



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# **Fusiones y Adquisiciones en el Mercado del Alcohol**

Impacto de las Fusiones y Adquisiciones en la creación de valor para los accionistas

Autor: Francisco Vallejo Prieto

Director: Rosa Martínez Cal

Madrid  
Abril, 2014

**Resumen:**

El presente trabajo realiza un estudio sobre las fusiones y adquisiciones en el mercado del alcohol. Se ha seleccionado el mercado de las bebidas alcohólicas por el elevado volumen de transacciones y la necesidad de estructurar la información académica al respecto. El estudio desarrolla un modelo soportado por indicadores financieros que permite medir el impacto de las fusiones y adquisiciones en la creación de valor para los accionistas propietarios de las empresas de alcohol. Los resultados del análisis indican que las empresas tienen cierta tendencia a mejorar su rendimiento después del proceso de fusión o adquisición y crear valor para los accionistas. No obstante, no existen evidencias suficientes para afirmar rotundamente que esta mejora en las métricas se debe a la transacción y no a otros factores ajenos a la misma, como el crecimiento orgánico del sector, la gestión eficiente de los directivos, etc.

**Palabras clave:** fusiones y adquisiciones, accionistas, bebidas espirituosas, vino, cerveza, creación de valor, RoE, EVA, BPA.

**Abstract:**

This essay carries out a study on mergers and acquisitions within the alcoholic beverages industry. The topic has been chosen due to the high volume of M&A transactions in the industry as well as the lack of structured academic information on the theme. The study develops a model, which is supported by financial metrics, that enables to analyze the impact of M&A transactions in the creation of shareholder' value. The results of this analysis show that alcohol companies have certain tendency to improve performance after an M&A process and create value for shareholders. Nevertheless, the analysis does not provide enough evidences to assert that this improvement is caused by the transaction, as the financial indicators are also affected by organic growth of the industry, efficient management, etc.

**Keywords:** mergers and acquisitions, alcohol, spirits, wine, beer, shareholder value creation, RoE, EVA, EPS.

## Terminología

**F&A:** fusiones y adquisiciones.

**Driver:** se dice que aquello que fomenta, inicia o potencia un determinado hecho o acción.

**EBITDA:** beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones.

**EV:** enterprise value. Hace referencia al valor de una compañía. Incluye el valor correspondiente tanto a los accionistas como a los acreedores.

**Equity value:** la parte atribuible a los accionistas del valor de una empresa. De manera simplificada se puede definir como el EV menos deuda neta menos minoritarios.

**Múltiplo:** número que hace referencia al cociente del EV o Equity Value de una empresa entre una métrica de la misma. Las métricas más usadas con el EV son EBITDA, EBIT y ventas. Con el Equity Value, lo más común es utilizar el beneficio neto. Cuando se hable de múltiplo a lo largo del trabajo, sin especificar qué múltiplo en concreto, se entenderá que se está haciendo referencia al EV/EBITDA.

**BPA:** beneficio por acción.

**RoE:** retorno sobre recursos propios.

**EVA:** economic value added. Métrica que mide la creación de valor.

**Market share:** cuota de mercado.

**ADR:** American depositary receipts. Las empresas que no son americanas no pueden tener acciones listadas directamente en ningún mercado americano. Para cotizar en dichos mercados han de hacerlo a través de unos títulos llamados ADR.

**Breakdown:** descomposición.

## Tabla de contenido

1.	Introducción.....	3
2.	Marco teórico .....	5
2.1.	Mercado del alcohol.....	5
2.1.1.	Breve historia del alcohol .....	5
2.1.2.	Resumen del mercado mundial del alcohol .....	6
2.1.3.	Mapa del sector .....	10
2.1.4.	Mercado del alcohol en España.....	17
2.2.	Introducción a las fusiones y adquisiciones en el sector del alcohol.....	21
2.2.1.	Introducción a las F&A en el sector .....	21
2.2.2.	Drivers de las transacciones y principales fuentes de sinergias.....	24
2.2.3.	Análisis de las principales transacciones de la última década.....	30
3.	Análisis.....	39
3.1.	Estadísticas de las transacciones .....	39
3.2.	Modelo.....	42
3.3.	Resultados del modelo .....	46
4.	Conclusiones.....	47
5.	Anexos: .....	52
	Anexo 1: Resultados del modelo.....	52
	Anexo 2: Modelación métricas .....	53
	Anexo 3: Tablas de análisis del modelo.....	55
6.	Bibliografía.....	57

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Breakdown de alcohol por categoría .....	6
Gráfico 2	Proyecciones del mercado de bebidas espirituosas .....	7
Gráfico 3	Breakdown de bebidas espirituosas por categoría.....	8
Gráfico 4	Breakdown de bebidas espirituosas por geografía .....	8
Gráfico 5	Proyecciones mercado de cerveza .....	9
Gráfico 6	Proyecciones mercado de vino .....	9
Gráfico 7	Market share empresas cerveceras 2003 .....	11
Gráfico 8	Market share empresas cerveceras 2013 .....	11
Gráfico 9	Evolución bebidas espirituosas en España por segmento .....	18
Gráfico 10	Breakdown empresas de bebidas espirituosas España .....	18
Gráfico 11	Market share empresas cerveceras España.....	21

## Índice de tablas

Tabla 1 Top diez marcas más vendidas de bebidas espirituosas .....	17
Tabla 2 Cash acumulado de empresas alcohol .....	43
Tabla 3 Métodos tradicionales creación valor .....	44
Tabla 4 Métodos alternativos creación valor.....	55
Tabla 5 Promedios Análisis 1 .....	54
Tabla 6 Porcentajes Análisis 1.....	55
Tabla 7 Correlaciones métricas / múltiplos .....	55
Tabla 8 Promedios Análisis 2.....	56

## 1. Introducción

El objetivo de este trabajo es determinar si las fusiones y adquisiciones en el sector del alcohol generan valor para el accionista. Para hacer este análisis es necesario un previo entendimiento del sector así como de las operaciones financieras dentro del mismo. Por ello el marco teórico incluye una detallada descripción de ambos.

De cara a determinar si las F&A crea valor para los accionistas en este sector se va a desarrollar un modelo en el que se compararan métricas previas y posteriores a la transacción. Dado el elevado número de transacciones en el sector se va a seleccionar una muestra. La elección de las métricas a utilizar así como la selección de la muestra se justificará previamente al análisis bajo los resultados de una revisión de bibliografía pertinente.

La hipótesis inicial es que las transacciones sí generan valor para los accionistas siempre y cuando el múltiplo EV/EBITDA esté en línea con la media de la industria. Esta hipótesis inicial queda justificada por las elevadas sinergias tanto de costes como de ingresos que se generan en las transacciones dentro de este sector.

La elección de este tema está motivada por una serie de razones, siendo la principal mi interés tanto en el sector como en las fusiones adquisiciones. El pasado verano tuve la oportunidad de trabajar en el equipo de Gran Consumo de un banco de inversión. Allí serví de apoyo en diversas transacciones de F&A en el sector, en concreto de las bebidas espirituosas. Por otra parte se trata de un tema del que no existe bibliografía previa. Esto supone un obstáculo ya que no se cuenta con ningún tipo de ayuda bibliográfica para el análisis, pero a la vez me permite hacer una aportación original. No obstante, sí que existe extensa bibliografía sobre las fusiones y adquisiciones y el mercado del alcohol por separado.

La metodología aplicada en este trabajo se basa en un análisis cuantitativo. Se va a desarrollar un modelo en el que se estudiará la evolución de una serie de métricas que permitan medir la creación de valor para el accionista. Se tomará como referencia una muestra de transacciones representativas del sector y se trabajará con la evolución de las métricas antes y después de la transacción. Analizando el impacto que tiene la

transacción en estas métricas se podrá determinar si las F&A crean valor para los accionistas en el sector.

El trabajo queda estructurado de la siguiente forma. El marco teórico comienza con una breve introducción histórica. Posteriormente pasamos a hacer un estudio del tamaño y perspectivas de crecimiento del sector y los subsectores a nivel global. El siguiente apartado recoge un mapa del sector en el que hablamos de los principales grupos empresariales, las marcas y los gustos de los consumidores. Después pasaremos a hablar del mercado del alcohol en España, momento en el que comentaremos las particularidades del mercado español. Tras haber hecho un repaso en profundidad de la situación del mercado del alcohol el siguiente paso será estudiar la actividad de F&A. Tras una breve introducción de las F&A en el sector procederemos a estudiar los factores que favorecen las transacciones (*drivers*). En el siguiente epígrafe haremos una descripción detallada de las grandes transacciones del sector en la última década. Como último punto del marco teórico recorreremos las perspectivas de transacciones en el sector en el corto y medio plazo.

Una vez completado el marco teórico y con las herramientas necesarias para profundizar en el tema nos adentraremos en el análisis. Comenzaremos con una explicación de la metodología aplicada y después seleccionaremos las métricas para medir la creación de valor. Tras seleccionar la muestra de transacciones para el modelo procederemos a desarrollarlo. Una vez tengamos los resultados del análisis procederemos a contrastarlos con la hipótesis inicial y sacaremos las conclusiones finales.

## 2. Marco teórico

### 2.1. Mercado del alcohol

#### 2.1.1. Breve historia del alcohol

Las bebidas alcohólicas han formado parte de la vida cotidiana del ser humano desde hace milenios. Los restos arqueológicos de alcohol más antiguos hallados corresponden al 7,000 AC y fueron encontrados Jiahu, un pueblo en la provincia China de Henan. Se trataba de una bebida formada a base de arroz, miel y fruta con una graduación del 20% (McGovern et al, 2004).

A lo largo de la historia la mayoría de las culturas han ido acogiendo el alcohol en sus distintas formas, desde cerveza hasta espirituosos pasando por anises y vinos. Algunos ejemplos son los siguientes:

- Los egipcios daban gran importancia al alcohol; creían que su dios Osiris había creado la cerveza y que por tanto el alcohol debería formar parte del día a día.
- El sura es creado en el valle del Indo en el 3,000 AC. Esta bebida estaba hecha a base de arroz, trigo, caña de azúcar, uvas y otras frutas. Era popular entre los guerreros Kshatriya de la época y era considerada la bebida preferida del dios Indra (Keith, 1925).
- La fermentación de vino originó en Egipto en torno al 7,000 AC y pronto se convirtió en un elemento esencial de los rituales religiosos y la hospitalidad (Flinders, 2004).

Las primeras evidencias de bebidas destiladas tienen lugar en Alejandría en el año 200 DC. Poco después esta práctica se extendería por Asia. A lo largo de la edad media diversas culturas desarrollan diferentes destilados entre ellos el aquavit, el vodka y el eaux-de-vie (Forbes, 1970). El consumo de alcohol se fue extendiendo y aumentando con el paso de los años. En los inicios de la Edad Moderna las religiones cristianas afirmaban que el alcohol era un regalo de Dios y que un consumo moderado del mismo era positivo.

Hasta el siglo XVIII la ebriedad estaba aceptada como un elemento común en la sociedad. No obstante, a partir del siglo XIX la necesidad de trabajadores puntuales y en buen estado hizo que el alcohol se convirtiese en una amenaza para el crecimiento económico. Esto llevó a que la producción de alcohol se prohibiese en algunas zonas geográficas.

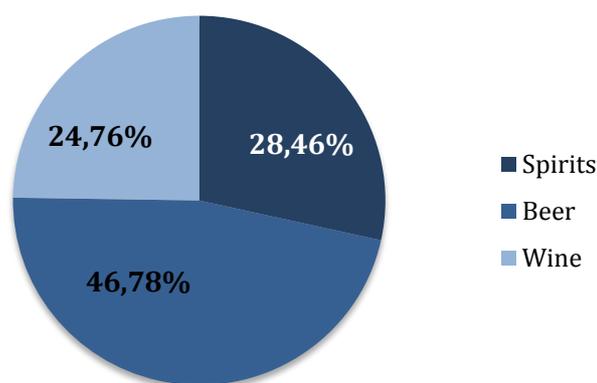
En la actualidad el alcohol está presente en la gran mayoría de estados del mundo. Tan solo ocho países prohíben el alcohol por ley, la mayoría de ellos musulmanes (Harris, 2013). Aun en estos países existen mercados negros de alcohol y muchos permiten la venta de alcohol en ciertos establecimientos como los hoteles. Todas estas circunstancias han hecho que el mercado del alcohol haya tomado las dimensiones que tiene hoy en día.

### 2.1.2 Resumen del mercado mundial del alcohol

El mercado del alcohol facturó US\$1.089tn en 2012. Se puede dividir el mercado en tres grandes categorías: bebidas espirituosas, cerveza y vino. El Gráfico 1 muestra el *share* que cada categoría tiene del mercado global de alcohol (Bank of America, 2013).

Gráfico 1 (Fuente: elaboración propia con datos de IWSR, 2013)

#### Breakdown de alcohol por categoría

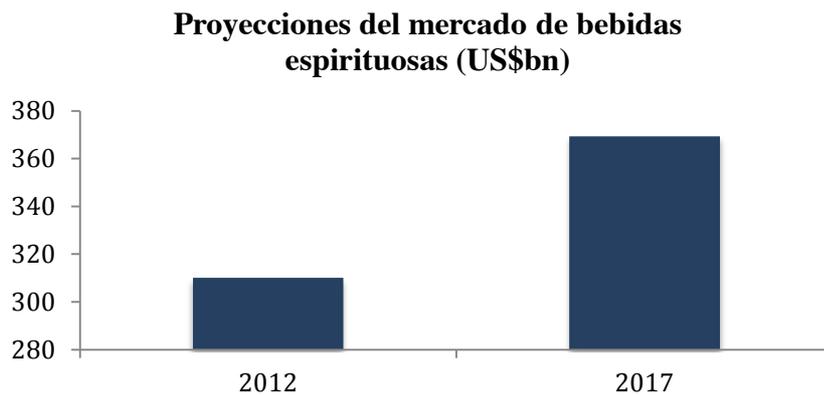


A continuación se comentarán cada una de las categorías:

## Bebidas espirituosas

Son aquellas bebidas con contenido alcohólico procedentes de la destilación de materias primas agrícolas como uvas, frutos secos, cereales, caña de azúcar etc (Federación Española de Bebidas Espirituosas, 2014). Entre ellas se incluyen el ron, whiskey, ginebra, vodka, o los licores, entre otros. En el Gráfico 2 se puede ver que el tamaño del mercado alcanzó los 25.38bn de litros con un valor monetario de US\$310.02bn. Las proyecciones defienden que para el 2017 la categoría de bebidas espirituosas alcanzará los US\$369.25bn con un CAGR de 3,6% (Bank of America, IWSR, 2013).

**Gráfico 2** (Fuente: elaboración propia con datos de Bank of America, 2013)



Dentro de la categoría de las bebidas espirituosas se pueden distinguir una gran cantidad de sub-categorías. El Gráfico 3 muestra los *shares* de cada una de estas sub-categorías. En el Gráfico 4 se puede observar el breakdown geográfico de las bebidas espirituosas.

Gráfico 3 (Fuente: elaboración propia con datos de Euromonitor, Bank of America, 2013)

### Breakdown de bebidas espirituosas por categoría

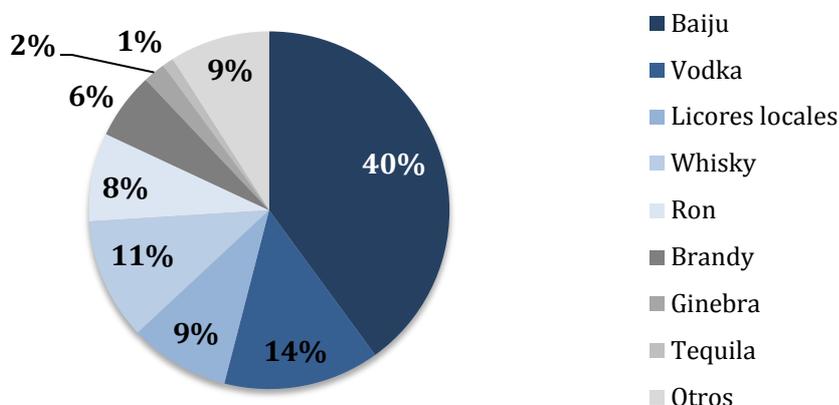
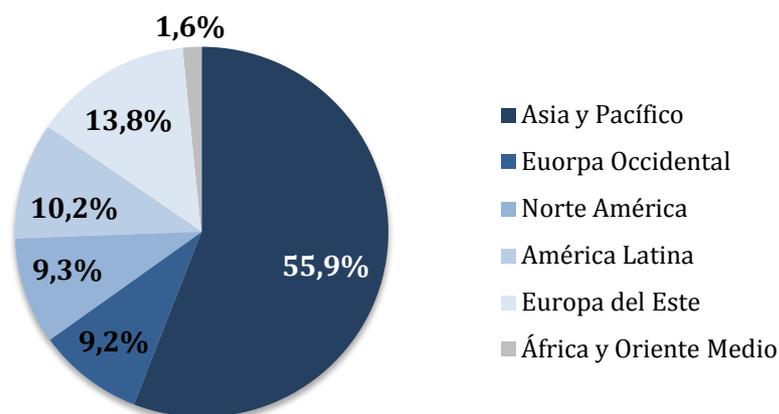


Gráfico 4 (Fuente: elaboración propia con datos de Euromonitor, Bank of America, 2013)

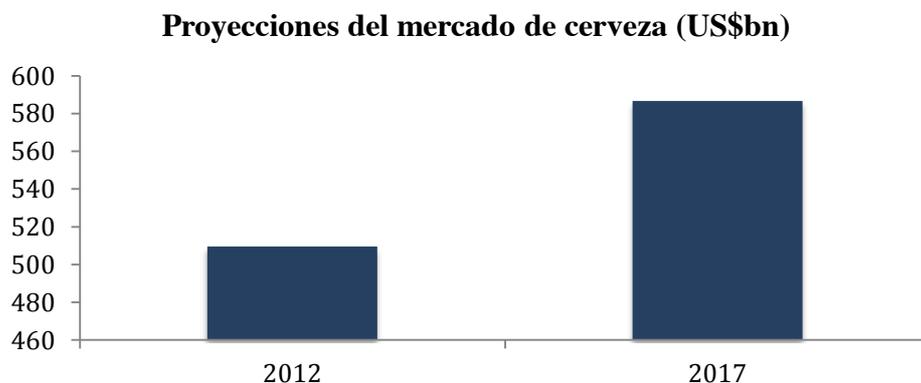
### Breakdown de bebidas espirituosas por geografía



## Cerveza

Bebida alcohólica fabricada mediante un proceso de fermentación a base de malta, agua y lúpulo (Cerveceros de España, 2014). En el Gráfico 5 se puede ver que el mercado de cerveza alcanzó los US\$509bn en 2012 y se espera que para 2017 llegue a los US\$586bn con un CAGR implícito del 2,9%. En términos de volumen este mercado comprende un total de 169bn de litros.

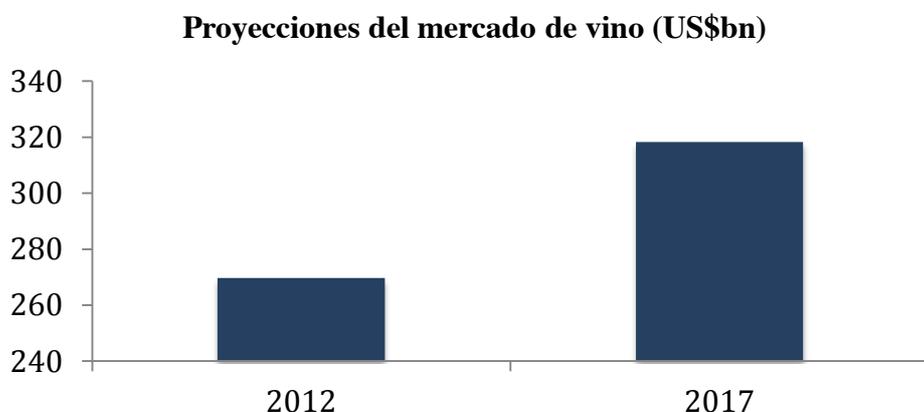
**Gráfico 5** (Fuente: elaboración propia con datos de Research and Markets, 2013)



## Vino

Bebida obtenida de la uva mediante la fermentación de su mosto (Robinson, 2006). El Gráfico 6 muestra el tamaño actual del vino, US\$270bn en 2012 y su tamaño estimado para 2017, US\$318bn. De cumplirse estas estimaciones este mercado estaría experimentando un CAGR del 3,4% en ese periodo.

**Gráfico 6** (Fuente: elaboración propia con datos de IWSR, 2013)



## Comentarios

Tras haber presentado los principales datos del mercado del alcohol se van a comentar ciertos aspectos sobre ellos.

En lo referente a la composición del mercado global cabe destacar el gran peso que tiene la cerveza, que supone un 46,78% del gasto mundial en alcohol. Las bebidas espirituosas y el vino tienen una cuota del 28,46% y 24,76% respectivamente.

Con respecto al crecimiento esperado de cada una de las categorías se puede ver que las bebidas espirituosas son las que tienen una mayor expectativa de crecimiento con un CAGR del 3,6% para el periodo 2012-2017. Le sigue el vino con un CAGR esperado del 3,4%. En último lugar, la categoría de cerveza espera un CAGR del 2,9%.

Dentro de la categoría de las bebidas espirituosas se puede observar un hecho que a priori no se hubiese esperado. La bebida espirituosa más consumida en el mundo es el baiju, que supone un 40% de esta categoría. El baiju es una bebida consumida casi únicamente en china. Es común que se le denomine vino chino, sin embargo en realidad es una bebida destilada con una graduación del 40%-60%, por lo que técnicamente es una bebida espirituosa (Trusch, 2013). Pese a ser la bebida más consumida en el mundo, el baiju no tiene unas perspectivas de crecimiento demasiado positivas. Se trata de una bebida muy común entre la mediana y tercera edad en China, no obstante, los jóvenes chinos no muestran el mismo interés que sus antecesores en esta bebida. Se espera que su consumo se vaya estabilizando y posteriormente disminuyendo (Du, 2013). Esta gran afición china por el baiju explica que Asia y el Pacífico concentren el 55,9% de bebidas espirituosas a nivel mundial.

### **2.1.3. Mapa del sector**

A lo largo de este epígrafe se va a estudiar la más en detalle los distintos sectores. Para cada sector se comentará su composición empresarial así como los cambios en los gustos de los consumidores. Este apartado permitirá entender la fragmentación o concentración de cada uno de los sectores, factor que es fundamental de cara a entender los movimientos de fusiones y adquisiciones dentro de los mismos.

#### **Cerveza**

El sector de la cerveza ha experimentado un fuerte proceso de consolidación durante los últimos años. El Gráfico 7 y el Gráfico 8 muestran la composición del mercado mundial en 2003 y el correspondiente al 2013.

Gráfico 7 (Fuente: elaboración propia con datos de Goldman Sachs y Euromonitor, 2014)

### Market shares por volumen 2003

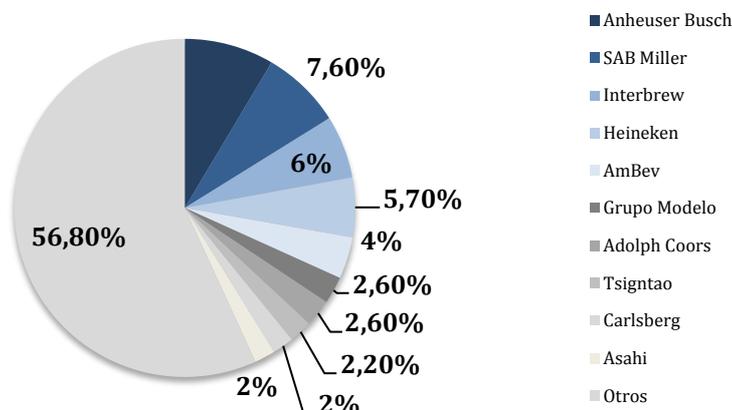
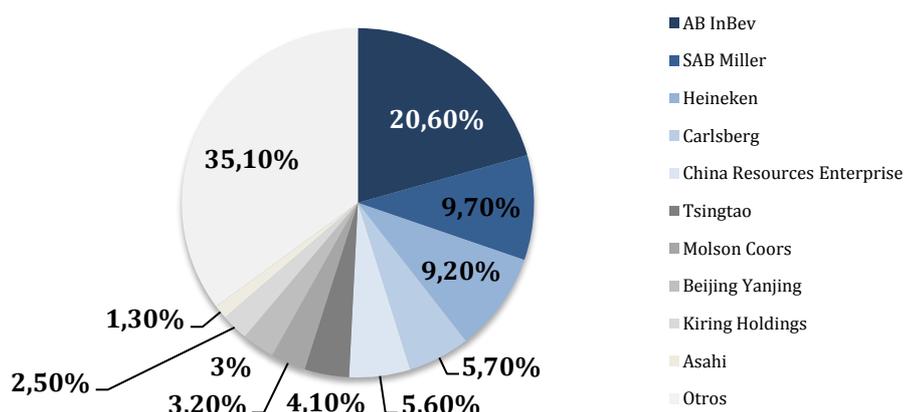


Gráfico 8 (Fuente: elaboración propia con datos de Goldman Sachs y Euromonitor, 2014)

### Market shares por volumen 2013



Se puede observar como los grandes integrantes del mercado han aumentado su cuota de mercado a lo largo de estos diez años. Especialmente fuerte es el aumento de share de Interbrew – actualmente ABInBev – que tras su fusión con Ambev y posteriormente con Anheuser Busch alcanza una cuota de 20,6% en términos de volumen. Otros integrantes como SAB Miller y Heineken han visto un aumento de shares tanto por crecimiento orgánico como a través de adquisiciones.

En la actualidad las cinco mayores empresas controlan más del 50% del mercado, lo cual pone en evidencia el elevado grado de concentración de este sector.

En lo referente a las marcas, se pueden distinguir una serie de marcas de alcance internacional, por otra parte las marcas locales y por último marcas secundarias. La mayoría de las grandes empresas poseen los dos primeros tipos de marcas. Las marcas internacionales se caracterizan por tener cuotas de mercado significativas en un amplio número de países. Por otra parte, las marcas locales están presentes en uno o dos países; y en muchos casos son líderes del sector o poseen cuotas muy elevadas. Por último, las marcas secundarias tienen una presencia geográfica limitada y poseen cuotas de mercado relativamente bajas.

A continuación se especifican las marcas internacionales y locales de las principales empresas del sector. De cara a hacer más amena este epígrafe vamos a prescindir de las marcas secundarias, ya que no son demasiado relevantes:

- **AB InBev:**
  - Marcas internacionales: Stella Artois, Budweiser, Corona, Beck's, Leffe, Hoegaarden
  - Marcas locales: Jupiler (Bélgica), Quilmes (Argentina), Skol (Brasil), Chernigivske (Ucrania), Antarctica (Brasil), Sedrin (China)
  
- **SAB Miller:**
  - Marcas internacionales: Grolsch, Miller, Peroni, Pilsner Urquell
  - Marcas locales: Foster's (Australia), Coors Light (Estados Unidos), Águila (Colombia)
  
- **Heineken:**
  - Marcas internacionales: Heineken, Amstel, Desperados, Sol
  - Marcas locales: Dos Equis (México), Tiger (Sudeste asiático), Cruzcampo (España)
  
- **Carlsberg:**
  - Marcas internacionales: Carlsberg, Kronenbourg
  - Marcas locales: Jacobsen (Dinamarca)

- **China Resources Enterprise:**
  - Marca local: Snow (líder en China)
  
- **Tsingtao:**
  - Marca internacional: Tsingtao

En lo referente a las preferencias de consumidor se está produciendo una tendencia hacia las cervezas artesanales que ofrecen sabores más especiales (Demeter Group, 2013).

Adicionalmente, el sector del alcohol ha ido experimentando una convergencia en los gustos de los consumidores a nivel global. Por una parte, los países que tradicionalmente han sido propensos a la cerveza (p.e. Alemania) han ido disminuyendo su consumo de la misma y aumentando el del vino. Por el otro, los países tradicionalmente vinícolas (p.e. Francia), han aumentando su consumo de vino en detrimento del de cerveza (Smith y Skalnik, 1995).

## **Vino**

La composición empresarial del sector del vino se ha de estudiar desde dos perspectivas geográficas. Por una parte, se encuentra el mercado europeo en el que existe una enorme fragmentación. Es el caso de España, Italia y en mayor medida, Francia. En 1999, solo en la región de Burdeos existían más de 12,000 productores de vino. Por otra parte, las geografías del nuevo mundo, en especial Estados Unidos y Australia, poseen un mercado con elevada concentración. Por ejemplo, en el año 1999 los cuatro mayores productores de Australia poseían una cuota superior al 80% y los cinco mayores de Estados Unidos alcanzaban un share del 62% (The Economist, 1999).

No se ha encontrado información sobre las cuotas de mercado mundiales de las marcas. Esto se debe a la alta fragmentación del sector a nivel mundial. No obstante, la siguiente lista recoge de mayor a menor tamaño los productores líderes del sector (Wine Business, 2012):

1. E&J Gallo

2. The Wine Group
3. Constellation Brands
4. Trinchera Family Estates
5. Bronco Wine Company
6. Treasury Wine Estates

## **Bebidas espirituosas**

El sector de las bebidas espirituosas se caracteriza por estar concentrado, con la salvedad de unos pocos países. Existen dos empresas líderes a nivel mundial, Diageo y Pernod Ricard, que cuentan con cuotas de mercados significativas en la mayoría de los países. Por otra parte, hay una serie de conglomerados internacionales con una fuerte presencia en varios países, pero que no llegan al tamaño de los líderes. Entre ellos se encuentran Beam, Davide Campari, Bacardi, Erdington Group, Brown-Forman y Remy Cointreau.

En último lugar se encuentran las empresas con un papel local. Estas empresas pueden tener market shares pequeños, pero también pueden dominar mercados nacionales. Un ejemplo muy claro es Thai Beverages, empresa productora del licor nacional tailandés, que en 2012 tuvo un share del 83% en ese mismo país (Bank of America, 2013).

Entre los países que poseen mercados concentrados se pueden distinguir dos tipos. En primer lugar, aquellos que poseen una concentración extrema. Es el caso de Thai Beverages en Tailandia, de Hite Jinro en Corea del Sur o de Diageo en Turquía. En segundo lugar, aquellos que tienen una concentración más moderada. Este es el caso de la mayoría de los países europeos, con la salvedad de Irlanda, donde Diageo y Pernod Ricard acaparan el 62% del mercado, y de Alemania, que posee un mercado fragmentado. La mayoría de países americanos y sudamericanos poseen este tipo de mercado.

Por otra parte se encuentran los países con alta fragmentación. El ejemplo más claro es China, en el que no hay ni un solo productor que posea una cuota de mercado superior al 1%. Otros países con mercados fragmentados son Rusia y Alemania. En último lugar

se encuentran ciertos mercados que se encuentran en un punto intermedio entre la fragmentación y la concentración. Estos países son México, Brasil e India.

La realidad de la composición del mercado de las bebidas espirituosas es muy compleja. Sin embargo, sí que se puede afirmar que existe un elevado grado de concentración a nivel global, aunque no tan fuerte como en el sector de la cerveza. Los imperios empresariales creados por Diageo y Pernod Ricard son los principales causantes de esta concentración.

A continuación se especifican las principales empresas de este sector con sus marcas más representativas:

- **Diageo:**

- Whiskey: Johnnie Walker, J&B, Seagram's 7 Crown, Bushmills y Crown Royal
- Vodka: Smirnoff, Ketel One y Ciroc
- Ginebra: Tanqueray y Gordons
- Ron: Captain Morgan
- Otros: Baileys, Pimms y Blossom Hill

- **Pernod Ricard:**

- Whiskey: Ballantines, Chivas Regal, Jameson y Wisers
- Vodka: Absolut y Wyborowa
- Ginebra: Beefeater y Seagram's Gin
- Ron: Malibu y Havana Club
- Otros: Mumm, Jacobs Creek y Ricard

- **Beam:**

- Whiskey: Jim Beam, Maker's Mark, Teachers, Canadian Club y Laphroaig
- Vodka: Pinnacle
- Tequila: Sauza
- Ron: Cruzan y Ronrico
- Otros: Courvoisier y Harveys

- **Bacardi:**
  - Whiskey: Dewar's
  - Vodka: Grey Goose y Eristoff
  - Tequila: Cazadores y Patrón
  - Ginebra: Bombay
  - Ron: Bacardi
  - Otros: Martini
  
- **Davide Campari:**
  - Whiskey: Wild Turkey, Glen Grant y Old Smuggler
  - Vodka: SKYY
  - Ron: Appleton
  - Otros: Frangelico, Campari, Aperol y Cinzano
  
- **Moet Hennessy:**
  - Whiskey: Glenmorangie
  - Vodka: Belvedere
  - Cognac: Hennessy
  
- **Brown-Forman:**
  - Whiskey: Jack Daniel's, Canadian Mist
  - Vodka: Finlandia
  - Tequila: El Jimador
  - Otros: Southern Comfort
  
- **Remy Cointreau:**
  - Ron: Mount Gay
  - Otros: Cointreau y Remy Martin

La Tabla 1 recoge las diez marcas con mayores ventas a nivel mundial de 2012:

**Tabla 1** (Fuente: Bank of America y Euromonitor, 2013)

	<b>Marca</b>	<b>Empresa</b>	<b>Ventas (US\$m)</b>
1	Johnnie Walker	Diageo	5.800,0
2	Smirnoff	Diageo	3.390,0
3	Hennessy	LVMH	2.935,0
4	Bacardi	Bacardi	2.615,0
5	Jack Daniel's	Brown-Forman	2.495,0
6	Absolut	Pernod Ricard	2.345,0
7	Chivas Regal	Pernod Ricard	1.755,0
8	Captain Morgan	Diageo	1.675,0
9	Crown Royal	Diageo	1.390,0
10	Grey Goose	Bacardi	1.380,0

#### 2.1.4. Mercado del alcohol en España

El mercado español del alcohol supone un 2,15% del total mundial. En tamaño es el cuarto de Europa, superado únicamente por Reino Unido, Francia y Alemania (Bank of America, 2013). El valor del mercado se sitúa en torno a los €7.600m contando con la distribución de unos 340 millones de hectolitros. Durante los últimos años ha tenido una leve tendencia contractiva, los datos más recientes indican una contracción del 1% en el último año. El sector del alcohol tiene un *share* del 1,5% en el sector de la agroalimentación y un 0,12% del PIB de España. En términos de volumen el 44% del alcohol consumido en España es cerveza, el 34% vino y el 23% restante corresponde a bebidas espirituosas (Góndola Digital, 2013).

El consumo de alcohol se ve muy potenciado por el gran número de turistas que España recibe cada año. Las bebidas alcohólicas suponen más de un 12% del gasto de los visitantes a España (Federación Española de Bebidas Espirituosas, 2014).

#### **Bebidas espirituosas**

Las bebidas espirituosas han sufrido mucho la crisis económica. En los años previos a la crisis el consumo se estaba estancando. Tan solo mostraba crecimiento el segmento premium. Con la llegada de la crisis el segmento premium sufrió un duro golpe y empezó a contraerse. El segmento estándar incrementó el ritmo de contracción y el

segmento valor redujo su contracción. En 2012 los tres segmentos de precios decrecieron (Bank of America, 2013). La categoría más popular en España es el whisky con un share del 20%, seguida por el ron con un 18% y la ginebra con un 16%. El Gráfico 9 muestra la evolución de los tres segmentos de precio (valor, estándar y premium).

Gráfico 9 (Fuente: Bank of America, IWSR, 2013)

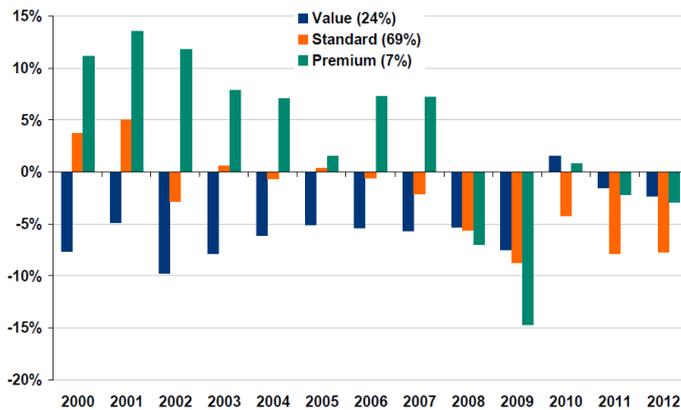
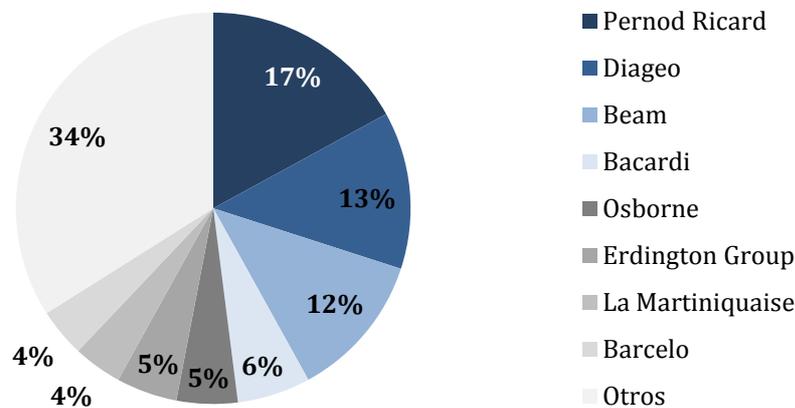


Gráfico 10 (Fuente: elaboración propia con datos de Bank of America, Euromonitor, 2013)

### Breakdown por marcas en España



El reparto del mercado según empresas productoras se especifica en el Gráfico 10. Los dos principales jugadores son los líderes mundiales del sector: Pernod Ricard con un *share* del 17% y Diageo con el 13% de cuota. Las marcas más vendidas de estas empresas son (ordenadas de mayor a menores ventas):

- **Pernod Ricard:** Beefeater, Ballantines, Ruavieja Orujo, Seagram Gin y Absolut
- **Diageo:** J&B Rare, Cacique, Johnnie Walker, Baileys, Smirnoff y Tanqueray

De las marcas de Pernod Ricard y Diageo todas salvo Beefeater, Tanqueray y Seagram Gin han experimentado crecimiento negativo a lo largo de los últimos tres años.

En los últimos años Diageo ha ido perdiendo cuota en la mayoría de categorías. Dicho *share* se lo han ido repartiendo los participantes más pequeños del mercado. Las dos categorías en las que más ha sufrido son vodka y ron. En la primera pasó de tener un share del 43% en 2000 al 20,5% en 2012. En el segmento de ron ha pasado de un 33% en 2003 a un pobre 9% en 2012.

Pernod Ricard ha sufrido una ligera pérdida de cuota también en vodka y ron. No obstante a nivel general muestra una cuota constante en los últimos años. Está experimentando un fuerte aumento de cuota en el segmento de ginebra. Ha pasado de tener una cuota del 17% en 2000 a una del 37% en 2012. Esto es un factor muy positivo para Pernod ya que la ginebra es una de las categorías con mejores perspectivas de crecimiento en España (Euromonitor, 2013).

De los otros grandes participantes del mercado se han de destacar Beam y Bacardi. La primera es propietaria de Larios, que es la ginebra más vendida en España (Beam Global, 2014). La segunda posee marcas tan destacadas como Bombay, Eristoff, Grey Gouse, Martini o la misma Bacardi.

## **Vino**

España es la región del mundo con mayor superficie de viñas en el planeta, en concreto 1,113 millones de hectáreas, lo que supone un 14,5% del total mundial (Federación Española de Vino, 2013). Las últimas estimaciones de Ministerio de Agricultura sitúan a España como primer productor mundial de vino y mosto, adelantando así al previo número uno, Italia (Observatorio Español del Mercado del Vino, 2014). En concreto la producción alcanza la cifra de 50,6 millones de hectolitros.

Las siguientes son las principales compañías del sector vitivinícola, todas ellas con una cifra de negocio superior a los cien millones de euros: Freixenet, J. García Carrión, Codorníu, Arco Wine, Grupo Domecq, Grupo Miguel Torres, Félix Solís y Grupo Faustino (Observatorio Español del Mercado del Vino, 2013).

Se trata de un mercado con una fragmentación muy alta. Existen más de 4.000 bodegas en territorio español. Los cinco mayores productores del sector poseen un *share* combinado del 28%, lo cual es una cifra moderada. No obstante, con la excepción de un reducido número de empresas que tienen cuotas relativamente significativas (2%-4%), el resto del mercado queda repartido entre un elevado número de integrantes.

Esta alta fragmentación es un problema que perjudica al sector en general ya que pocos grupos son capaces de obtener economías de escala. Es cierto que es un sector en el que la mayoría de integrantes no dan prioridad al liderazgo en costes sino a la calidad del producto y su posterior colocación en el mercado. No obstante, sí que es un problema de cara a la comercialización de los vinos. Las empresas no son capaces de construir redes de distribución lo suficientemente extensas como para maximizar las ventas. Adicionalmente, el reducido tamaño de las bodegas hace que sea más difícil construir una buena reputación, sobre todo en el extranjero.

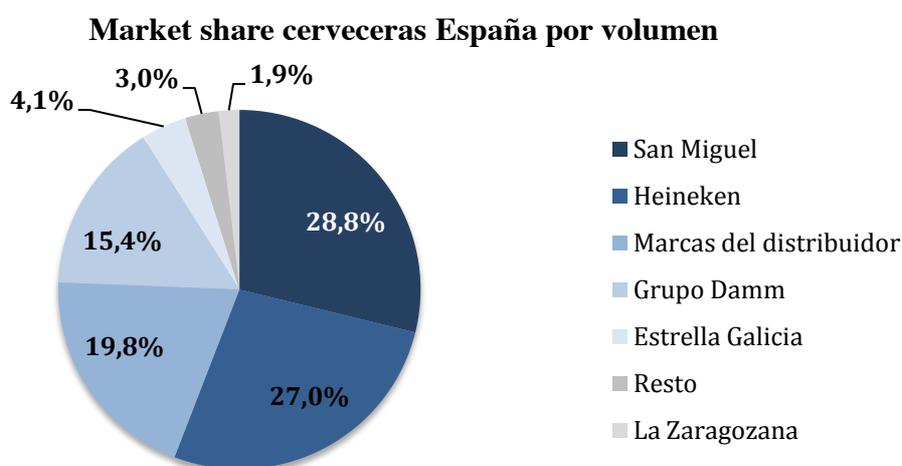
Algunos expertos pronosticaron que el sector tendría graves problemas con la crisis, ya que el reducido tamaño no permitiría a muchas bodegas sobrevivir la caída de la demanda doméstica (Campo, 2010). Esto se ha confirmado en parte y prueba de ello es la gran cantidad de bodegas que se encuentran a la venta en estos momentos. No obstante, muchas otras bodegas han encontrado refugio en la exportación, al igual que gran parte de la economía española.

El sector del vino en España se vería beneficiado de una oleada de fusiones y adquisiciones que aumentasen la concentración del mercado. Gracias a ello las bodegas tendrían una mayor red de distribución y una plataforma mucho más potente a partir de la cual construir y mejorar la reputación de las mismas tanto dentro como fuera de España. Como consecuencia, el sector estará en mejor forma de cara a aprovecharse de un aumento de la demanda interna y a potenciar sus exportaciones a nivel global (Reuters, 2009).

## Cerveza

En 2012 el sector cervecero produjo cerca de 33 millones de hectolitros, un 2% menos que en 2011. Los principales productores a nivel nacional son los siguientes: Grupo Mahou San Miguel (37%); Heineken (30%); Grupo Damm (25%); Estrella Galicia (4%); Compañía Cervecera de Canarias (2%); La Zaragozana (1%); Otros (1%) (Cerveceros Españoles, 2012).

Gráfico 11 (Fuente: Nielsen, 2014)



El Gráfico 11 muestra el market share de las cerveceras en España en términos de volumen vendido. Se puede observar una gran consolidación en el sector ya que tan solo Heineken y San Miguel juntas superan el 50% del mercado. Por otra parte cabe destacar la cuota que tienen las marcas del distribuidor, que poseen un 19,8% del mercado y han ido ganando fuerza con la crisis de los últimos años.

## 2.2. Introducción a las fusiones y adquisiciones en el sector del alcohol

### 2.2.1. Introducción a las F&A en el sector

La industria del alcohol es una de las más activas en el mercado de fusiones y adquisiciones. Solo entre 2008 y 2013 se produjeron 996 transacciones (Capital IQ, 2014). Este gran movimiento de F&A se debe, en parte, al estancamiento del consumo

de alcohol en los mercados maduros – Europa y Norte América. Las empresas se ven obligadas a buscar crecimiento en el exterior, generalmente en mercados emergentes. Las marcas de alcohol requieren un largo espacio de tiempo para construir una reputación y ganar cuota de mercado, por lo que las F&A son una alternativa muy fuerte al crecimiento inorgánico.

Un aspecto que diferencia al sector del resto de industrias es el gran movimiento de marcas entre unas empresas y otras. En otras industrias lo habitual es la compra de la empresa entera o de una unidad de negocio. Sin embargo, en el sector del alcohol la compra de marcas es tan común como la adquisición de empresas enteras. Esto se aplica principalmente a las marcas bebidas espirituosas y a las bodegas de vino; no tanto a los grupos cerveceros.

Durante la última década tanto el número de transacciones por año como su valor acumulado han ido variando considerablemente. Los primeros cuatro años de los dos mil fueron relativamente tranquilos. No obstante, a partir del 2004 el mercado de F&A en el sector fue aumentando su valor hasta alcanzar un máximo en 2008 (Winchester Research, 2012). Con la llegada de la crisis económica el mercado se desplomó. Se ha ido recuperando progresivamente, especialmente en 2012. Sin embargo, los datos de 2013 muestran un nuevo bache en el valor de las fusiones.

La variabilidad del número de transacciones por año está influenciada por varios factores macroeconómicos:

- Estado general de la economía: las fases expansivas del PIB favorecen la actividad de F&A. Por el contrario, las fases contractivas producen el efecto opuesto. Por ejemplo, podemos ver como en los años de bonanza previos a la crisis de 2007 la actividad de F&A en el sector fue muy elevada.
- Incertidumbre: afecta negativamente a la aparición de transacciones. La incertidumbre sobre el futuro de la economía, sentimiento del consumidor y demás variables macroeconómicas tienen un efecto negativo en la inversión de las empresas y por tanto en su inversión en F&A.

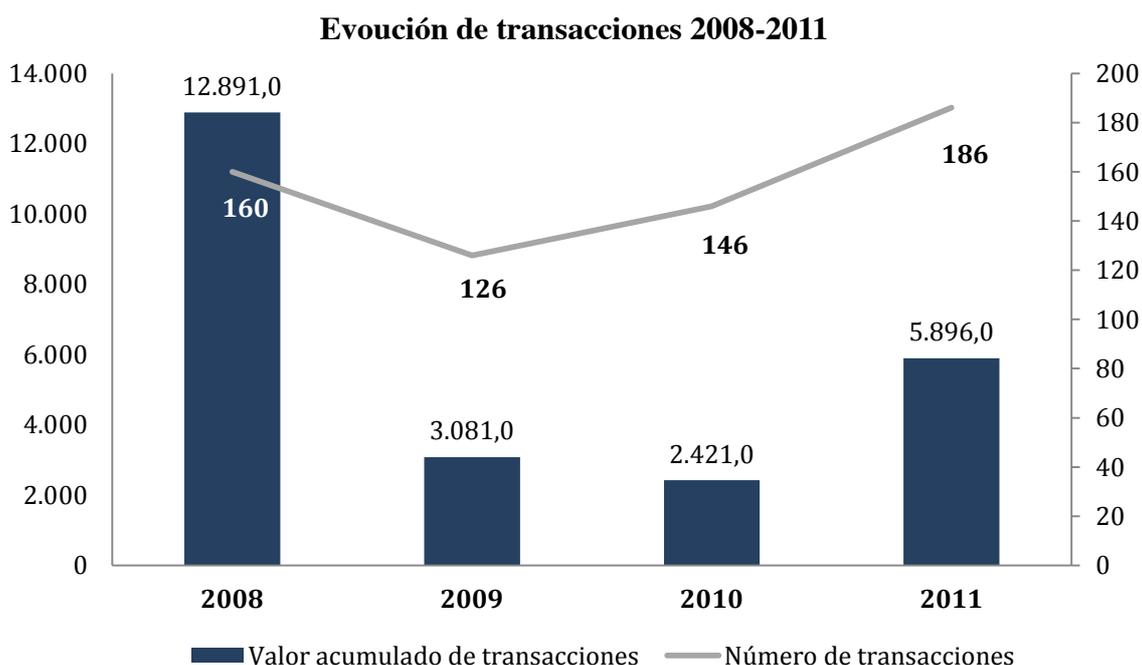
- Acceso a financiación: de cara a poder ejecutar una transacción es esencial tener la capacidad de obtener financiación en los mercados a un coste razonable. Durante 2009, 2010 y 2011 el acceso a financiación estuvo muy restringido, hecho que tuvo una repercusión negativa en las transacciones.

En los años posteriores a la crisis estos tres factores han sido desfavorables. El mercado se ha encontrado ante una economía en mal estado, con gran incertidumbre y con una financiación muy restringida. Esto ha provocado que las empresas se retirasen del mercado de F&A. A lo largo de estos años los grupos empresariales fueron acumulando efectivo en sus balances y no empezaron a darle salida hasta 2012, momento en el que se comenzó a apreciar un significativo aumento en el movimiento de F&A (Winchester Research, 2013). La Tabla 2 y el Gráfico 12 mostrados a continuación muestran lo expuesto en este párrafo.

**Tabla 2** (Fuente: elaboración propia con datos de Winchester Capital, 2012)

Año	Total cash (US\$m)	Tasa crecimiento
2008	4.873,0	1,80%
2009	6.916,0	41,90%
2010	7.870,0	13,80%
2011	12.192,0	54,90%

**Gráfico 12** (Fuente: elaboración propia con datos de Winchester Capital, 2012)



### 2.2.2. *Drivers* de las transacciones y principales fuentes de sinergias

En este apartado se van a analizar los principales *drivers* de las transacciones en el sector. Posteriormente, muy relacionado con lo anterior, pasaremos a estudiar las sinergias de costes más habituales. Existen numerosos factores que fomentan las transacciones en el sector, por lo que resultaría cansino estudiar cada uno de ellos. No obstante, se ha elaborado una lista que incluye aquellos más comunes y que están presentes en la mayoría de las transacciones.

#### *Drivers:*

Los principales drivers de las transacciones en este sector están relativamente en línea con el resto de industrias, aunque presentan ciertas particularidades. Un ejemplo de ello es la importancia que tienen las redes de distribución para las empresas de alcohol, que no son tan relevantes en otros sectores. Por otra parte, al igual que en el resto de industrias se buscan economías de escala mediante la concentración de la producción y reducción de costes unitarios. Pasemos a analizar en detalle cada uno de los drivers:

#### **Ampliación de las redes distribución**

Las redes de distribución son un elemento fundamental en la estructura de una empresa de alcohol. Las adquisiciones pueden estar motivadas por obtener acceso a ciertos canales de distribución. El interés en la red puede venir dado por geografía, por canal o por ambas. Por ejemplo, tanto Pernod Ricard como Diageo han considerado adquirir Davide Campari en carios ocasiones entre otras razones por el interés que tiene su red de distribución en Italia, Francia y América Latina. Esta misma situación puede ocurrir por cuando una empresa tiene un acceso exclusivo a un canal de gran importancia.

#### **Expansión geográfica**

Llegar a nuevos mercados geográficos a menudo es la justificación de operaciones. Ya sea por búsqueda de crecimiento, como hablaremos en el siguiente punto; por diversificación de las operaciones o búsqueda de un nuevo tipo de consumidores.

Con el estado actual de madurez del mercado construir una marca desde cero es muy complicado. Por ello la adquisición de marcas ya existentes en una nueva geografía es una alternativa mucho más rápida y eficiente que el crecimiento orgánico.

## **Crecimiento**

Muy relacionado con el punto anterior está la búsqueda de crecimiento. Es común que empresas en fase de madurez y con bajas tasas de crecimiento adquieran otras más jóvenes con altas tasas de crecimiento. Una forma muy común de hacer esto es mediante la compra de empresas en mercados emergentes, tal y como mencionamos anteriormente.

Este tipo de compras conlleva cierto riesgo de sobreprecio. A veces estas empresas maduras se encuentran en una situación desesperada que les hace sobrepagar en las transacciones. Es cierto que unas mayores perspectivas de crecimiento implican múltiplos más elevados, pero las empresas han de tener cuidado de no pagar demasiado, de lo contrario se estará destruyendo valor para los accionistas.

## **Aumento de gama de productos**

No todos los grupos poseen una amplia gama de categorías. Por ejemplo, las bodegas de vinos a menudo solo ofrecen dos o tres variedades. Esto también se da en el sector cervecero y en menor medida en el de las bebidas espirituosas.

Para el vino y la cerveza no supone un gran riesgo ya que los gustos de los consumidores son relativamente estables. Sin embargo no se da la misma situación con las bebidas espirituosas. Esta industria está expuesta a las modas y por ello centrarse en una sola categoría de bebida espirituosa puede conllevar un elevado riesgo. Ejemplo de ello es el desplome del consumo de vodka en España de estos últimos años. Una empresa que únicamente operase en el segmento del vodka en España se encontraría en una situación crítica, si es que no ha quebrado ya.

Por todo esto es muy común que los grupos adquieran otras empresas para aumentar su cartera de productos y reducir el riesgo operativo. En ocasiones también ocurre que las

empresas compran marcas de alcoholes típicos locales para entrar en nuevos mercados o ganar cuotas. Esto supone una ampliación de variedad a nivel regional. Un ejemplo de ello fue la adquisición de Ypióca por parte de Diageo en 2012. Ypióca se dedica a la producción de cachaça en Brasil y esta compra supuso un fuerte aumento de la presencia en la región.

### **Adquisición de activos estratégicos**

A menudo las transacciones están motivadas por la adquisición de activos de alto interés para la compañía. En el sector del alcohol existen principalmente dos activos que pueden motivar transacciones: marcas e instalaciones productivas. La primera permite ganar reputación y acceso a consumidores mientras la segunda sirve para disminuir costes, mejorar los márgenes operativos y aumentar la capacidad productiva de una forma rápida.

Un ejemplo de una adquisición que se hizo motivada por un activo estratégico fue la de Vin & Sprit (propietario de Absolut Vodka) por Pernod Ricard en 2008. Pernod Ricard justificó la compra por la importancia de la marca Absolut Vodka y por las instalaciones productivas que Vin & Sprit tenía en Estados Unidos, país en el que Pernod Ricard buscaba aumentar su capacidad y escala.

### **Know-how**

Las compras motivadas por la adquisición de know how no son muy comunes en el sector. No obstante, en algunas operaciones sí que aparece como uno de los motivos secundarios.

### **Sinergias de ingresos**

Tal y como mencionamos anteriormente las sinergias de ingresos se encuentran muy relacionadas con la ampliación de redes de distribución. No todos los productos están presentes en todos los canales, ni mucho menos. Por ello cuando dos empresas se fusionan ambas consiguen acceso a la red de distribución de la otra empresa. Ciertamente existe cierto grado de solapamiento en las redes, pero la parte que no se

solapa supone nuevos puntos de venta para la empresa y por tanto una buena oportunidad para aumentar ventas. No obstante, no hemos de olvidar que conlleva cierto riesgo de canibalización entre las marcas de las empresas fusionadas.

### **Sinergias de costes**

Las sinergias de costes son muy similares a las que aparecen en la mayoría de industrias.

### **Economías de escala**

La empresa resultante de una fusión o adquisición es obviamente de mayor escala que la empresa inicial. Esto tiene una serie de ventajas a la hora de interactuar con proveedores y clientes. Adicionalmente, permite una mejora de los costes unitarios que analizaremos más en detalle en los siguientes puntos.

La reducción de gastos generales, el cierre de fábricas y la disminución de costes de distribución son los tres principales ejemplos en los que se pone de manifiesto las economías de escala en el sector. En definitiva lo que ocurre es que la unión de dos compañías implica una mayor producción y una estructura de costes más competitiva y menores costes unitarios gracias a la reducción de gastos estructurales y de producción así como a un mayor poder de negociación con proveedores y clientes.

### **Mejora de las condiciones de negociación con proveedores y clientes**

Lo normal es que tras una fusión las dos empresas empiecen a compartir proveedores de forma que se harán pedidos mayores. Hacer pedidos más grandes da poder de negociación a la empresa que podrá conseguir mejores precios y condiciones de pago. Esto puede aplicarse tanto a los proveedores de materias primas y otros insumos como a los transportistas.

Por otra parte, una ventaja similar se consigue con los clientes. El hecho de tener una cuota mayor permite algunas ventajas. No se obtiene poder de negociación en el precio

pero sí que se pueden conseguir mejores condiciones de pago así como mejor localización en las tiendas.

### **Reducción de gastos generales**

Esta es una de las principales fuentes de ahorro en toda fusión. Al unirse las dos empresas surgen un gran número de duplicidades en las labores y en las instalaciones. La empresa se encuentra en una situación en la que tiene que prescindir de personal y reajustar su espacio de oficinas. Las principales áreas en las que se reduce plantilla son las siguientes: administración, contabilidad, recursos humanos, cúpula directiva, tecnologías de la información y servicio de apoyo.

Todos estos despidos suponen la creación de espacio excedente en las oficinas. Gracias a ello se puede recolocar al personal en otra oficina más pequeña y barata o alquilar el espacio sobrante a otra empresa.

Existen ciertos gastos generales que no deben reducirse ya que puede perjudicar a las ventas y rentabilidad de la empresa. Por ejemplo, la reducción de plantilla de ventas ha de ser mínima ya que muy probablemente tendrá un efecto negativo en la cifra de negocio. También hay que tener especial cuidado con los gastos en I+D. Es beneficioso combinarlas únicamente si operan en la misma línea de negocio, y aun así se ha de ser cauto con la reducción de costes en los esfuerzos de innovación ya que de ello puede poner en juego la viabilidad de la empresa en el futuro. En el caso del sector del alcohol el I+D no es una partida importante por lo que no se le da demasiada importancia a los ahorros en este campo.

Por último, quería mencionar que los despidos no son gratuitos ya que hay que pagar un finiquito. Esto supone un desembolso el primer año a cambio de un ahorro todos los siguientes. Para calcular el valor del ahorro tenemos que hacer una perpetuidad con el salario bruto y cargas sociales de la persona despedida, usando el WACC como tasa de descuento. Si al valor de esa perpetuidad le restamos el coste del despido, obtenemos el ahorro.

## **Cierre de fábricas para optimizar la capacidad productiva**

Cuando dos empresas se fusionan a menudo se da el caso de que las fábricas no están operando a plena capacidad. En estos casos se procede a concentrar la producción en el número mínimo de fábricas necesarias. Hacer esto tiene una serie de beneficios económicos muy ventajosos:

- Ajuste de plantilla: Reducción de personal en las fábricas cerradas que supone un ahorro tal y como he explicado en el apartado anterior
- Descenso de los gastos de alquiler: Cierre de las fábricas implica dejar de pagar un alquiler o en caso de que esté en propiedad, el ingreso correspondiente por la venta de la misma
- Reducción de coste unitario: Aumento de producción en las fábricas permite la reducción de los costes unitarios ya que los costes fijos de cada planta se reparten entre un mayor número de unidades

No obstante, cuando se considera el cierre de fábricas hay que tener en cuenta una serie de posibles implicaciones negativas:

- Costes de desmantelamiento: Finiquitos de personal, desensamblaje de la maquinaria, cese de contratos
- Costes de distribución: Posibles aumentos de los costes de transporte por el cierre de la fábrica. Dependiendo de la localización de las fábricas que vayan a mantenerse, es posible que sea muy costosa la distribución a ciertas zonas geográficas y que por tanto no compense el cierre de la fábrica
- Capacidad: Las fábricas han de tener capacidad para afrontar el aumento de producción a medida que la empresa se desarrolle. Por ello se ha de dejar un margen de capacidad o de lo contrario la empresa tendrá que ampliar las fábricas existentes o construir nuevas en el corto plazo

Tal y como demuestran todos los puntos anteriores el cierre de fábricas ha de ser estudiado y calculado meticulosamente y ha de tener en cuenta todas las implicaciones de la decisión.

## **Beneficios fiscales**

Las fusiones en muchos casos tienen como motivo secundario la búsqueda de beneficios fiscales. Existen tres principales formas en las que las corporaciones pueden usar una fusión para reducir su carga impositiva (Auerbach, 2001):

- Alteración de las políticas de amortización. Tras una transacción generalmente se restablecen los métodos de amortización de los bienes. Normalmente los nuevos métodos aplicados incrementan la amortización. Esto resulta en un menor beneficio antes de impuestos y por tanto un monto menor de impuesto de sociedades
- Uso de créditos fiscales por pérdidas acumuladas. Si la empresa comprada tiene créditos fiscales aun por usar, la empresa compradora puede beneficiarse de ellos
- Apalancamiento. Para financiar las operaciones es común que la empresa compradora se endeude. Fruto de esta deuda la empresa tiene que pagar intereses. Los intereses tienen un efecto negativo en el resultado financiero, lo que supone un menor resultado antes de impuestos y consecuentemente una carga impositiva menor

### **2.2.3. Análisis de las principales transacciones de la última década**

A lo largo de este epígrafe se van a describir las principales transacciones en el sector de la última década. Se comentarán los elementos principales de las mismas, como el múltiplo, EV y la financiación.

#### **Pernod Ricard y Fortune Brands adquieren Allied Domecq (MergerMarket, 2014)**

En mayo de 2005 la compañía francesa Pernod Ricard y el grupo americano de gran consumo Fortune Brands anuncian la adquisición el grupo británico Allied Domecq por un importe de €13,519m. El proceso de adquisición se cierra el 26 de julio del mismo año. La operación se lleva a cabo a través de Goal Acquisition, una empresa participada en un 68% por Pernod Ricard y en un 32% por Fortune Brands. La oferta supone una

prima del 24,9% sobre el precio de cierre de las acciones de Allied Domecq el 4 de abril de 2005. La transacción tiene un múltiplo EV/EBITDA de 13.86. La oferta se presenta al mercado como una Operación Pública de Adquisición y cuenta con el apoyo unánime del consejo de Allied Domecq.

El pago por la adquisición queda conformado de la siguiente forma:

- Pago en efectivo de 545GBP en cash por acción de Allied Domecq
- Entrega de 0,0158 acciones de Pernod Ricard por cada acción de Allied Domecq

Los términos de la adquisición incluyen una cláusula bajo la que Pernod Ricard se compromete a vender ciertos activos como Canadian Club, Maker's Mark, Courvoisier, Sauza, Larios así como los activos de distribución en Alemania, España y Reino Unido a Fortune Brands. Para ello, Fortune Brands tiene que comprar acciones por valor de GBP2.8bn y recibe como contraprestación las acciones correspondientes y los derechos sobre los activos arriba mencionados.

La transacción es financiada a través de un préstamo sindicado de €9bn a Pernod Ricard por un consorcio de bancos formado por JP Morgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, BNP Paribas y Societé Generale. La consideración pagada por Fortune Brands es financiada a través de un préstamo de US\$6bn proveniente de Credit Suisse First Boston y Barclays Capital.

Desde un punto de vista estratégico esta operación forma parte de los constantes esfuerzos de Pernod Ricard por consolidarse como líder mundial en el sector del alcohol. Esta compra supone un importante salto en su expansión geográfica así como una ampliación de la gama de productos ofrecidos, especialmente en el segmento de vinos *Premium*. Las sinergias antes de impuestos que se esperan de la transacción rondan los €300m anuales.

En junio de 2005 el grupo americano Constellation Brands hace una oferta de US\$14bn por Allied Domecq. La oferta no siguió adelante debido a la *break-up fee* que Allied Domecq había acordado con Pernod Ricard.

Tras conseguir todas las aprobaciones regulatorias necesarias la transacción de cierra el 26 de junio de 2005.

### **SAB Miller compra Foster's (MergerMarket, 2014)**

El 17 de agosto de 2011 SAB Miller, la cervecera cotizada en Sudáfrica y Reino Unido, hace una oferta por su contraparte australiana Foster's Group. La oferta valora a Foster's en €8,959m

Los términos de la transacción quedan conformados de la siguiente forma:

- Pago en totalidad en efectivo
- Oferta de AU\$4.9 por cada acción de Foster's

La oferta supone una prima del 8,2% sobre el precio de cotización de Foster's el 20 de junio de 2011 y tiene un múltiplo EV/EBITDA implícito de 15,09. La transacción es financiada a través de un préstamo de US\$12.5bn lo que supone incrementar el ratio Deuda Neta/EBITDA a 3.0.

Se anuncian sinergias y mejoras de las operaciones que quedan concretadas de la siguiente forma:

- Reducción de costes a través de economías de escala a nivel mundial e intensificación de las relaciones con los proveedores
- Reducción de costes fijos de gestión y administración de la empresa
- Implementación de tecnología puntera y know-how en los procesos de producción, almacenamiento y distribución de Foster's

Tras conseguir las aprobaciones regulatorias necesarias la adquisición se cierra el 2 de diciembre de 2011.

### **Pernod Ricard adquiere Vin & Sprit (MergerMarket, 2014)**

Pernod Ricard anuncia el 31 de mayo de 2008 que gana una subasta pública en la que el gobierno sueco pone en venta Vin & Sprit, un productor y distribuidor de espirituosos

y vinos cuya marca más conocida es Absolut Vodka. El precio que paga Pernod Ricard asciende a €5,626, cifra que incluye €346m de deuda neta. El múltiplo EV/EBITDA de la operación es de 23,29.

La transacción es financiada a través de un préstamo sindicado de BNP Paribas, Calyon, JP Morgan, Natixis, Royal Bank of Scotland y Société Generale. Los términos exigen el pago de Vin & Sprit de un dividendo de €85m al gobierno sueco antes del cierre de la transacción.

El objetivo de esta adquisición de Pernod Ricard es aumentar su cuota de mercado en el mercado del vino y los espirituosos Premium. Por otra parte, Pernod Ricard posee una excelente red de distribución de la cual Absolut Vodka puede beneficiarse. Adicionalmente, la adquisición supone un incremento del 15% en volumen de espirituosos, lo que permite una mejora de las economías de escala.

En el proceso de subasta Pernod Ricard tuvo como principales rivales a los capital riesgo Nordic Capital e Investor AB, así como un consorcio formado por el capital riesgo Ratos AB y el grupo americano Bacardí Corporation.

La Comisión Europea plantea trabas a las fusión debido a temas de competencia en los siguientes mercados:

- Licores de anís en Finlandia
- Ginebra en Polonia
- Vodka en Grecia
- Cognac, whiskey y ginebra en Suecia

Para resolver estos problemas de competencia Pernod Ricard propone hacer las siguientes ventas de activos:

- Dry Anis en Finlandia
- Serkova Vodka en Grecia
- Lubuski Gin en Polonia
- Star Gin, Red Port y Grönstedts en Suecia

La transacción se cierra el 24 de julio de 2008 tras conseguir la aprobación regulatoria de la Comisión Europea.

### **Beringer Blass adquiere Southcorp Wines (MergerMarket, 2014)**

El 13 de enero de 2005 Beringer Blass, la unidad de negocio de vino propiedad de Foster's Group, anuncia la compra del 100% del capital social de Southcorp Wines por un importe de US\$2,813m. Dicho importe incluye una deuda de US\$353m que Beringer Blass tendrá que asumir.

Beringer Blass adquirió una participación del 18,8% en Southcorp de Reline Investments, el vehículo de inversión de la familia Oatley, a AU\$4,14 por acción. Adicionalmente hizo una oferta pública para adquirir el resto de acciones de la empresa al mismo precio al acordado con la familia Oatley. Este precio supuso una prima del 1,8% sobre el precio de cotización del día anterior. El múltiplo EV/EBITDA de la operación fue 14,9x, cifra que está casi un 50% por encima de los múltiplos comparables. La empresa justificó este múltiplo alegando el gran encaje estratégico de Southcorp en la actividad de Beringer Blass. La operación se marcó como objetivo tener un impacto positivo en el BPA para el segundo año, aunque finalmente consiguieron tenerlo en el primer año. Fruto de la transacción Southcorp dejaría de cotizar en el Australian Stock Exchange.

La oferta quedó sujeta a la obtención de una participación de al menos un 90% así como al visto bueno de las entidades regulatorias. Dicha aprobación regulatoria se obtiene el 24 de marzo de ese mismo año. El 22 de abril, dado que tan solo había conseguido una participación del 12,2%, Beringer Blass decide subir su oferta a AU\$4,26 y reduce al 50% la participación requerida para la ejecución de la oferta. Con estos nuevos términos el grupo se hace con un 20% adicional. El 11 de mayo se elimina el requisito del 50% de participación y la oferta se declara incondicional. Para el 6 de junio, fecha en la que finaliza el periodo de la oferta, el grupo había adquirido un 96,1% de Southcorp. El día después inicia el proceso de venta obligatoria de la participación del 3,9% restante.

## **Interbrew adquiere Ambev (MergerMarket, 2014)**

El grupo belga Interbrew y el brasileño Companhia de Bebidas das Americas (AmBev) acordaron una fusión que sería llevada a cabo en tres fases. El valor de la transacción alcanzó los €11,300m, incluyendo deuda. La empresa resultante de la fusión se inicialmente se llamaría InterbrewAmBev, aunque finalmente se denominó InBev. El precio pagado implica un múltiplo EV/EBITDA de 12,8x.

La transacción se llevó a cabo de la siguiente forma. En primer lugar Interbrew emitió 141,4 millones de acciones nuevas con las que adquiriría Braco SA, una entidad intermedia que poseía 8,25 billones de acciones ordinarias de Ambev, que representaban el 21,8% de su capital social y un 52,8% de sus votos. Las nuevas acciones emitidas por Interbrew suponían el 24,7% del capital social de la empresa, valorado en aproximadamente €3,3bn. La segunda fase de la transacción consistía en la adquisición de Labatt, la subsidiaria canadiense de Interbrew, por parte de Ambev. Esta subsidiaria incluía una participación del 30% en Femsa Cercesa y del 70% en Labatt USA. Como contraprestación a Labatt, Ambev ofrecería 9,5 billones de acciones ordinaria y 13,8 billones de acciones preferentes. Tras esta fase Interbrew tendría el 52% del capital social de Ambev y el 71% de los derechos de voto. Por otra parte, la Fundação Antonio e Helena Zerrenner seguiría controlando el 15% de los derechos de votos con una participación económica del 7%; y los accionistas públicos el 14% de los derechos de voto con un 41% de participación económica.

Posteriormente, bajo la legislación brasileña Interbrew estaba obligada a hacer una oferta pública por las acciones públicas de Ambev, por las que tenía que ofrecer al menos un 80% del precio pagado por acción a Braco SA. Tras la fusión las acciones de Ambev sin derecho de voto seguirían cotizando en la bolsa brasileña y en la New York Stock Exchange en forma de ADR. Adicionalmente, las acciones de la empresa resultante de la fusión, InBev, cotizaría en el Euronext Brussels. Desde un punto de vista estratégico la transacción tenía como objetivo aumentar la presencia de Interbrew en los mercados emergentes. Se estimaron unas sinergias totales de €280m anuales.

El 27 de agosto de 2004 los accionistas tanto de Interbrew como de Ambev aprueban la fusión. El 14 de febrero de 2015 InBev inicia una oferta para adquirir las acciones

ordinarias de Ambev que aun no controla. El 30 de marzo de ese mismo año InBev anuncia que tras finalizar el periodo de la oferta posee un 80,99% de los derechos de voto de Ambev y un 54,16% del capital de la misma.

### **InBev adquiere Anheuser Busch** (MergerMarket, 2014)

El 11 de junio de 2008 Anheuser Busch, el grupo cervecero americano propietario de Budweiser, recibió una oferta no solicitada por parte del grupo belga InBev a US\$65 por acción. El 26 de junio Anheuser Busch rechaza la oferta al considerarla insuficiente. El día posterior lanzaría un plan estratégico para justificar el rechazo de la oferta de InBev. Tras este movimiento el proceso tomó carácter hostil hasta el punto que Anheuser Busch demandó a InBev.

El 14 de julio de 2008 InBev elevó la oferta a US\$70 por acción. Estas nuevas condiciones fueron aceptadas por el consejo de Anheuser Busch. Ese mismo día se cierra el acuerdo de fusión. El precio pagado supuso una prima del 5,26% sobre el precio de cotización del día anterior y del 19,96% sobre el precio de cotización de 11 de junio, previo a los rumores de la fusión. El valor de la transacción alcanza los US\$50,3bn y tiene un múltiplo EV/EBITDA implícito de 15,01x. La oferta de InBev estuvo condicionada a la obtención de una participación mínima del 75%. La fusión crearía un gigante global en el sector de la cerveza con elevadas sinergias tanto de costes como de mejora de ingresos. Se estimaron unas sinergias de US\$500m anuales.

Se trata de la mayor fusión de la historia del sector del alcohol. La empresa resultante, que fue denominada AB InBev, tiene una cuota de mercado de cerca del 21% a nivel mundial y es propietaria de algunas de las principales marcas de cerveza del mundo como Budweiser, Corono, Stella Artoise, Beck's o Leffe.

InBev financió la transacción a través de un préstamo sindicado de US\$45bn y un préstamo puente de US\$7bn. El préstamo puente tiene un vencimiento de seis meses, periodo en el que vendería activos valorados en US\$7bn para financiar la adquisición. La financiación fue ofrecida por un consorcio de bancos entre los que se incluyeron: Banco Santander, Bank of Tokyo, JP Morgan, Deutsche Bank, Barclays Capital o BNP Paribas.

### **Constellation Brands adquiere BRL Hardy Limited (MergerMarket, 2014)**

El 16 de enero de 2003 el grupo de vino americano Constellation Brands acordó adquirir BRL Hardy Limited, el productor y distribuidor de vino australiano. El precio acordado fue de US\$23,23 por acción de BRL. El valor total de la operación fue de US\$1,4bn, cifra que incluía unos US\$325m de deuda. El precio supuso una prima del 37% sobre el valor de las acciones de BRL el 13 de enero. La transacción tuvo un múltiplo EV/EBITDA de 24x, muy por encima de la media del sector.

La transacción fue financiada a través de efectivo en el balance así como de una disposición bancaria con un límite de US\$2bn. Los accionistas de BRL fueron tuvieron la opción de elegir entre ser pagados en efectivo, en acciones de Constellation Brands o en una mezcla de las dos. La alternativa de pago en acciones tuvo un límite de 15 millones de acciones. De haber elegido el pago en acciones, cada acción de BRL recibiría 0,268 acciones de Constellation Brands. Desde un punto de vista estratégico la transacción fue justificada por la necesidad de crecimiento.

La operación fue aprobada por la junta directiva de BRL el 20 de marzo de ese mismo año. Una semana más tarde las autoridades regulatorias dieron el visto bueno. La transacción se cerró el 9 de abril.

### **AB InBev adquiere Grupo Modelo (MergerMarket, 2014)**

El 29 de junio de 2012 AB InBev selló la adquisición de Grupo Modelo, la cervecera mexicana, por un importe de US\$20,1bn. Tras la fusión de Anheuser Busch con InBev, la segunda había heredado una participación del 30% en Grupo Modelo. Con esta operación AB InBev busca obtener el 100% del grupo mexicano. El precio ofrecido es de US\$9,15 por acción lo que supuso una prima del 50% sobre el precio de cotización de la semana anterior. El EV/EBITDA de la transacción fue de 16,2x.

La operación se ejecutó en dos fases. Una primera en la que la matriz de Grupo Modelo, su subsidiaria operativa y su fabricante de botellas de vidrio se fusionaron. En la segunda fase AB InBev compró la entidad resultante de la fusión del Grupo Modelo.

La fusión tuvo como objetivo generar al menos US\$600m de sinergias anuales a través de reducción de costes y complementariedad de ventas. Grupo Modelo mantuvo su sede en México DF e incorporó dos consejeros al consejo de dirección.

La empresa resultante de la fusión tendría una cuota de mercado de cerca del 50% en Estados Unidos. Por ello, Grupo Modelo vende su participación del 50% en Crown Imports a Constellation Brands para rebajar la presión de las entidades regulatorias de competencia. AB InBev fue asesorado por Lazard mientras que Grupo Modelo contó con el apoyo de Morgan Stanley.

### 3. Análisis

#### 3.1. Estadísticas de las transacciones

Tras haber hecho un extenso marco conceptual para contextualizar el estudio, es el momento de proceder al análisis de datos para contrastar la hipótesis inicial. Tal y como se mencionó al principio, el objetivo de este estudio es analizar el impacto que tienen las fusiones y adquisiciones en el mercado del alcohol para determinar si crean o destruyen valor para el accionista.

El análisis se va a llevar a cabo de la siguiente forma. Se parte de una lista de las transacciones, con un valor superior a los US\$100m, en cada uno de los sectores – cerveza, vino y bebidas espirituosas – desde 2003 a 2013. Es importante la separación de las transacciones de los tres sectores por si se diese el caso de que crean valor en un sector pero en otro no. De esta forma si un sector genera valor pero otro no, los datos no se compensarán y no mostrarán un resultado global neutro. La elección del horizonte temporal está fundamentada en hacer un análisis de transacciones que no hayan quedado obsoletas. Por otra parte se han eliminado las transacciones con un valor inferior a US\$100m porque el análisis no busca estudiar transacciones tan pequeñas, el objetivo se centra más bien en empresas de capitalización media y elevada.

Se procede a hacer una búsqueda en MergerMarket con los parámetros mencionados. Esta búsqueda arroja un total de 404 transacciones. No obstante hay que hacer una serie de filtros para adaptar los datos a los objetivos del análisis. En primer lugar, MergerMarket incluye de forma automática a las transacciones de bebidas refrescantes en la búsqueda, por lo que estas se han de eliminar. Adicionalmente, tras ver la cantidad de transacciones que se sitúan en el umbral de los US\$100m-US\$200m, se eleva el límite inferior de transacción hasta los US\$200m. Por otra parte, es necesario eliminar aquellas transacciones que tan solo supongan la adquisición de una pequeña participación. Para el propósito del análisis se va a considerar actividad de fusiones o adquisiciones aquellas transacciones que superen una participación del 30%, eliminando las que no cumplan esta regla. Tras hacer estos ajustes a la lista de transacciones quedan un total de 108 operaciones.

Antes de pasar a hacer el análisis del impacto de las transacciones se realizará un breve análisis de las estadísticas de las transacciones por cada sector. Todas las estadísticas expuestas están calculadas a partir de la lista ajustada, no la inicial.

## **Cerveza**

El sector cervecero acumula el 52% de las transacciones que se llevaron a cabo en el periodo. No obstante, en términos de valor las transacciones del sector suponen un 77% del total. Si comparamos este porcentaje con el share que tiene la cerveza en el mercado del alcohol (47%) se puede observar que este sector tiene más transacciones en términos relativos que el sector del vino y las bebidas espirituosas. Esto queda explicado en parte por el hecho de que los grupos cerveceros poseen estructuras empresariales muy complejas en las que hay constantes adquisiciones y ventas de subsidiarias regionales, hecho que se puede comprobar con ejemplos como el de Hite, Carlsberg o San Miguel.

En lo referente al tamaño, las transacciones quedan divididas de la siguiente forma. El 46% de las transacciones son consideradas grandes – valor superior al billón de dólares. El 16% de las operaciones fueron medianas – entre US\$500m y US\$1,000m. El 38% de las transacciones fueron pequeñas – valor inferior a US\$500m.

## **Vino**

El sector del vino acaparó un 18% de las transacciones que en término de valor supusieron un 5% del total. El 26% de las transacciones fueron de gran tamaño frente al 16% y 58% de operaciones que fueron medianas y pequeñas respectivamente. Es importante mencionar que un elevado número de transacciones del sector del vino tuvieron que ser eliminadas por tener un valor inferior a los US\$200m.

Como se mencionó en un apartado anterior el sector del vino tiene una alta fragmentación, especialmente en Europa. Es decir, las transacciones son en su mayoría de un tamaño reducido como muestran las estadísticas. Esto explica porqué hay esa diferencia tan grande entre el porcentaje de número de transacciones y el de valor de las mismas.

## **Bebidas espirituosas**

Las bebidas espirituosas se quedan en un punto intermedio entre el sector de la cerveza y el del vino. El 31% de las transacciones correspondieron a este sector. En valor acumularon un 18% del total del mercado. En términos de tamaño el 15% de las transacciones fueron grandes, el 21% medianas y el 64% restante pequeñas.

En el sector de las bebidas espirituosas existe un pequeño número de operaciones con valores muy altos y una gran cantidad de operaciones con valores más reducidos. Esto sucede porque son pocas las operaciones en las que se compra un grupo de alcohol entero, sobre todo estos últimos años. No obstante, sí que hay mucho traspaso de marcas de un grupo a otro. Este traspaso de marcas explica ese porcentaje tan elevado de pequeñas y medianas transacciones.

## **Múltiplos**

La base de datos con la que se ha trabajado no disponía de los múltiplos de todas las transacciones por lo que las estadísticas se han tenido que hacer solamente con aquellos que estaban disponibles.

El múltiplo EV/EBITDA medio pagado en las transacciones es el siguiente:

- Cerveza – 16,6x
- Vino – 18,6x
- Bebidas espirituosas – 15,3x

Se puede observar que el rango de los tres sectores oscila entre un 15,5x y un 18,5x aproximadamente. Este abanico es relativamente reducido. Dada la similitud de los sectores y de los múltiplos se puede decir que los tres sectores pueden considerarse comparables a la hora de aplicar la valoración por múltiplos. De hecho, en la práctica es común aplicar múltiplos de uno de los dos sectores si no existen otras empresas comparables dentro del sector de la empresa a valorar.

## 3.2. Modelo

El siguiente paso es desarrollar un modelo que permita medir el impacto de las transacciones en la creación de valor. Para ello primero se han de tomar dos decisiones:

- Seleccionar las transacciones para la muestra
- Elegir las métricas más adecuadas para medir la creación de valor para el accionista

Una vez se hayan elegido las métricas y las transacciones se procederá a explicar el funcionamiento del modelo para después mostrar los resultados del mismo.

### **Selección de transacciones**

Las transacciones elegidas como muestra son las siguientes:

- Cerveza:
  - InBev – Anheuser Bush
  - AB InBev – Grupo Modelo
  - Interbrew - Ambev
  - SAB Miller – Foster’s Group
  - Carlsberg – Carlsberg Breweries
  - Heineken – Asia Pacific Breweries
- Vino:
  - Beringer Blass – Southcorp Wines
  - Constellation Brands – Robert Mondavi
- Bebidas espirituosas:
  - Pernod Ricard – Allied Domecq
  - Pernod Ricard – Vin & Sprit
  - Diageo – United Spirits
  - Brown Forman – Grupo Industrial Herradura
  - Diageo – Mey Icki Sanayii
  - Davide Campari – Wild Turkey

La elección de estas transacciones queda justificada por las siguientes razones:

- En su conjunto ofrecen una buena diversidad geográfica
- Su tamaño es suficientemente grande como para afectar al *status quo*
- Tienen un reparto relativamente homogéneo a lo largo de la década

### Selección de métricas

De cara a elegir la métrica más adecuada se ha recurrido a bibliografía sobre el tema. Se pueden distinguir dos tipos de métricas para la medición de la creación de valor (Gunn, 2000):

- Tradicionales:
  - RoI (*Return on Investment*): Beneficio Neto / Valor Contable Activos
  - RoE (*Return on Equity*): Beneficio Neto / Valor Contable RRPP
  - RoCE (*Return on Capital Employed*): (Resultado de Explotación + Intereses) / (Activos Totales – Deuda sin coste – Deudas Fiscales Diferidas)
- Alternativos:
  - EVA® (*Economic Value Added*): NOPAT – WACC \* Capital Total
  - SVA® (*Shareholder Value Added*): Valor Presente de Cash Flows + Valor presente de importe de liquidación a final de horizonte temporal – Importe de liquidación actual
  - CFROI® (*Cash Flow Return on Investment*): cálculo complejo

Estas métricas tienen una serie de ventajas y desventajas que quedan recogidas en la Tabla 3 y la Tabla 4:

**Tabla 3** (Fuente: elaboración propia con datos de Gunn, 2000)

Métodos tradicionales			
Condición	P/E	EV/EBITDA	RoE
Uso simple	Sí	Sí	Sí
Aplicable a través de distintas industrias	No	No	No
Correlación con retorno para accionista	No	No	NA
Incorpora el riesgo	No	No	No
Incorpora inversión incremental	No	No	NA
Estima cambio en valor	No	No	No

**Tabla 4** (Fuente: elaboración propia con datos de Gunn, 2000)

<b>Métodos alternativos</b>			
	<b>EVA®</b>	<b>SVA</b>	<b>CFROI®</b>
<b>Uso simple</b>	No	NA	No
<b>Aplicable a través de distintas industrias</b>	No	Sí	Sí
<b>Correlación con retorno para accionista</b>	No	NA	Sí
<b>Incorpora el riesgo</b>	No	Sí	Sí
<b>Incorpora inversión incremental</b>	Sí	Sí	Sí
<b>Estima cambio en valor</b>	No	Sí	Sí

Según Gunn, el CFROI® desarrollado por Holt Investments es la métrica más completa aunque no deja de tener desventajas como todas las demás. Por otra parte defiende que el EVA® y SVA son métricas más precisas que las tradicionales.

Dentro de las métricas tradicionales, el P/E y el EV/EBITDA presentan una correlación muy baja con la creación de valor para el accionista (Nyiramahoro y Shooshina, 2001). El RoI, RoE y RoCE presentan correlaciones más elevadas, pero tienen la desventaja de estar sujetas a normas contables heterogéneas que perjudican la comparabilidad entre empresas de distintos sectores y geografías (Copeland y Koller, 2000). A la hora de elegir entre RoI, RoE y RoCE, el RoE es la métrica que mejor se adapta a los objetivos del trabajo ya que se busca la creación de valor para el accionista y el *equity* es el concepto correspondiente – frente a *investment* (ROI) y *capital employed* (ROCE).

Las métricas alternativas presentan una mayor correlación con la creación de valor así como otros beneficios que mejoran la precisión de las mismas. El problema con estos métodos es la complejidad de su cálculo y la dificultad para encontrar los datos necesarios para calcularlas. De las tres métricas alternativas tan solo el EVA® tiene un cálculo factible para este trabajo. El CFROI® y el SVA® requieren proyecciones de *cash flows*, datos que no están disponibles al público, por lo que no se podrán calcular.

Tras haber repasado la bibliografía y teniendo en cuenta los objetivos del trabajo, las métricas que mejor se adaptan son el RoE y el EVA®. Por otra parte, la métrica tradicional más usada por bancos de inversión para medir el impacto de una transacción es el BPA, por lo que también se usará esta métrica.

Para obtener los datos para calcular estas métricas se recurrirá a los informes anuales de las compañías compradoras. Todas las empresas de la muestra son públicas por lo que están obligadas a publicar sus cuentas anuales. Todos los datos necesarios para el cálculo de estas tres métricas están incluidos en los informes anuales. Los datos necesarios son:

- BPA: viene especificado directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias
- RoE: beneficio neto normalizado, valor contable de recursos propios
- EVA®: resultado de explotación normalizado, WACC, tipo impositivo efectivo, deuda con coste a corto y largo plazo, valor contable de recursos propios

Se va a trabajar con las métricas de la empresa compradora. Es la empresa compradora la que consolida los resultados de la adquirida, la que se endeuda y emite acciones para pagar la transacción. Por tanto son sus métricas las que se van a ver afectadas y las que se han de analizar.

### **Funcionamiento del análisis**

De cara a determinar si hay creación de valor o no, se van a comparar las métricas previas a la transacción con las posteriores. Es habitual que una operación tenga efecto negativo durante el primer año por los costes no recurrentes de la operación y reestructuración, de haberlos. Estos costes incluyen pago a asesores legales, estratégicos y a bancos de inversión. Por otra parte, los posibles costes de reestructuración incluyen el pago de finiquitos o el coste de desmantelamiento de fábricas. Para no correr el riesgo de que estos costes distorsionen el análisis vamos a utilizar métricas normalizadas. Usar este tipo de métricas permite mantener al margen los costes extraordinarios y poder por tanto estudiar el impacto real de la transacción en la creación de valor.

Con el objetivo de hacer más completo el análisis se van a comparar las métricas previas a la adquisición no solo con el año posterior a la adquisición, pero también con el segundo año posterior a la misma. En el caso del BPA y del EVA® se calculará el incremento porcentual del valor previo con el posterior. Ya que el RoE se expresa en porcentaje, se calculará la diferencia del valor posterior con el previo en vez del cambio porcentual. Estos cambios en las métricas reflejarán el impacto de las transacciones.

### **3.3. Resultados del modelo**

Los resultados del modelo se muestran en los Anexos 1, 2 y 3. El Anexo 1 incluye las métricas de cada transacción y sus variaciones año a año. El Anexo 2 recoge la modelación de cada métrica, es decir, el proceso de obtención de las mismas. Por último, el Anexo 3 contiene todas las tablas con la información del modelo procesada y mostrada de una manera clara e intuitiva. En el siguiente apartado, el de conclusiones, se hará referencia frecuentemente a las tablas del Anexo 3, ya que las conclusiones están fundamentadas en los resultados mostrados en las mismas.

## 4. Conclusiones

Tal y como se indicó al inicio, el objetivo de este trabajo es estudiar el impacto de las fusiones y adquisiciones en la creación de valor en empresas del sector del alcohol.

En los epígrafes anteriores se ha hecho una revisión de la bibliografía para determinar cuáles son las mejores métricas para medir la creación de valor para los accionistas. Tras dicha revisión se han elegido las siguientes: BPA, RoE y EVA®. Primero se han analizado los resultados arrojados por cada una de las tres métricas sin tener en cuenta el múltiplo pagado por la adquisición (Análisis 1). Posteriormente se ha repetido el mismo análisis, pero en esta ocasión incorporando los múltiplos a la hora de interpretar los resultados (Análisis 2). Después de presentar estos dos análisis se hará una valoración global de los resultados del modelo y se contrastarán con la hipótesis planteada en la introducción del trabajo. Una vez expuestas las conclusiones del trabajo, se repasarán las limitaciones del modelo y se propondrán futuras líneas de investigación para la mejora y profundización del estudio.

Como se ha visto en los resultados, para cada transacción se han obtenido tres datos por métrica. Esto es, el dato de la métrica el año anterior a la fusión, el del año posterior y el del segundo año tras la fusión. Lo que es de interés para el análisis es la variación de las métricas, en concreto la variación entre la métrica pre-transacción y la del año posterior y la variación entre la pre-transacción y el segundo año tras la operación.

Para analizar estos resultados se han estudiado de dos formas. La primera, mediante el promedio de variación de cada métrica en el año 1 y el promedio de variación para el año 2. Esto se ha hecho para cada métrica, por lo que se han obtenido seis promedios a estudiar. Por otra parte, se ha hecho un análisis del porcentaje de transacciones que han tenido efecto positivo y efecto negativo, independientemente de cuán positivo o negativo haya sido (Análisis binomial).

### Análisis 1

La Tabla 5 del Anexo 3 muestra que de media el BPA aumenta un 6,69% y un 18,39% el primer y el segundo año tras la transacción respectivamente. Por otra parte, los

promedios de cambio del RoE tanto del primer como del segundo año, indican que las transacciones tienen un impacto despreciable en esta métrica. Por último, el EVA® presenta un impacto negativo del 7,4% el primer año y un efecto positivo del 34,1% el segundo año. Se ha de mencionar que en el caso del EVA® algunas métricas mostraban variaciones porcentuales muy grandes de un año a otro. En los casos que las el valor absoluto de la variación superase el 300%, se ha procedido a eliminar el dato ya que de lo contrario distorsionaría considerablemente el promedio.

La Tabla 6, localizada en el Anexo 3, muestra los resultados del análisis binomial en el que se analiza si la transacción ha tenido impacto positivo o negativo en la métrica, independientemente de su magnitud. Se puede observar que tanto en el primer como en el segundo año las tres métricas mejoran en más del 50% de las transacciones. El BPA es la métrica que muestra los resultados más favorecedores, con un 78,6% y un 81,8% de los casos mostrando efecto positivo el primer y el segundo año respectivamente. El RoE y el EVA® también muestran una mayoría de transacciones con efecto positivo, pero en un rango más cercano al 50%-60%.

Los resultados arrojados por las tres métricas no son iguales, por ello es importante valorarlas en su conjunto. En base a los resultados obtenidos se pueden hacer dos afirmaciones:

- La probabilidad de que una empresa mejore sus métricas tras una transacción es mayor que la probabilidad de que empeoren
- El impacto promedio en las métricas es positivo para las tres métricas en los dos años estudiados, con la salvedad del EVA® en el primer año

Es importante recalcar que las transacciones no son el único factor que afectan a la evolución de estas métricas. Otros factores ajenos a la transacción como el crecimiento orgánico de ventas, la variación de los precios de las materias primas o la fluctuación de los cambios de divisas, afectan a la evolución de las mismas.

Por tanto, en base a lo expuesto anteriormente se puede afirmar que hay evidencias de una tendencia positiva en las métricas tras una transacción. No obstante, el modelo desarrollado no permite cuantificar qué porcentaje de esta mejora corresponde a la

transacción y qué porcentaje corresponde a factores ajenos a la misma. Por ello no tenemos información suficiente para afirmar que la mejora de las métricas se deba a la transacción.

## Análisis 2

El siguiente paso es incluir la variable del múltiplo pagado en la transacción en el análisis. A priori se espera que la creación de valor sea inversamente proporcional al múltiplo pagado en la transacción. Un mayor múltiplo nos indica que se está pagando más por cada euro de EBITDA – ya que estamos trabajando con múltiplo EV/EBITDA. Por tanto se espera que pagar un múltiplo bajo aumente las probabilidades de crear valor para el accionista.

Para confirmar esta hipótesis se ha realizado un análisis de correlación entre el múltiplo pagado y la variación de cada métrica en cada año. Los resultados obtenidos quedan reflejados en la Tabla 7 situada en el Anexo 3.

Los resultados confirman la suposición anteriormente planteada. Se verifica que el múltiplo pagado y el efecto en la métrica tienen una relación inversa. Adicionalmente, se puede ver que la relación inversa tiene mayor potencia en las métricas del primer año que en las del segundo. Esto tiene sentido ya que en el segundo año irán ganando más peso otros factores ajenos a la transacción y el múltiplo pagado tendrá menor peso en la evolución de las métricas.

El siguiente paso es repetir el análisis hecho en la primera parte de este epígrafe, pero incorporando la variable múltiplo pagado. En esta ocasión se excluyen las transacciones en las que el múltiplo pagado sea superior a la media del sector. La media del sector queda especificada como la media del múltiplo de las transacciones de la muestra – 15,5x. Se ha de recordar que esta cifra está en línea con el múltiplo medio general del sector del que se hablo en un epígrafe anterior.

Una vez obtenidas las transacciones con las que trabajar se han calculado los promedios y porcentajes equivalentes a los del primer análisis. Los resultados quedan reflejados en la Tabla 8 y la Tabla 9 del Anexo 3.

Estos resultados muestran una mejora de las cifras con respecto al Análisis 1, en el que no se incluía el múltiplo pagado. Al incorporar solo las transacciones con múltiplos inferiores a 15,5x las variaciones promedio mejoran en todos los casos salvo el EVA® del segundo año.

En cuanto a los porcentajes de transacciones tras las cuales la empresa ha mejorado sus métricas – análisis binomial – también se aprecia una mejora. Estos porcentajes de mejora son mayores que los del Análisis 1 tanto en el primero como el segundo año en las tres métricas. Tal y como se muestra en la Tabla 9 del Anexo 3, el BPA mejoró el año posterior a la transacción en el 85,7% de los casos. El año posterior también mostraron mejora el mismo porcentaje de las empresas. El RoE mejoró en el 85,7% de los casos el año después de la transacción; y en el 71,4% de los casos en el segundo año. En el caso del EVA, el 71,4% de las empresas mejoraron esta métrica el año posterior; la misma cifra se aplica al segundo año.

Por tanto, podemos decir que los datos indican que la evolución de las métricas es aun mejor cuando el múltiplo está por debajo de la media del sector.

### **Valoración global de los resultados y contraste con la hipótesis inicial**

En base a todo lo expuesto anteriormente en el Análisis 1 y el Análisis 2 podemos afirmar lo siguiente:

- Hay evidencias para afirmar que existe una tendencia positiva de las métricas tras una transacción
- La mejora de las métricas es más fuerte si el múltiplo pagado está por debajo de la media del sector
- Sin embargo, la transacción no es el único factor que afecta a la evolución de las métricas

La hipótesis inicial afirmaba que las transacciones en el sector crean valor para el accionista siempre y cuando el múltiplo pagado esté en línea o por debajo de la media del sector.

Con los resultados obtenidos se puede afirmar que las métricas tienen una tendencia a mejorar tras las transacciones. Esta tendencia es aún mayor si el múltiplo pagado en la transacción está en línea o por debajo de la media del sector. No obstante, tal y como se ha señalado anteriormente, las métricas no solo están influenciadas por la transacción, ya que también le afectan otros factores ajenos a la misma. Es decir, no se puede identificar si la mejora de las métricas viene dada principalmente por la transacción o por factores ajenos.

No obstante, se ha de recordar que las transacciones han sido seleccionadas de forma que puedan considerarse suficientemente grandes como para tener un efecto significativo en la empresa compradora. Por otra parte, se ha visto que los datos mejoraban considerablemente con la introducción de la variable del múltiplo pagado. Existe la posibilidad que esto sea fruto del azar, sin embargo todo apunta a que se debe a la relación inversa entre creación de valor y múltiplo pagado. De no ser fruto del azar, esta relación supondría otra prueba de la importancia de la transacción en la evolución de las métricas.

Por todo esto, creo que aunque no se puede afirmar con rotundidad que la hipótesis inicial se cumple, sí que podemos decir que existen evidencias fuertes para creerlo. Como conclusión podemos afirmar que existe una tendencia fuerte de mejora en las métricas tras una transacción. Hay ciertas evidencias que inducen a pensar que las transacciones son la causa fundamental de estas mejoras. No obstante, este trabajo no tiene los datos suficientes como para garantizar esta relación causa-efecto.

### **Futuras líneas de investigación**

De cara a profundizar el estudio de este trabajo se propone analizar el peso de las transacciones en la evolución de las métricas. Tal y como se ha mencionado, existen razones para pensar que hay una relación fuerte entre la transacción y las métricas. No obstante, un análisis más detallado permitiría hacer esta afirmación con mayor confianza. De cumplirse esta relación, los resultados obtenidos en este estudio ganarían fuerza y podría afirmarse que se cumple la hipótesis inicial.

## 5. Anexos:

### Anexo 1: Resultados del modelo

(Fuente: elaboración propia)

Transacción		BPA				
Target	Bidder	Previo	Post 1	Post 2	Post 1 vs. Previo	Post 2 vs. Previo
AB	In Bev	2,61	2,51	2,48	-3,8%	-5,0%
Grupo Modelo	AB InBev	4,5	4,91	NA	9,1%	NA
Foster's Group	SAB Miller	152,8	266,6	205,9	74,5%	34,8%
Ambev	Interbrew	1,69	1,71	2,5	1,2%	47,9%
Asia Pacific Breweries	Heineken	5,06	2,37	NA	-53,2%	NA
Carlsberg Breweries	Carlsberg	15,7	16,1	15,7	2,5%	0,0%
Southcorp Wines	Beringer Blass	24,8	27	31	8,9%	25,0%
Robert Mondavi	Constellation Brands	1,03	1,19	1,36	15,5%	32,0%
Mey Icki Sanayii	Diageo	76	77,8	99,3	2,4%	30,7%
Wild Turkey	Davide Campari	0,22	0,24	0,27	9,1%	22,7%
Allied Domecq	Pernod Ricard	7,53	6,76	7,75	-10,2%	2,9%
Vin & Spirit	Pernod Ricard	3,58	3,92	3,59	9,5%	0,3%
United Spirits	Diageo	77,8	99,3	NA	27,6%	NA
Grupo Herradura	Brown Forman	3,2	3,22	3,55	0,6%	10,9%

Transacción		RoE				
Target	Bidder	Previo	Post 1	Post 2	Post 1 vs. Previo	Post 2 vs. Previo
AB	In Bev	16%	11%	13%	-4,9%	-3,2%
Grupo Modelo	AB InBev	17%	29%	NA	11,2%	NA
Foster's Group	SAB Miller	11%	17%	12%	5,9%	1,5%
Ambev	Interbrew	7%	9%	12%	1,5%	4,9%
Asia Pacific Breweries	Heineken	25%	12%	NA	-12,9%	NA
Carlsberg Breweries	Carlsberg	12%	13%	10%	0,8%	-1,8%
Southcorp Wines	Beringer Blass	18%	25%	21%	7,3%	3,0%
Robert Mondavi	Constellation Brands	11%	11%	13%	0,1%	1,5%
Mey Icki Sanayii	Diageo	36%	35%	35%	-1,5%	-0,9%
Wild Turkey	Davide Campari	12%	13%	12%	0,8%	0,2%
Allied Domecq	Pernod Ricard	19%	12%	13%	-6,3%	-5,6%
Vin & Spirit	Pernod Ricard	14%	13%	10%	-0,5%	-3,1%
United Spirits	Diageo	35%	35%	NA	0,6%	NA
Grupo Herradura	Brown Forman	23%	23%	26%	0,1%	3,5%

Transacción		EVA					Múltiplo
Target	Bidder	Previo	Post 1	Post 2	Post 1 vs. Previo	Post 2 vs. Previo	
AB	In Bev	2014	-1355	1730	-167,3%	-14,1%	15,8
Grupo Modelo	AB InBev	4270	10712	NA	150,9%	NA	16,2
Foster's Group	SAB Miller	51,49	444,9	-166,1	764,0%	-422,5%	10,2
Ambev	Interbrew	-55,47	533,8	1082	1062,3%	2051,0%	12,8
Asia Pacific Breweries	Heineken	864,8	85,7	NA	-90,1%	NA	21,3
Carlsberg Breweries	Carlsberg	940,6	669,4	965,9	-28,8%	2,7%	8,6
Southcorp Wines	Beringer Blass	-309,4	-209,2	76,13	32,4%	124,6%	14,9
Robert Mondavi	Constellation Brands	-27,59	-125,8	23,59	-355,9%	185,5%	17,3
Mey Icki Sanayii	Diageo	975,5	745,2	1226	-23,6%	25,7%	16,7
Wild Turkey	Davide Campari	44,44	76,37	44,91	71,9%	1,1%	12,1
Allied Domecq	Pernod Ricard	151,4	48,9	40,54	-67,7%	-73,2%	13,9
Vin & Sprit	Pernod Ricard	93,09	71,22	-252,8	-23,5%	-371,6%	23,3
United Spirits	Diageo	745,2	1226	NA	64,5%	NA	20,6
Grupo Herradura	Brown Forman	225,7	225,7	272,7	0,0%	20,8%	15,5

## Anexo 2: Modelación métricas

(Fuente: elaboración propia)

Ambev / Interbrew			
	2004	2005	2006
B° Normalizado	621	1024	1522
Operating profit	1255	2439	3223
Tax rate	23,40%	21,80%	20%
NOPAT	961,33	1907,298	2578,4
Shareholders' equity	8319	11471	12262
Interest bearing debt	4391	5698	6440
Capital employed	12710	17169	18702
WACC	8,00%	8,00%	8,00%
RoE	7,46%	8,93%	12,41%
EVA	-55,47	533,778	1082,24
EPS	1,69	1,71	2,5

Carlsberg Breweries / Carlsberg			
	2003	2004	2005
B° Normalizado	1508	1230	1214
Operating profit	3429	2970	3422
Tax rate	21,90%	14,90%	12%
NOPAT	2678,049	2527,47	3018,204
Shareholders' equity	12511	9569	11798
Interest bearing debt	11289	15884	16316
Capital employed	23800	25453	28114
WACC	7,30%	7,30%	7,30%
RoE	12,05%	12,85%	10,29%
EVA	940,649	669,401	965,882
EPS	15,7	16,1	15,7

United Spirits / Diageo			
	2012	2013	2014
B° Normalizado	1942	2485	NA
Operating profit	3158	3431	NA
Tax rate	33,30%	16,90%	NA
NOPAT	2106,386	2851,161	NA
Shareholders' equity	5588	7036	NA
Interest bearing debt	9127	10532	NA
Capital employed	14715	17568	NA
WACC	9,25%	9,25%	NA
RoE	34,75%	35,32%	NA
EVA	745,2485	1226,121	NA
EPS	77,8	99,3	NA

Anheuser Busch / In Bev			
	2007	2008	2009
B° Normalizado	2198	2511	3927
Operating profit	4294	5898	10248
Tax rate	17,60%	18,00%	25%
NOPAT	3538,256	4836,36	7686
Shareholders' equity	13625	22442	30318
Interest bearing debt	6703	60105	49092
Capital employed	20328	82547	79410
WACC	7,50%	7,50%	7,50%
RoE	16,13%	11,19%	12,95%
EVA	2013,656	-1354,665	1730,25
EPS	2,61	2,51	2,48

<b>Grupo Modelo / AB InBev</b>			
	2012	2013	2014
B° Normalizado	7160	14394	NA
Operating profit	12747	20443	NA
Tax rate	16,20%	11,10%	NA
NOPAT	10681,986	18173,827	NA
Shareholders' equity	41154	50365	NA
Interest bearing debt	44341	49126	NA
Capital employed	85495	99491	NA
WACC	7,50%	7,50%	NA
RoE	17,40%	28,58%	NA
EVA	4269,861	10712,002	NA
EPS	4,5	4,91	NA

<b>Foster's Group / SABMiller</b>			
	2011	2012	2013
B° Normalizado	2408	4221	3274
Operating profit	3127	5013	4203
Tax rate	28,20%	27,50%	27%
NOPAT	2245,186	3634,425	3068,19
Shareholders' equity	22008	25073	26372
Interest bearing debt	8460	19226	18548
Capital employed	30468	44299	44920
WACC	7,20%	7,20%	7,20%
RoE	10,94%	16,83%	12,41%
EVA	51,49	444,897	-166,05
EPS	152,8	266,6	205,9

<b>Allied Domecq / Pernod Ricard</b>			
	2005	2006	2007
B° Normalizado	476	711	833
Operating profit	729	1255	1447
Tax rate	25,80%	15,00%	23%
NOPAT	540,918	1066,75	1114,19
Shareholders' equity	2530	5700	6290
Interest bearing debt	2279	6866	6965
Capital employed	4809	12566	13255
WACC	8,10%	8,10%	8,10%
RoE	18,81%	12,47%	13,24%
EVA	151,389	48,904	40,535
EPS	7,53	6,76	7,75

<b>Vin &amp; Sprit / Pernod Ricard</b>			
	2008	2009	2010
B° Normalizado	869	966	951
Operating profit	1441	1757	1707
Tax rate	21,00%	10,00%	19%
NOPAT	1138,39	1581,3	1382,67
Shareholders' equity	6420	7423	9122
Interest bearing debt	6485	11220	11069
Capital employed	12905	18643	20191
WACC	8,10%	8,10%	8,10%
RoE	13,54%	13,01%	10,43%
EVA	93,085	71,217	-252,801
EPS	3,58	3,92	3,59

<b>Robert Mondavi / Constellation Brands</b>			
	2004	2005	2006
B° Normalizado	266	314	379
Operating profit	558	626	760
Tax rate	36,00%	36,00%	32%
NOPAT	357,12	400,64	519,84
Shareholders' equity	2377	2779	2975
Interest bearing debt	2045	3272	2729
Capital employed	4422	6051	5704
WACC	8,70%	8,70%	8,70%
RoE	11,19%	11,30%	12,74%
EVA	-27,594	-125,797	23,592
EPS	1,03	1,19	1,36

<b>Southcorp Wines / Beringer Blass</b>			
	2004	2005	2006
B° Normalizado	799	919	1162
Operating profit	673	825	1119
Tax rate	28,00%	29,40%	30%
NOPAT	484,56	582,45	781,062
Shareholders' equity	4555	4399	4452
Interest bearing debt	4897	5025	3940
Capital employed	9452	9424	8392
WACC	8,40%	8,40%	8,40%
RoE	17,50%	24,80%	20,50%
EVA	-309,408	-209,166	76,134
EPS	24,8	27	31

<b>Grupo Herradura / Brown Forman</b>			
	2006	2007	2008
B° Normalizado	320	389	440
Operating profit	523	638	685
Tax rate	29,30%	31,70%	32%
NOPAT	369,761	435,754	467,855
Shareholders' equity	1397	1700	1668
Interest bearing debt	576	1177	1006
Capital employed	1973	2877	2674
WACC	7,30%	7,30%	7,30%
RoE	22,89%	22,95%	26,40%
EVA	225,732	225,733	272,653
EPS	3,2	3,22	3,55

<b>Asia Pacific Breweries / Heineken</b>			
	2012	2013	2014
B° Normalizado	2914	1364	NA
Operating profit	3697	2554	NA
Tax rate	26,50%	28,70%	NA
NOPAT	2717,295	1821,002	NA
Shareholders' equity	11734	11402	NA
Interest bearing debt	13300	12048	NA
Capital employed	25034	23450	NA
WACC	7,40%	7,40%	NA
RoE	24,83%	11,96%	NA
EVA	864,779	85,702	NA
EPS	5,06	2,37	NA

<b>Wild Turkey / Davide Campari</b>			
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
B° Normalizado	117	137	156
Operating profit	195	240	297
Tax rate	26,50%	7,43%	31%
NOPAT	143,325	222,168	206,2962
Shareholders' equity	952	1044	1250
Interest bearing debt	412	967	976
Capital employed	1364	2011	2226
WACC	7,25%	7,25%	7,25%
RoE	12,29%	13,12%	12,48%
EVA	44,435	76,3705	44,9112
EPS	0,22	0,24	0,27

<b>Mey Icki Sanayii / Diageo</b>			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
B° Normalizado	1900	1942	2485
Operating profit	2595	3158	3431
Tax rate	14,50%	33,30%	17%
NOPAT	2218,725	2106,386	2851,161
Shareholders' equity	5245	5588	7036
Interest bearing debt	8195	9127	10532
Capital employed	13440	14715	17568
WACC	9,25%	9,25%	9,25%
RoE	36,22%	34,75%	35,32%
EVA	975,525	745,2485	1226,121
EPS	76	77,8	99,3

## Anexo 3: Tablas de análisis del modelo

### Análisis 1

Tabla 5 (Fuente: elaboración propia)

<b>Variación promedio</b>		
Métrica	Pre - Post 1	Pre - Post 2
<b>BPA</b>	6,69%	18,39%
<b>RoE</b>	0,15%	0,01%
<b>EVA®</b>	-7,40%	34,10%

Tabla 6 (Fuente: elaboración propia)

Métrica	Pre - Post 1		Pre - Post 2	
	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
<b>BPA</b>	78,60%	21,40%	81,80%	18,20%
<b>RoE</b>	64,30%	35,70%	54,50%	45,50%
<b>EVA®</b>	50,00%	50,00%	63,60%	36,40%

### Análisis 2

Tabla 7 (Fuente: elaboración propia)

<b>Correlaciones</b>	
Métrica	Múltiplo
BPA 1	-35,20%
BPA 2	-20,40%
RoE 1	-34,20%
RoE 2	-20,10%
EVA 1	-40,30%
EVA 2	-17,30%

**Tabla 8** (Fuente: elaboración propia)

<b>Variación promedio</b>		
Métrica	Pre - Post 1	Pre - Post 2
<b>BPA</b>	12,40%	20,60%
<b>RoE</b>	1,40%	0,80%
<b>EVA®</b>	1,50%	15,20%

**Tabla 9** (Fuente: elaboración propia)

Métrica	<b>Pre - Post 1</b>		<b>Pre - Post 2</b>	
	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
<b>BPA</b>	85,70%	14,30%	85,70%	14,30%
<b>RoE</b>	85,70%	14,30%	71,40%	28,60%
<b>EVA®</b>	71,40%	28,60%	71,40%	28,60%

## 6. Bibliografía

### Manuales, artículos académicos e informes

- Auerbach, A. (2001). *Taxation and Corporate Financial Policy*. NBER Working Papers 8203, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bichard, B. (1994) *Mastering the new metrics*. Boston: CFO, October.
- Blair, A. (1997) *Watching the new metrics*, London: Management Today.
- Copeland, T. (2000). *Valuation: Measuring And Managing the Value of Companies*, Third Edition McKinsey & Company, Inc.
- De Peters. J. (2013). *Spirits Industry M&A 2012*. Winchester Capital Research.
- Flinders, P. (2004). *Social Life in Ancient Egypt*. Kessinger Publishing, LLC.
- Forbes, RJ. (1970). *A short history of the art of distillation: from the beginnings up to the death of Cellier Blumenthal*. BRILL.
- Gunn, M.Campbell (2000), *Global equity management and valuation*, USA: Association for investment management and research.
- Hogan, J. and Hogan, R. (1999). *Creating shareholder value*, Electric Perspectives Washington.
- Keith, A. (1925). *Rigveda Brahmanas*. Harvard, Cambridge, P.228.
- Martin, J.D. and Petty, J.W.(2000) *Value-based management: the corporateresponse to the shareholder revolution*, Boston, Massachusets. Harvard Business School Press.
- Menashe, J. (2013). *State of the Craft Beer Industry*. Demeter Group (2013).
- McGovern, PE; Zhang, J; Tang, J; Zhang, Z; Hall, GR; Moreau, RA; Nuñez, A; Butrym, ED; Richards, MP; Wang, CS; Cheng, G; Zhao, Z; Wang, C (2004). *Fermented beverages of pre- and proto-historic China*. China.
- Nyiramahoro, B. and Shooshina, N. (2001), *Creating and measuring shareholder value*. Sweden.
- Oliver, N. (2013). *European Beverages*. Bank of America (2013).
- Rappaport, A. (1998) *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, New York, USA: The Free Press A Division of Simon and Schuster I NC.
- Robinson, A. (2006). *The Oxford Companion to Wine* (3ª edición). Oxford University Press.

Smith, D. and Skalnik, R. (1995). *Changing Patterns in the Consumption of Alcoholic Beverages in Europe and the United States*, Research Volume 2, eds. Flemming Hansen, Provo, UT. Pages: 343-355.

### Páginas web, artículos en edición digital y bases de datos

Cerveceros Españoles (2013). *Informe económico 2012*. Recuperado el 11 de febrero de 2014, de [http://www.cerveceros.org/pdf/CE\\_informe\\_economico\\_2012.pdf](http://www.cerveceros.org/pdf/CE_informe_economico_2012.pdf).

Dowset, S. y Rucinski, T. (2009). Spanish Wine Industry Set for Shake Up. *Reuters*. Disponible en <http://uk.reuters.com/article/2009/05/07/uk-spain-wine-idUKTRE54605C20090507>.

El Correo del Vino. (2010). Un análisis del mercado del vino español. Recuperado el 3 de febrero de 2014 de <http://www.elcorreodelvino.net/seccion/index/49/1023/un-analisis-del-mercado-del-vino-espanol>.

Federación Española de Bebidas Espirituosas. (s.f.). *Datos del sector*. Recuperado el 14 de marzo de 2014, de <http://www.febe.es/contenidos/bebidas/datos.asp>.

Federación Española de Vino. (s.f.) *Economía y mercados*. Recuperado el 23 de febrero de 2014, de [http://www.fev.es/v\\_portal/apartados/apartado.asp?te=33](http://www.fev.es/v_portal/apartados/apartado.asp?te=33).

Góndola Digital. El consumidor de bebidas espirituosas en España cada vez es más exigente y marquista (s.f.). Fecha de consulta: 11 de febrero 2014. Disponible en: [http://www.gondoladigital.com/portada.php?ID\\_PORTADA=70](http://www.gondoladigital.com/portada.php?ID_PORTADA=70).

Jourdan, A. (2013). Alcoholic drink of China's general is pushed to bargain bin. *MSN Finance*. Disponible en: <http://news.msn.com/pop-culture/alcoholic-drink-of-chinas-generals-is-pushed-to-bargain-bin>.

MergerMarket. (2014). M&A, Beverages 2003-2013 search. Recuperado el 8 de febrero de 2014.

Observatorio Español del Mercado de Vino. (2014). *España primer productor mundial de vino y mosto en 2013*. Recuperado el 1 de marzo de 2014, de <http://www.oemv.es/esp/produccion-36p.php>.

Raval, A. (2014). Cocktail revival develops tastes for premium US spirits. *Financial Times*. Recuperado el 3 de marzo de 2014, de <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/64720a96-7eca-11e3-8642-00144feabdc0.html#axzz2xaCk2ifd>.

The Economist (1999). A Surrey of wine: terroir and technology. *The Economist Special Edition*. Disponible en: <http://www.economist.com/node/268112>.

Trusch, M. (2013). The Popular Drink You've Probably Never Heard of. *CNBC Online*. 18 de agosto de 2013. Disponible en: <http://www.cnbc.com/id/100968080>.

Vinos de España. (s.f.). *El Vino en Cifras*. Recuperado el 3 de febrero de 2014 de [http://www.winesfromspain.com/icex/cda/controller/pageGen/0,3346,1559872\\_6763355\\_6778152\\_0,00.html](http://www.winesfromspain.com/icex/cda/controller/pageGen/0,3346,1559872_6763355_6778152_0,00.html).

Wehring, O. (2013). M&A landscape still looking good in spirits. *Just-drinks*. Recuperado el 15 de enero de 2012, de [http://www.just-drinks.com/analysis/analysis-ma-landscape-still-looking-good-in-spirits\\_id111730.aspx](http://www.just-drinks.com/analysis/analysis-ma-landscape-still-looking-good-in-spirits_id111730.aspx).

### **Informes anuales:**

AB InBev, Annual Report, 2008 a 2013.

Beringer Blass, Annual Report, 2004 a 2006.

Brown-Forman, Annual Report, 2006 a 2008.

Carlsberg, Annual Report, 2003 a 2005.

Constellation Brands, Annual Report, 2004 a 2006.

Davide Campari, Annual Report, 2008 a 2010.

Diageo, Annual Report, 2011 a 2013.

Heineken, Annual Report, 2012 a 2013.

InBev, Annual Report, 2005 a 2007.

Interbrew, Annual Report, 2004.

Pernod Ricard, Annual Report, 2005 a 2010.

SAB Miller, Annual Report, 2011 a 2013.