pero siempre sin olvidarse de la tradición a la que tanto referencian sus productos.

Relativo a los valores de la empresa, los dividen en siete grupos distintos; Garantía, proximidad, vanguardia, generador de valor o riqueza, excelencia, integridad y desarrollo de las personas y los equipos.

Por parte de la garantía, que hace referencia al cuidado y a la identidad histórica de la empresa. Una buena gestión de ambos mejora la imagen de la empresa y, con ello, será más fácil poder fidelizar a los consumidores.

En cuanto a la proximidad, hacen referencia al entorno en el que están situados. Para ello, buscan la satisfacción de las expectativas del mercado, tanto de los clientes internos como los externos. Esto lo hacen adaptando todos aquellos procesos productivos a detectar las necesidades que estos tienen y, de esta manera, poder cumplir las expectativas de los consumidores.

En relación a la vanguardia, se centran en la innovación, ya que es algo clave para poder mirar hacia el futuro, pero sin perder de vista su historia. Es por ello que lo que ofrecen sea una mezcla de ambos, sabores y técnicas tradicionales, con la búsqueda de nuevos productos para el futuro y así adaptarse a los cambios que pueda traer el futuro.

Otro de los valores que tiene la empresa, como es el generador de valor o riqueza. No solo buscan esa creación para la empresa, también lo buscan para todos los “stakeholders”, es decir, todos aquellos accionistas, trabajadores, clientes, sociedad, proveedores, etc. Todo ello para conseguir un progreso que pueda llevar a cabo una mejora socioeconómica del entorno.

Relativo a la excelencia, se refiere a las actividades. En este caso, al continuo proceso de mejora que llevan a cabo en sus actividades para poder conseguir una superación continua. Todo ello con el objetivo de ofrecer lo mejor a todos sus clientes, tanto productos como los servicios de hostelería. Para ello tienen un máximo cuidado de todos los detalles.

En cuanto a la integridad, dan paso al comportamiento ético que sigue la empresa, no solo con la sociedad y todo aquello que lo rodea, también con los negocios que realiza. De esta manera mostrarán una integridad y unos valores que crearán una gran reputación a la empresa, la cual le dará una estabilidad a largo plazo.

Por último, en cuanto a las personas y a los equipos, se centran en el desarrollo, tanto profesional como personal, de todos aquellos que forman parte de la compañía. Para ello, tratan de crear una cultura abierta y participativa, de esta manera el trabajador se sentirá parte de todos aquellos proyectos que la empresa lleve a cabo. Lo hacen fomentando el optimismo, el respeto y la cooperación, por lo que, trabajan en equipo, con el mayor talento posible y con el compromiso de todos aquellos que forman parte.

Desde la compañía atribuyen el éxito que están teniendo a todos estos factores. Son todos muy importantes, pero a la vez muy sensibles, es por ello que hay que tener un cuidado especial con todos para poder conseguir los objetivos que la empresa se marque.

4.4. Análisis DAFO de la empresa

A continuación, se procederá a la realización de un análisis DAFO, con ello se podrán observar las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades que presenta Hijos de Rivera.

Tabla 1. Análisis DAFO

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Localización • Cuota de mercado • Nombre en el mercado internacional 	<ul style="list-style-type: none"> • Competitividad del sector • Grandes empresas, de prestigio mundial, adquiriendo competidores
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Fidelidad del cliente • Diversificación • Alta cuota de mercado regional • Experiencia • Imagen de marca • Bajo apalancamiento 	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevas opciones de negocio • Entrada en países emergentes

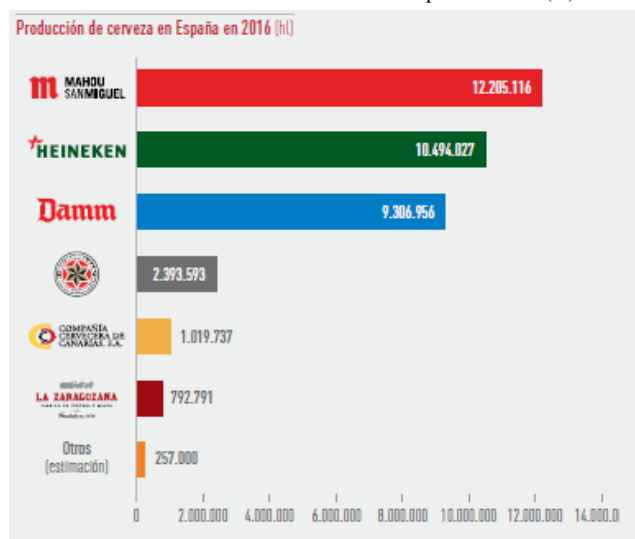
Fuente: Elaboración propia

Este es el análisis que se ha decidido realizar de la empresa.

En cuanto a las debilidades se han encontrado tres. La primera de ellas la localización ya que, a nivel nacional, está localizado en una esquina del país y eso complica la logística para la distribución del producto en comparación con otros competidores que se encuentran en lugares más céntricos o más cercanos a países europeos. Respecto a la cuota de mercado nacional que tiene la empresa es bajo, ya que la empresa está en cuarto lugar en producción de cerveza en España, según los informes consultados, y con una gran diferencia del que está por encima. Su nombre en el mercado internacional es prácticamente inexistente, llega muchos países, pero con muy poca presencia.

En el siguiente gráfico se observa la producción de las grandes compañías españolas del sector.

Gráfico 4. Producción de Cerveza en España en 2016 (hl)



Fuente: Informe socioeconómico del sector de la cerveza España 2016

Respecto a las amenazas, se aprecia una gran competencia en el sector, ya que cada vez son más fuertes las empresas con las que se está luchando para conseguir la mayor cuota de mercado posible. Y, además, las empresas están siendo adquiridas por otras con gran capacidad y presencia internacional. Todo ello provoca que cada vez sea más difícil poder acceder a la mayor cuota de mercado posible.

Por el lado de las fortalezas, esta empresa posee, entre otras, la fidelidad del cliente ya que consigue una alta fidelización debido a la relación entre la calidad precio. Nos encontramos con producto de alta calidad y de un precio competitivo. Por otro lado, esta empresa tiene diversificación ya que está integrada verticalmente y, aunque su mayor negocio sea la cerveza, tiene más productos como ya se han especificado anteriormente. En el mercado regional, en el que se encuentra establecida desde su constitución, tiene una alta cuota de mercado, siempre que las cosas no vayan como espera en otros mercados, van a tener rotación en dicha localización. Por otra parte, es una empresa que

tiene una alta experiencia en el sector, lleva más de 110 años y ha evolucionado a medida que el mercado lo iba exigiendo. Tienen una buena imagen de marca, además de ser una empresa que trata de proteger y ayudar a crecer a su entorno, realiza patrocinios de eventos o a jóvenes deportistas que puedan llegar a tener una gran carrera por delante, además de patrocinar eventos musicales de elevada afluencia. Todo ello y el trato dado a los clientes, trabajadores, etc. hace que tenga una buena imagen. Por último, en cuanto a fortalezas se refiere, es necesario indicar que es una empresa con un bajo apalancamiento y al tratarse de una empresa familiar hace que pueda seguir creciendo a medida que va reinvertiendo los beneficios que va creando.

Para finalizar el análisis, falta estudiar las oportunidades que le puedan surgir. Entre otras las que se encuentran son las nuevas opciones de negocio que puede tener, ya que al ser una empresa que se preocupa del I+D irá creando y encontrando nuevos productos que aumentarán su cartera y, por último, la entrada en países emergentes, que es una práctica que está haciendo y está creciendo en ellos. En esta última oportunidad, tiene una buena opción de negocio ya que a medida que crece la economía de esos países ellos crecerán en la misma medida, y además estarán teniendo presencia internacional que le harán aumentar su nombre e imagen de marca.

5. Valoración

El estudio comienza, desde este punto, una nueva fase totalmente a la desarrollada con anterioridad. En la primera parte, se han definido las acciones que se iban a hacer y cómo, posteriormente se indicaba como era el sector y las características de la empresa, objeto de análisis. En este nuevo apartado, se empezará con la valoración de la empresa. Para ello, se pondrá en contexto que es una valoración, por qué y con qué fin se realiza una valoración y, también, los distintos tipos de valoraciones que existen y, por último, se analizarán los datos de la valoración.

5.1. Que es una valoración de una empresa

El concepto “valoración” encuentra su origen etimológico en la acción de “valorar”. La RAE (Real Academia Española) establece distintas acepciones para el término, siendo las dos primeras y por consiguiente las más aceptadas:

1. “Señalar el precio de algo”
2. “Reconocer, estimar o apreciar el valor o mérito de alguien o algo”

Si bien en su primera acepción se presenta como la acción de establecer un precio, esta conllevaría implícitamente el planteamiento de una compra o venta, en este caso de una empresa. De tal modo que valorar sería el resultante de un proceso de negociación, o bien del establecimiento de un tope para adquirir un bien o servicio; lo cual, en caso de subasta, sería un mínimo.

Por tanto, parece más adecuada la segunda acepción, ya que el valor es un concepto más amplio y de mayor abstracción que el hecho de fijar un precio. La cantidad asignada, en este caso a una empresa, depende de cada individuo o entidad; ya que el valor establecido por cada agente será distinto. En casos se dotará de mayor importancia unos aspectos y otros considerarán más relevantes otros. Todo ello tiene que ver con el objeto de la valoración, según el enfoque que se adopte el valor será distinto a si se opta por otros enfoques que prioricen aspectos diferentes. Por ello, se introduce el concepto de enfoque con el fin de sistematizar el acto de valorar desde el rigor.

Si bien se iniciaba una delimitación conceptual del término, puede observarse también que este se define desde la perspectiva académica; siendo muchas las acepciones encontradas en la literatura del ámbito. Puede señalarse entre ellas la que adoptan Juan Mascareñas en *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*, en donde indican:

“Desde el punto de vista de un inversor, el valor de un activo económico es función del dinero líquido que de forma directa o indirecta promete generar en el futuro. La empresa es un activo económico, por tanto, su valor estará basado únicamente en dicha promesa de generación de liquidez. Por consiguiente, para valorar una empresa deberemos estimar qué dinero líquido está en condiciones de proporcionar a lo largo del tiempo. Una vez hecho esto, actualizaremos dicha corriente de liquidez a la apropiada tasa de descuento ajustada al riesgo (esto lo

vimos en el capítulo anterior) para obtener el valor de la empresa en la actualidad.”
(Juan Mascareñas, 2011)

Tras hacer una delimitación conceptual y adoptando una perspectiva empresarial, puede indicarse que en concepto de valoración empresarial, consiste en establecer unos criterios, en los que: se defina el motivo por el que se realiza la valoración, con el objeto de poder realizar una ponderación de lo que se considera más y menos relevante. Para ello, es necesario estudiar a la empresa y al sector en el cual esta se articula. Por último, y según el motivo del ejercicio, se podrá fijar un precio acorde a la situación de la empresa.

5.2. ¿Por qué y con qué fin se realiza una valoración?

Realizar valoraciones de las empresas es una acción sumamente interesante, de la cual se obtiene beneficio tanto si eres un potencial accionista, como si eres el dueño de la empresa en cuestión, si estás realizando un análisis del sector o bien si analizas a posibles competidores. Siendo prioritario para llevar a cabo la valoración saber el fin por el cual la realizas. Es ejemplo de uno de estos casos el de una empresa que quiere absorber o fusionarse con otra; así como realizar un análisis interno, o tener intención de vender o liquidar la empresa, etc.

Pablo Fernández en *Métodos de valoración de empresa* trataba de delimitar el motivo por el que conocer el fin que moviliza la intención de valorar. Así, afirmaba:

“Una valoración sirve para muy distintos propósitos:

1. Operaciones de compra-venta:

- para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar.
- para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:

- para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado
- para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquéllos que le parecen más infravalorados por el mercado.
- la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.

3. Salidas a bolsa: la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.

4. Herencias y testamentos: la valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.

5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor: la valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.

6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers): identificar las fuentes de creación y destrucción de valor

7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.

8. Planificación estratégica:

- decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes... mantener, potenciar o abandonar.

- permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.

9. Procesos de arbitraje y pleitos:

- requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios

- la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre).” (Pablo Fernández, 2017)

En relación al presente estudio, será un trabajo que tiene por fin saber cómo está valorada “Hijos de Rivera”, en un momento determinado. Para que el estudio tenga sentido, se hará desde un punto de vista en el que los accionistas de la empresa estén dispuestos a venderla a otro grupo o individuo. Por tanto, habrá un precio final que cuantifique el valor, en el que los actuales accionistas, estarían dispuestos a cobrar por la presente empresa.

5.3. Tipos de valoración de empresa

Existen diferentes formas de valorar empresas, se utiliza un tipo de valoración u otro, en función de lo que quiera ser observado. En general, existen dos grandes grupos, Métodos basados en el balance o patrimoniales y métodos basados en la rentabilidad. A continuación, se definirán los tipos de valoración que hay y como se realizarían, a fin de introducir los métodos de valoración que se utilizarían en esta investigación, para la que se adoptaron dos métodos distintos.

5.3.1. Patrimoniales

Es una de las dos grandes clasificaciones de valoración que existen; y esta se basa en balances. Tratan de determinar el valor de una empresa empleando para ello la valoración de su patrimonio. En este caso, se considera que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance, en sus activos; y no tendría en cuenta la posible evolución futura que pueda tener la empresa; así como tampoco el valor temporal del dinero, ni otros factores que también afectan al valor de la misma (Fernández, 2017).

Dentro de los métodos de valoración basados en el balance o patrimoniales existen tres métodos: valor contable, valor sustancial y valor de liquidación. Fernández (2017) puntualizaba que de estos tres métodos, sólo el valor de liquidación tiene lógica, puesto que, según el autor, se trata del único método de estos que indica cuánto dinero se podría recibir por la empresa en caso de liquidación.

5.3.1.1. *Valor contable*

El valor contable, que también recibe el nombre de valor en libros, es el primero de los tipos de valoración patrimonial que nos encontramos. Dicho método de valoración se podría definir como, el valor de la empresa que aparece en su contabilidad. Es decir, los valores que la empresa tiene en su balance. Este método no es muy fiable, debido a que dichos valores no están actualizados a valor de mercado, son valores históricos.

Su cálculo se realiza restando al Activo total, el Pasivo exigible. Con dicha diferencia se obtendrían los recursos propios que posee la empresa.

Este no es un método muy utilizado en las valoraciones, debido a que los precios históricos no suelen coincidir con los de mercado. Es por ello, este método no es considerado como un método muy fiable a la hora de tomar decisiones, ya que solo muestra el valor de la empresa en un momento pasado.

El objeto del trabajo que aquí se desenvuelve es el de obtener un valor actualizado de la empresa; por tanto este método no se empleará para la valoración de la empresa en este estudio. Si bien nos proporciona precios históricos y los datos obtenidos no tienen fiabilidad en el presente, carece de sentido su uso.

5.3.1.2. *Valor sustancial*

Relativo al valor sustancial, se podría destacar que este método de valoración busca saber cuánto se debería de invertir para llegar a una empresa con las mismas condiciones que la empresa que se está estudiando. Es decir, en caso de querer una empresa igual, a la que se está valorando, cuál sería la inversión necesaria para alcanzar tal objetivo. Por tanto, sería necesario adquirir todos los activos que posee la empresa, pero en el momento de la valoración. Con este método se llevaría el valor en libros de la empresa al valor de mercado actual.

En cuanto a este método existen dos distinciones: el Valor sustancial bruto, el cual indica el valor de los activos a un precio de mercado; y el Valor sustancial neto, que muestra el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible.

En comparación con el valor contable, además de mostrar valores de los activos de mercado, tiene en cuenta otros activos como pueden ser el fondo de comercio y las marcas que sean posesión de la empresa. Es muy importante tener esos dos activos en cuenta, la razón se debe a que, si se quiere crear una empresa idéntica a la que se está valorando, aunque se invierta en unas instalaciones y procesos similares, sus resultados no tienen por qué ser los mismos ya que, la empresa a la que se seguiría como modelo, tiene un nombre en el mercado, una filosofía y otros aspectos, que no se podrían comprar. Es por ello que es de vital importancia tener en cuenta los activos mencionados con anterioridad.

5.3.1.3. *Valor de liquidación*

El último de los métodos patrimoniales es el valor de liquidación. Como su propio nombre indica, su valor es la cuantía por la cual se procedería a la liquidación de la empresa. Para ello sería necesario vender todos sus activos y hacer frente a los pasivos que tenga la empresa. Este método es muy específico, ya que tiene por objeto un fin muy determinado, es decir: deshacerse de la empresa, vendiendo todo para no seguir con la actividad; o mediante la compra de la empresa para su posterior venta. El valor que arroja este método es siempre inferior al que se daría en caso de que la empresa siguiera con su actividad.

Este método no será utilizado para valorar Hijos de Rivera, ya que la idea principal no sería la de liquidar la empresa, sino que sería que la empresa siguiera con su actividad.

5.3.2. Método basado en la rentabilidad

A continuación, se mostrarán los métodos distintos basados en la rentabilidad. Centrándonos en el método de flujos de fondo y método por múltiplos, que serán los que se utilicen para realizar la valoración de la empresa.

Se podrían definir según la manera en que “Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador.” (Fernández, 2017).

5.3.2.1. Descuento de Flujos de Fondo operativos

En cuanto al método de descuentos de flujos de fondo, existen dos tipos: método de flujos de fondo operativo y método de flujos de fondo de los accionistas.

Respecto a este método “Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos con una rentabilidad exigida apropiada según el riesgo de dichos flujos. El descuento de los flujos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto: el valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados.” (Fernández, 2017)

Para poder realizar el cálculo de los flujos de fondo operativos, es necesario indicar el esquema que hay que llevar a cabo y el proceso a seguir para poder realizar la valoración.

En este caso, es necesario contar con las cuentas financieras de la empresa, tal y como son el Balance y la cuenta de Pérdidas y Ganancias. Tras ello, es esencial analizarlas, pronosticar el crecimiento del mercado, la beta de la compañía, hallar el coste de la deuda, de los recursos propios y, de esta manera, poder calcular el WACC. A partir de ahí, proyectar los ingresos. En proporción a ellos, se pronostican los costes de las ventas. Con esos datos y todos los demás de la cuenta de Pérdida y ganancias se realiza la proyección de dicha cuenta.

Para poder realizar la valoración de la misma, es necesario seguir el siguiente esquema:

Tabla 2. Esquema para el cálculo de los Flujos de Fondo Operativos

Ingresos
- Costes operativos
- Amortización
<hr/>
=BAIT
- (Tasa impositiva * BAIT)
+Amortización
- CAPEX
- Inversión en NOF
<hr/>
= Flujos de Fondo Libres
+ Valor residual
<hr/>
= Flujos de Fondo Totales

Fuente: Elaboración propia

Tras en cálculo para los flujos de fondo o libres totales para los distintos periodos, aunque el valor residual solo se calcula para el último de ellos, se procede al cálculo del Valor Actual Neto (VAN). A esa cuantía se le resta la deuda que posee la empresa y se hallará el valor final de la empresa.

Este método se utiliza, normalmente, para extraer los flujos de fondo libres y así, posteriormente, calcular cual es el valor de los flujos de fondos libres en el momento en el que se está realizando la valoración. Los flujos de fondo libres se pueden definir “como el beneficio operativo después de impuestos al que se le añaden las amortizaciones, al mismo tiempo que se le sustraen los pagos necesarios dedicados a aumentar el fondo de rotación y las inversiones en activo fijo” (Mascareñas, 2011). En cambio otros autores definen el flujo de fondos libre como “El exceso del flujo de caja requerido para financiar todos los proyectos de inversión que posean un valor actual neto positivo cuando se descuentan al coste del capital apropiado” (Jensen, 1988).

Como se ha comentado, con el cálculo de los flujos de fondo libres no basta para estimar un precio a la empresa, sino que es necesario calcular el valor residual, todo ello antes de realizar el valor actual neto; que consisten en llevar al momento presente los flujos de fondo libres de los años que han sido proyectados.

El valor residual se refiere al valor de la empresa en caso de liquidación. Por tanto para la estimación del mismo “se analizan los flujos de caja esperados de un negocio en particular con objeto de proceder a su valoración es imprescindible obtener el valor residual del mismo (al que también se le conoce con los nombres de valor terminal o valor continuado) después del período de planificación. Así, el valor de una empresa es igual al valor actual de los flujos de caja libres esperados durante el horizonte de planificación más el valor actual de su valor residual.” (Mascareñas, 2011)

5.3.2.2. Descuento de flujos de fondo de los accionistas

Respecto al flujo de fondos de los accionistas, se realiza de manera muy similar, solo existiendo unos pequeños cambios. A continuación, se muestra el esquema para realizar la valoración por dicho método:

Tabla 3. Esquema para el cálculo de los Flujos de Fondo de los Accionistas

Ingresos
- Costes operativos
- Amortización
<hr/>
=BAIT
- Gastos financieros
<hr/>
= B° Bruto
- Impuestos
<hr/>
= B° Neto
+ Amortización
- CAPEX
- Inversión en NOF
- Devolución principal Deuda
+ Nueva Deuda
<hr/>
= FFDA

Fuente: Elaboración propia

Tras la realización de los Flujos de fondo de los accionistas, para los periodos proyectados, se procede al cálculo del VAN. Dicha cuantía será el valor final de la empresa.

En este caso, para el cálculo de los flujos de fondo para los accionistas, se realiza de la manera que aparece en el esquema. A los ingresos es necesario restarle los costes operativos y las amortizaciones para poder obtener el BAIT. A partir de los siguientes cálculos ya se realiza distinto que para la obtención de los flujos de fondo operativos. En este caso, el siguiente paso sería restarle los gastos financieros al BAIT, tras ello, se obtiene el beneficio bruto. Una vez está calculado el beneficio bruto es necesario restar el porcentaje de impuestos que han sido derivados del mismo. Con dicha diferencia se obtiene el beneficio neto. El siguiente paso se realiza para llegar al flujo de fondo de los accionistas. Dicho cálculo consta de aumentarle al beneficio neto las amortizaciones, posteriormente, se le resta a dicho cálculo el CAPEX, la inversión en NOF y la devolución del principal de la deuda. Por último, es necesario sumarle a la diferencia anterior la nueva deuda. Con ello se obtienen los flujos de fondo de los accionistas.

El autor Pablo Fernández explica en *Métodos de valoración de empresa* el cálculo de los flujos de fondo para las acciones de la siguiente manera:

“El flujo para las acciones se calcula restando al flujo de fondos libre, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo que se reparte a los accionistas de la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en RNC (NOF) y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda).” (Pablo Fernández, 2017)

5.3.2.3. Múltiplos

Existen distintos tipos de métodos múltiplos, entre los más comunes se encuentran PER, EBIT y EBITDA.

Relativo al PER, es un método para calcular el valor que tiene la empresa. Para ello es necesario obtener el PER de las empresas comparables. Tras eso, se realiza la media, de esta ratio, de dichas empresas y se multiplica por el beneficio neto de la propia empresa. En ese caso se obtendrá la valoración de la compañía objeto de estudio.

En este aspecto existe un problema, este método es rechazado por muchos profesionales, que no lo aceptan debido a que dudan del beneficio neto, ya que es un dato que podría ser “manipulado”. Algunas veces se utiliza el PER relativo, su cálculo se obtiene dividiendo el PER de la empresa entre el del país. Al ser así, algunos autores prefieren utilizar otro tipo de valoración mediante múltiplos, tal y como puede ser la Valoración por múltiplos de EBIT y EBITDA.

En el caso del autor Pablo Fernández indica en *El PER, la rentabilidad exigida y el crecimiento esperado*, lo siguiente:

“El PER es la magnitud más utilizada en bolsa, y es el resultado de dividir el precio de todas las acciones (capitalización bursátil) entre el beneficio de la empresa. También se puede calcular dividiendo el precio de cada acción entre el beneficio por acción. Se presenta la evolución del PER de empresas españolas y de las bolsas de UK, USA y España desde 1990.

También se muestra la relación del PER y del tipo de interés de la deuda pública a largo plazo. Los factores que más afectan al PER son los tipos de interés, la rentabilidad exigida a las acciones (K_e) y el crecimiento esperado del beneficio y de los flujos para las acciones.

Se calcula el valor de una acción debido al crecimiento esperado y se descompone el PER en: PER sin crecimiento y PER debido al crecimiento esperado.” (Pablo Fernández, 2017).

Hay otros autores que indican otras definiciones del múltiplo de PER. En este caso Juan Mascareñas en *Fusiones, Adquisiciones y valoración de empresas* indica:

“Según este método el valor de las acciones de una empresa viene reflejado por la capitalización que hace el mercado de los beneficios de la misma. Es decir, el precio de mercado de las acciones es un múltiplo de sus beneficios unitarios. Esta relación es conocida como el ratio precio - beneficio al que se denomina en España por sus siglas en inglés PER (price earning ratio o P/E) e indica la relación existente entre el precio de mercado de una acción (P) y el beneficio por acción (BPA):

Entre las razones para su utilización señalaremos las siguientes:

- a) El PER proporciona una medida normalizada para poder comparar los precios de las acciones al indicar lo que «el mercado paga por cada euro de beneficio» de una acción determinada.
- b) La valoración, a través del PER, de las acciones que no suelen pagar dividendos es más útil que si se realiza a través de los dividendos (claro que habrá problemas en su utilización si la empresa no tiene beneficios).
- c) Las estimaciones necesarias para calcular el PER o utilizarlo como elemento valorador suelen ser más fáciles de hacer que las del modelo de descuento de dividendos.” (Juan Mascareñas, 2011)

El método de valoración por múltiplos utilizando EBITDA, es otro de los que más se utilizan. La definición dada, para esa ratio, por Juan Mascareñas en *Fusiones, Adquisiciones y valoración de empresas* es la siguiente:

“Este método parte de la idea de relacionar el valor de la empresa y el beneficio operativo, que ella genera, antes de detraerle todo tipo de amortizaciones, los intereses de las deudas y los impuestos (o en inglés, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization - EBITDA). De esta manera se pueden comparar empresas del mismo sector bordeando el problema de su estructura de capital y de su política de amortizaciones, además del impacto fiscal.

El múltiplo que se puede utilizar es el que relaciona el capital total invertido a precios de mercado (valor de la empresa en el sentido de valor de los activos operativos) y el EBITDA: $VE/EBITDA$ ” (Juan Mascareñas, 2011)

Pero este presenta algunos problemas, como puede ser que no incluyen las necesidades operativas de fondos y no tiene en consideración las inversiones en activos.

Su cálculo se obtiene a través de la multiplicación de la ratio $EV/Ebitda$ de las empresas comparables por el EBITDA de la empresa que se está estudiando; y todo ello menos la deuda que tiene la empresa en la actualidad.

De la misma forma que el múltiplo anterior, hay quien utiliza EBIT, en lugar de EBITDA. Este caso ya es en función de cada analista, que elige el que considera más adecuado y con el que podrá obtener unos valores más acordes a la realidad.

El multiplicador del BAIT (Beneficio Antes de Intereses e Impuestos), EBIT en inglés, relaciona “el valor de la empresa (o capital invertido) con el beneficio operativo antes de intereses e impuestos. La idea es suponer que al final del período de planificación la empresa tomará un valor que es múltiplo de su BAIT en ese instante. Por tanto, el método multiplica el beneficio previsto al final de dicho período por una estimación del ratio $VE/BAIT$ que un potencial comprador pagaría por la empresa.” (Mascareñas, 2011).

En el caso de la valoración que se realizará de Hijos de Rivera, se calculará el valor de la empresa mediante los flujos de fondo operativos y por múltiplos PER y EBITDA.

5.4. Resultados y procesos para la valoración de Hijos de Rivera

5.4.1. Estados financieros

Para poder realizar una valoración de Hijos de Rivera y hallar un precio de la compañía, fue necesario la extracción de los estados financieros, las cuentas de balance y pérdidas y ganancias. Una vez se obtuvieron los mismos, se procedió a ordenar la información para poder observar de una forma más general la empresa y no solo entrar en el detalle de cada una de las cuentas. Tras ello, se realizó un análisis y posterior proyección de ambas cuentas. Es necesario aclarar que la proyección comienza en 2017 y no el 2018 porque en el momento en el que se empezó a realizar la valoración solo se contaba con datos reales hasta el año 2016; y por tanto, los datos que se podían obtener acerca de las cuentas de Hijos de Rivera en la base de datos empleada no estaban actualizados.

5.4.1.1. *Proyección balance y proceso de realización*

Tras la extracción del balance de Reuters, se procedió a ordenar todas las partidas que formaban el balance. En la plantilla que se obtiene de la base de datos aparecían partidas de las cuales no tenían datos, debido a que se trata de una plantilla general y en este caso, la compañía no tenía algunas de las partidas, que aparecen en dicha plantilla. Es por ello, que se procedió a eliminar dichas partidas y, también, se agruparon aquellas potras que aparecían desglosadas y, de este modo aparecerían de una manera más general, el balance sería más intuitivo.

A continuación, se ofrece la proyección del balance y también las cuentas del último año con datos reales (2016).

Tabla 4. Proyección del Balance de Hijos de Rivera

Cifras en miles de €						
Balance	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Caja	13.563	10.053	8.456	6.767	4.903	2.896
Clientes	49.581	56.136	63.558	71.961	81.475	92.248
Existencias	15.121	15.731	16.365	17.025	17.711	18.425
Gastos anticipados	594	595	596	597	598	599
Activo Corriente	78.859	82.515	88.976	96.350	104.688	114.168
Inmovilizado material	163.264	176.325	186.904	198.119	208.025	218.426
Inmovilizado intangible	28.135	30.246	32.515	34.954	37.576	40.396
Inversiones	40.037	44.311	49.042	54.278	60.072	66.486
Otros activos a largo plazo	2.077	2.088	2.100	2.111	2.123	2.135
Activo No Corriente	233.512	252.970	270.561	289.462	307.797	327.442
Total Activo	312.371	335.485	359.536	385.812	412.484	441.610
Proveedores	42.103	46.830	52.088	57.936	64.440	71.675
Gastos acumulados	9.723	9.975	10.234	10.499	10.772	11.051
Deuda a Corto Plazo	2.727	2.746	2.766	2.786	2.807	2.827
Otros pasivos corrientes	31.468	34.109	36.971	40.073	43.436	47.080
Pasivo Corriente	86.021	93.660	102.059	111.294	121.454	132.633
Deuda Total L/P	10.701	32.004	42.741	54.260	67.009	80.794
Otros pasivos L/P	12.875	11.685	10.605	9.625	8.736	7.928
Pasivo No Corriente	23.576	43.689	53.346	63.885	75.744	88.722
Total Pasivo	109.597	137.349	155.405	175.179	197.198	221.355
Capital	175.675	172.904	172.904	172.904	172.904	172.904
Ganancias acumuladas	27.099	25.232	31.227	37.729	42.382	47.351
Patrimonio Neto	202.774	198.135	204.131	210.633	215.286	220.255
Pasivo + PN total	312.371	335.485	359.536	385.812	412.484	441.610

Fuente: Elaboración propia

La proyección del balance se ha realizado según la naturaleza de las partidas. Por ejemplo, respecto al activo corriente, se ha referenciado todo hacia ventas, ya que se supone que a medida que las ventas aumenten o disminuyan, las partidas del activo corriente (caja, clientes, existencias y gastos anticipados) aumentarán o disminuirán como consecuencia del negocio que tenga la empresa cada año. Para el caso de la partida de Caja, se ha obtenido el porcentaje que es sobre ventas del último año con datos reales, por tanto, se dividió el valor de la caja en 2016 entre el valor de las ventas en el mismo año. Dicho porcentaje es de 3,62%. Posteriormente se procedió a calcular el incremento de cada uno de los años, con respecto al año anterior. Respecto al resto de cuentas del activo corriente se hizo lo mismo. El porcentaje obtenido para Clientes fue de 13,22%, para Existencias fue de 4,03% y para Gastos Anticipados de 0,16%. Tras ello, se han sumado sus valores para obtener el activo corriente total.

En cuanto al activo no corriente, se proyectó de dos formas distintas. Las cuentas de Activos Intangibles, Inversiones y otros activos a largo plazo, se calcularon de la misma manera que en el activo corriente y sus porcentajes han sido 7,50%, 10,68% y 0,55%, respectivamente. La segunda, hace referencia al cálculo del inmovilizado material, dicha cuenta se calculó en relación a las ventas, pero no se realizó su incremento. Se calculó cual era el peso de inmovilizado material sobre las ventas, en este caso el resultado ha sido de un 43,54%. Con ello se procedió a proyectar dicha partida, se realizó de manera que el inmovilizado material sería el porcentaje calculado sobre las ventar proyectadas en

cada uno de los años. Posteriormente se procedió a la suma de las partidas para obtener el total de los activos no corrientes. Una vez obtenido dicho valor se le ha sumado el activo corriente para obtener los activos totales.

Respecto al pasivo corriente, su cálculo se realizó de la misma manera que la mayoría de las cuentas anteriores, observando el peso que tenía dicha partida en 2016 sobre ventas. En este caso, la cuenta de proveedores tenía un peso de 11,23%, gastos acumulados de 2,59%, deuda a corto plazo 0,73% y otros pasivos corrientes de 8,39%. Realizando la suma de las partidas en cada uno de los años se obtuvo el valor total del pasivo corriente

En cuanto al pasivo no corriente se realizó de una manera distinta, en este caso se observaba que dichas partidas disminuían a lo largo de los periodos en los que se tenían datos reales. Por tanto, se procedió a observar cuanto habían reducido, dichas partidas, en el último año con datos reales. En el caso de la deuda total a largo plazo fue un 12,76% y de otros pasivos a largo plazo fue de un 9,24%. Con ello, se procedió a disminuir, en dicha proporción, la cuantía de las partidas anualmente.

Por último, faltaba realizar las cuantías de las partidas que pertenecen al Patrimonio Neto. Para ello fue necesario observar cual era el nivel de capital que tenía la empresa, ese valor se mantendría estable de manera que se supone que no se hacen ampliaciones de capital. Por tanto, las reservas aumentarían tanto como el beneficio neto menos los dividendos que se repartan. En este caso, se realiza la hipótesis por la que la empresa repartirá un 30% del beneficio neto como dividendos, el 70% restante aumentará las reservas. De esa manera se obtiene el valor del patrimonio neto. Con todo lo realizado anteriormente, repercute en que existe un mayor nivel de activo que de pasivo más patrimonio neto, lo que supondría un descuadre. Dicho descuadre se solventó disminuyendo un 30%, de dicha diferencia, la caja y aumentando un 70%, de la diferencia que había, la deuda a largo plazo. De esa manera se obtendría la proyección del balance de Hijos de Rivera.

5.4.1.2. Proyección cuenta de Pérdidas y ganancias y proceso de realización

Una vez obtenida las cuentas de pérdida y ganancia, se ha procedido agrupar las cuentas, no tener un detalle tan amplio, sino tener el necesario para proceder a su proyección. La base de datos aporta una plantilla de cuentas para todas las empresas y, por ejemplo, había muchas partidas que aparecían vacías debido a que Hijos de Rivera no tiene ese tipo de cuentas, ese tipo de cuentas hacen referencias a costes que la empresa puede tener. Por ello se procedió a omitir esas partidas y hacer una cuenta de pérdidas y ganancias mucho más funcional para realizar la proyección.

Una vez hecho eso, se siguieron una serie de requisitos los cuales se irán explicando a medida que se vaya avanzando en cómo ha sido el proceso de realización. A continuación, se muestra la proyección, de cinco años, y se irá explicando cómo se ha llegado a cada uno de los resultados obtenidos.

Tabla 5. Proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Hijos de Rivera

Cifras en Miles de €

P&G	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	375.010	405.010,80	429.311,45	455.070,13	477.823,64	501.714,82
Coste de Ventas	103.405	108.575,25	114.004,01	119.704,21	125.689,42	131.973,89
Beneficio Bruto	274.755	296.435,55	315.307,44	335.365,92	352.134,22	369.740,93
Gastos de Venta/Generales/Administrativos	149.978	154.477,34	159.111,66	163.885,01	168.801,56	173.865,61
Otras operaciones de gasto	49.266	50.743,98	52.266,30	53.834,29	55.449,32	57.112,80
EBITDA	75.371	91.214,23	103.929,48	117.646,62	127.883,34	138.762,53
Amortizaciones y Depreciaciones	34.363	35.393,89	36.455,71	37.549,38	38.675,86	39.836,14
EBIT	41.008	55.820,34	67.473,77	80.097,25	89.207,48	98.926,39
Costes financieros	7.534	7.760,02	7.992,82	8.232,61	8.479,58	8.733,97
Ingresos Netos antes de Impuestos	33.474	48.060,32	59.480,95	71.864,64	80.727,90	90.192,42
Impuesto de Sociedades (tasa 25%)	8.369	12.015,08	14.870,24	17.966,16	20.181,97	22.548,10
Beneficio Neto	25.106	36.045,24	44.610,71	53.898,48	60.545,92	67.644,31

Fuente: Elaboración propia

Se irá realizando una explicación de arriba hacia abajo, es decir desde Ingresos, hasta Beneficio Neto.

El cálculo de los ingresos se realizó estableciendo un crecimiento, que se cree que es objetivo y puede ser real para una empresa como la que está siendo analizada y para el sector en el que opera. Dicho crecimiento se ha establecido en un 3% anual de forma general, pero además se prevé que la empresa tenga un crecimiento mayor, por tanto, se ha establecido que el aumento de las ventas será, igual al crecimiento general previsto, más un 5% para el primer año, un 3% para los siguientes dos años y un 2% para los últimos dos años. Por ello se cree que el ingreso por ventas será el del año anterior aumentado en dicho crecimiento establecido.

Tras ello, y para la obtención de los Ingresos brutos, es necesario realizar el cálculo de los costes de venta. Para hallar dicha partida, se ha previsto que el coste de las ventas aumentará cada año un 5%, en relación al valor de dicha partida en un periodo anterior, a partir de ahí se ha calculado dicha partida con ese porcentaje. Por último y para la obtención de los ingresos brutos, se ha realizado la diferencia anual de los ingresos y los costes de venta.

En cuanto a las siguientes partidas, son gastos, como los gastos administrativos o los otros gastos operativos. Restando a los ingresos brutos dichas cuentas obtendremos el EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depretation and Amortitation), en castellano son los beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones. Para realizar el cálculo que tiene cada una de las partidas se halló de la misma manera que los costes de ventas. En este caso, se establece que el crecimiento será igual al crecimiento esperado. Por tanto, dicha cuantía aumentará en un 3% anualmente.

El siguiente paso para la realizar la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias ha sido restar las amortizaciones de los inmovilizados al EBITDA de esta forma, lo que se consigue es obtener el EBIT. Para establecer la cuantía de cada uno de los años de las amortizaciones se realizó, de manera que, al tratarse de una empresa en crecimiento y

como realizaría inversiones en activo fijo anualmente, sus amortizaciones aumentarían un 3%, como el crecimiento establecido, con respecto al año anterior.

Una vez se ha conseguido el EBIT, es necesario reducirle los gastos financieros y así llegar al resultado del beneficio antes de impuestos. En cuanto a los gastos financieros, se ha realizado de la misma manera que las amortizaciones, se ha supuesto un incremento de un 3% anual.

Siguiendo lo realizado anteriormente, se obtendría el beneficio antes de impuestos, por tanto, es necesario calcular a dicha cuantía lo que habría que quitar de impuestos. Para esta partida, se establece que los impuestos son de un 25%, por el impuesto de sociedades. Con la diferencia entre dichos valores se llegaría a la última partida y se obtiene el Beneficio Neto.

Con todo lo anterior se llegaría a obtener la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias.

5.4.2. Cálculo de los estados de Flujos de Fondo Operativos

Tras realizar la proyección de la cuenta de resultados, se puede comenzar a calcular la valoración por flujos de fondo operativos. Para ello lo principal es obtener todos los datos necesarios para acometer el esquema, anteriormente citado. Para ello, se indicará como se ha realizado la obtención de los datos.

Lo primero que se calculó fue el CAPEX (Inversión en Activos Fijos) y la variación de las NOF. En la siguiente tabla se observan los datos obtenidos.

Tabla 6. Cálculo de CAPEX y NOF

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	375.010,00	405.010,80	429.311,45	455.070,13	477.823,64	501.714,82
Inmovilizado	163.264	176.325	186.904	198.119	208.025	218.426
Capex		35.232,74	37.612,15	40.142,30	42.337,16	44.647,40
NOF	36.756,00	39.685,42	42.993,14	46.735,79	50.978,55	55.796,34
Variación NOF		-2.929,42	-3.307,72	-3.742,66	-4.242,76	-4.817,79

Fuente: Elaboración propia

El cálculo del CAPEX se realizó de manera que a medida que, aumentan los ingresos, tendrá que aumentar la capacidad productiva de la empresa, es por eso que, si la empresa está creciendo, es importante que la empresa invierta en activo fijo. Por tanto, extraído el inmovilizado de las proyecciones realizadas en el balance, ya que anteriormente había sido proyectado en el balance. Posteriormente, se ha calculado el CAPEX, lo que se ha realizado es, multiplicar el porcentaje que establecemos que la empresa debe aumentar su activo fijo es de un 25%, y ello multiplicado por la diferencia del inmovilizado menos las amortizaciones.

Relativo a las NOF, se ha realizado su cálculo de manera que, restando al activo espontaneo el pasivo espontaneo, es decir, la suma de la caja, más la partida de clientes,

más las existencias, y todo lo anterior menos los proveedores. Todo ello realizándose para cada uno de los años proyectados. Por último, se ha calculado la variación de las NOF haciendo la diferencia del año actual menos el anterior, de esa manera se ha obtenido el resultado final.

Por otro lado, se han recogido y calculado otros datos para poder realizar la valoración.

Tabla 7. Otros datos y cálculos

Otros datos	
g	3,00%
Rf	1,23%
Prima de mercado	6,70%
Beta	1,15
spread	2,84%
t	25%

Ke	8,97%	
Kd	4,08%	
Wacc	8,60%	
RRPP	202.774	93,79%
Deuda	13.428	6,21%

Fuente: Elaboración propia

Como se ha explicado con anterioridad la tasa de crecimiento establecida ha sido de un 3%.

Para poder calcular el coste del capital propio y el coste de la deuda, es necesario establecer el porcentaje de un activo libre de riesgo, en este caso la RF es de 1,23%, se ha elegido dicho porcentaje porque es el retorno que ofrece el bono español a diez años. En cuanto a la prima de mercado, dicho valor ha sido obtenido de un informe de Pablo Fernández.

Relativo a la Beta se ha intentado hallar de distintas maneras debido a que Hijos de Rivera es una empresa que no cotiza y su beta no está publicada. La idea principal era hacer el cálculo mediante la media de las betas de las empresas competidoras, para ello se han extraído las betas, la deuda y recursos propios de las competidoras de Reuters. Tras ello, al haber empresas extranjeras con monedas distintas al Euro, se ha calculado cuál era su deuda y sus recursos propios en miles de euros. Posteriormente se ha procedido a desapalancar sus betas con los recursos propios y la deuda de cada una de las compañías. Una vez obtenida la Beta desapalancada, se ha procedido a realizar la beta apalancada de cada una de las compañías, dicho valor se ha apalancado con la deuda y los recursos propios de Hijos de Rivera. Una vez obtenidas todas las betas apalancadas se ha hecho la media. El valor de la media de las betas ha sido muy bajo (0,46), por lo cual se ha investigado más y se ha determinado prescindir del cálculo anterior. Por tanto, se ha buscado en la base de datos de Damodaran, ya que es un autor el cual da suficiente fiabilidad para utilizar dicha base de datos. Se ha obtenido la beta desapalancada y posteriormente se ha apalancado con los datos de deuda y de recursos propios de Hijos de Rivera, dicho valor hallado es de 1,15.

En cuanto al spread bancario, también se ha intentado calcular, su cálculo ha sido mediante la media a la que prestan los bancos y la media a la que pagan los depósitos, los datos necesarios para hacer dicho cálculo han sido recogidos de la página web del banco

de España. Los datos encontrados del interés al que prestan los bancos era de 1,86% y el dinero al que pagan de 0%, por ello la diferencia daba un spread bancario igual al precio al que prestan. Se ha investigado más y en Reuters aparecía que el spread bancario era de un 2,84%. Este último dato parecía más fiable y se ha decidido utilizar dicho valor.

Los impuestos utilizados han sido de un 25%, tal y como se ha comentado con anterioridad.

Para realizar los cálculos del coste de la deuda, de los recursos propios y de WACC, había que hacerlo con la deuda y los recursos propios de la empresa del año 2016 y se calculó su peso, en porcentaje, sobre ambos (93,79% de RRPP y 6,21% de Deuda), tras ello se hicieron el resto de cálculos. En cuanto al coste de recursos propios se realizó sumando el activo libre de riesgo a la multiplicación de la prima de mercado por la beta, dicho resultado ha sido de 8,97%. Relativo al coste de la deuda se calculó con el spread sumado el activo libre de riesgo. Posteriormente se ha calculado el WACC, dicho cálculo se ha realizado con la multiplicación del coste de la deuda y sumando eso a la multiplicación del coste de la deuda menos el coste fiscal, uno menos los impuestos, y eso multiplicado a la vez por el porcentaje de la deuda, el resultado de eso ha sido 8,60%.

Una vez obtenidos todos los datos anteriores, se procedió al cálculo de los fondos de flujo operativos. En la siguiente tabla se observan los datos obtenidos.

Tabla 8. Flujos de fondo operativos

En miles de €					
Por FFO	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	405.010,80	429.311,45	455.070,13	477.823,64	501.714,82
- Costes operativos	-313.796,57	-325.381,97	-337.423,51	-349.940,30	-362.952,30
- amortización	-35.393,89	-36.455,71	-37.549,38	-38.675,86	-39.836,14
BAIT	55.820,34	67.473,77	80.097,25	89.207,48	98.926,39
- T*BAIT	-13.955,09	-16.868,44	-20.024,31	-22.301,87	-24.731,60
+ amortización	35.393,89	36.455,71	37.549,38	38.675,86	39.836,14
- Capex	-35.232,74	-37.612,15	-40.142,30	-42.337,16	-44.647,40
- Inversión en NOF	-2.929,42	-3.307,72	-3.742,66	-4.242,76	-4.817,79
FFO	39.096,99	46.141,16	53.737,35	59.001,55	64.565,73
VR					1.187.354,71
CF	39.096,99	46.141,16	53.737,35	59.001,55	1.251.920,44
VAN	988.215,79 €				
VAN-Deuda	974.788,29 €				

Fuente: Elaboración propia.

Con los datos anteriores ya sería posible realizar los flujos, para finalmente llegar a un precio de la empresa. Para ello, hay que seguir el esquema paso por paso de los flujos de fondo efectivos para llegar al valor final.

Lo primero que se debe de realizar es restarles a los ingresos, de cada año, que aparecen en la cuenta de pérdidas y ganancias, los costes operativos y las amortizaciones, que han sido proyectadas, de los activos. Con ello se llegará al BAIT (Beneficio Antes de Intereses

e Impuestos), una vez tenemos dicho valor se procede a calcular los impuestos que habría que restarle, además de eso también es necesario restar el CAPEX y las inversiones en NOF, con lo anterior más la suma de las Amortizaciones, obtenemos los Flujos de Fondo libres para cada año.

Una vez llegado a dichos resultados es necesario calcular el valor residual para obtener el valor de la empresa en caso de venta. Dicho valor lo hayamos incrementando el último de los flujos en el crecimiento esperado (3%), y ello dividido entre la diferencia del WACC (8,60%) menos el crecimiento esperado.

Tras la obtención de valor residual, se tiene que sumar dicho resultado al flujo de fondo libre del último año, con ello se obtendrían los cash flow (flujos de caja) de cada uno de los periodos. Una vez obtenidos dichos flujos, hay que realizarle el VAN (valor actual neto), dicho cálculo consiste en la suma de cada uno de los flujos de caja al año en el que se está realizando la valoración, referenciado al WACC. A ello sería necesario restarle la deuda de la empresa y de esa manera se obtendría el valor total de la empresa, en este caso es 974.788,29 miles de €.

De este modo se ha realizado la valoración por flujos de fondo libres de Hijos de Rivera.

5.4.3. Valoración por múltiplos

Posteriormente, tras la valoración por el método anterior se procedió a realizar valoración por múltiplos. Dicha valoración se ha realizado por dos métodos PER y EV/EBITDA.

Lo primero que se ha realizado, para obtener el valor de la compañía por ambos métodos, es la extracción de Reuters de las ratios PER y EB/EBITDA de las empresas competidoras de los últimos doce meses (LTM) y de los próximos doce meses (NTM), como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 9. PER y EV/EBITDA de las competidoras. LTM y NTM

	Per		Ev/Ebitda	
	LTM	NTM	LTM	NTM
Heineken	27,24	20,83	12,53	11,62
constellations brands	26,34	23,08	20,19	17,42
Anheuser Busch	27,54	20,68	13,4	12,15
Diageo	22,06	20,19	17,7	16,54
Molson coors	16,34	13,96	10,08	10,35
Boston beers	31,44	28,82	13,75	14,05
MEDIAS	25,16	21,26	14,61	13,69

Fuente: Elaboración propia

Tras obtener todos los datos de las empresas competidoras, se realizó la media de las ratios. De esta manera se realizaría el cálculo de la valoración de Hijos de Rivera mediante múltiplos, tal y como se muestra en las siguientes tablas.

Tabla 10. Cálculo de la valoración de PER y EB/EBITDA

En miles de €			
PER LTM	PER NTM	Bº Neto	25.106
631.654,38	533.742,93	Deuda	13.428
		Ebitda	75.371
EBITDA LTM	EBITDA NTM		
1.087.617,19	1.018.275,87		

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla anterior se muestran los resultados de la valoración, el valor total de la compañía. En cuanto al PER, su cálculo se realizó con la multiplicación del valor medio (tabla 7), por LTM y NTM, por el beneficio neto del año 2016. De esa manera se obtuvo el valor total de la empresa.

Relativo al cálculo del valor por EV/EBITDA, se realizó mediante la diferencia de la multiplicación de la media de las empresas comparables (Tabla 7) por el EBITDA del 2016 y, ese resultado, menos la deuda de la empresa.

Tras ello se habrá realizado la valoración de la empresa por todos los métodos propuestos para analizar Hijos de Rivera.

Conclusiones

Tras la realización de la totalidad del documento se puede llegar a una serie de conclusiones en torno a la empresa que ha sido el objeto de análisis. Es necesario recordar que se trata de una empresa familiar que no está cotizada, por tanto, el punto de vista desde el que se hizo la valoración fue para obtener el precio de la empresa si se vende, total o parcialmente.

En cuanto, al análisis sectorial de la empresa, se puede concluir que es una empresa que necesita crecer, en todos los sentidos. Hoy en día es la cuarta empresa con mayor volumen de producción en el mercado español. Por tanto, al tratarse de una empresa que está ampliando sus productos, su cuota de mercado y sus recursos, podría llegar a aproximarse a las tres empresas con mayor producción y cuota en el mercado. Al ser una empresa que empezó a ampliar su mercado, ya que hace unos años se encontraba en una situación muy local, se presupone que, si no cambian su política de crecimiento, esta empresa ganará más cuota de mercado, y tendrá un mayor nivel de producción que le acercará a las empresas punteras del mercado.

Relativo a la valoración de la empresa, se ha realizado por dos métodos distintos, descuentos de flujos de fondos y por múltiplos de PER y EV/EBITDA. Tras la realización de dichos métodos, se encuentra que la empresa tiene un valor, por descuento de FFO y múltiplos de EBITDA, de unos mil millones de euros. Obteniendo, por dos métodos distintos, un valor bastante parecido, el cual será el valor final que se establecerá para la empresa. Por parte del método de valoración por múltiplos de PER resulta en un precio muy inferior a los otros dos métodos. Dicho resultado es, de unos 530 millones de euros para los próximos doce meses (NTM) o de 630 millones de euros para los pasados doce meses (LTM). La diferencia entre los distintos métodos de valoración se puede encontrar en dos aspectos distintos. El primero de ellos, por consecuencia de la estructura financiera. Hijos de Rivera se trata de una empresa familiar, y la gran parte de financiación es a través de capital. Por otro lado, hay que tener en cuenta que el cálculo de la valoración por múltiplos de PER se realiza con el beneficio neto. Este es otro de los motivos por los que existe tanta diferencia, ya que las empresas comparables pagan el impuesto de sociedades en otros países distintos. Por dicho motivo, el beneficio neto puede cambiar según el tipo impositivo. Es por ello que existe tanta diferencia entre una valoración y la otra. Por tanto, no tomamos como precio el resultado que se ha calculado como múltiplos PER.

Webgrafía

Hijos de Rivera, web corporativa: <http://www.corporacionhijosderivera.com/>

Estrella Damm, Web: <http://www.damm.es>

Banco de España, Web: <https://cliente bancario.bde.es/pcb/es/menuhorizontal/productoservici/relacionados/tiposinteres/>

Thomson Eikon Reuters, software

Damodaran, Aswath. Web: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Asociación Cerveceros de España <https://cerveceros.org/>

Real Academia Española, Web: <http://www.rae.es/>

Bibliografía

Asociación Cerveceros de España (2016): *Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España*

European Parliament Beer Club (2016): *The Contribution made by Beer to the European Economy*

Damodaran, Aswath (2006): *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*

Feo Parrondo, Francisco (2005): *La industria cervecera en España*

Fernández, Pablo (2005): *Guía rápida para la valoración de empresas*

Fernández, Pablo (2007): *Valoración de empresas*

Fernández, Pablo (2017): *Métodos de valoración de empresas*

Fernández, Pablo (2017): *Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos*

Fernández, Pablo (2017): *El PER, la rentabilidad exigida y el crecimiento esperado*

Fernández, Pablo (2018): *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey*

García Barber, Xavier (2013): *Los orígenes y la implantación de la industria cervecera en España, Siglo XVI - 1913*

Hillier, David and Ross, Stephen and Westerfield, Randolph and Jaffe, Jeffrey and Jordan, Bradford (2013): *Corporate Finance*

Jensen, Michael (1988): The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. En Coffee, Jonh, Lowenstein, Louis y Ackerman, Susan (eds.). *Knights, Raiders and Targets*. Oxford University Press. Nueva York

Mascareñas, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y valoración de empresas*

Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels (2010): *Valuation: measuring and managing the value of companies*