



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Trabajo de fin de máster

Análisis de los métodos de valoración de una compañía: El caso de “Hijos de Rivera S.A.”

Samuel Soto Devesa

Tutora: María Dolores Lagoa Varela

Máster Universitario en Banca y Finanzas

Curso académico 2022/23

Trabajo de Fin de Máster presentado en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de la Coruña para la obtención del Máster Universitario en Banca y Finanzas.

Resumen

En el presente trabajo en el que se toma a la compañía Hijos de Rivera S.A. como fuente de ejemplo de un caso práctico real, se pretenden establecer los pasos y cuestiones clave a nivel teórico y práctico a la hora de valorar una empresa con el fin de minimizar los posibles errores a cometer. Para ello, se lleva a cabo una explicación teórica de lo que significa valorar una empresa junto con sus diferentes métodos, diferenciando para este caso entre estáticos, dinámicos y mixtos.

Además, para poder llegar al verdadero valor y establecer un marco coherente a la hora de proyectar los estados financieros futuros, es importante tener un alto conocimiento de la empresa objeto de estudio, por lo que se realizará previamente un análisis interno y externo de la compañía así como un diagnóstico de la creación de valor junto a sus principales indicadores.

Se persigue un doble objetivo, por un lado servir de guía para realizar la valoración de una empresa gracias a la simbiosis de su gran base teórica junto a la ejemplificación detallada de un caso real, y, por otro lado, servir de contraste para identificar que método es el más adecuado así como las cuestiones relevantes que hacen que mejore el modelo.

Palabras clave: análisis PORTER, análisis DAFO, ROE, ROIC, ROA, valoración por comparables, flujos de caja, tasa de descuento, creación de escenarios, simulación Montecarlo.

Número de palabras: 15.777

Abstract

This paper, which takes the company Hijos de Rivera S.A. as an example of a real case study, aims to establish the steps and key issues at a theoretical and practical level when valuing a company in order to minimize the possible mistakes to be made. To this end, a theoretical explanation of what it means to value a company and its different methods is provided, differentiating in this case between static, dynamic and mixed methods.

In addition, in order to arrive at the true value and establish a coherent framework when projecting future financial statements, it is important to have a thorough knowledge of the company under study, which is why an internal and external analysis of the company will be carried out beforehand, as well as a diagnosis of the creation of value together with its main indicators.

The objective is twofold: on the one hand, to serve as a guide to carry out the valuation of a company thanks to the symbiosis of its great theoretical basis together with the detailed exemplification of a real case, and, on the other hand, to serve as a contrast to identify which method is the most appropriate as well as the relevant issues that improve the model.

Keywords: PORTER analysis, SWOT analysis, ROE, ROIC, ROA, valuation by comparables, cash flows, discount rate, scenario building, Monte Carlo simulation.

Number of words: 15.777

Índice

1. Introducción.....	9
2. Presentación de la empresa	10
2.1. Descripción.....	10
2.2. Cartera de productos y mercados en los que opera.....	11
3. Análisis externo	12
3.1. Análisis de PORTER	15
4. Análisis interno	18
4.1. Análisis DAFO	20
5. Valoración de empresas: marco teórico.....	21
5.1. Diferencia entre precio y valor	21
5.2. Factores a tener en cuenta al valorar una empresa	22
5.3. Principales modelos de valoración de empresas	24
5.3.1. Valoración por métodos estáticos.....	24
5.3.2. Valoración por métodos dinámicos	30
5.3.3. Valoración por métodos mixtos.....	41
6. Diagnóstico de la creación de valor: caso Hijos de Rivera S.A.	42
6.1. Explicación teórica de la reformulación de los estados financieros	42
6.2. Análisis de la creación de valor.....	45
6.2.1. ROE	45
6.2.2. ROIC	46
6.2.3. ROA	48
6.2.4. Relación ROE,ROIC y ROA.....	48
7. Caso práctico: valoración Hijos de Rivera S.A.	50

7.1.	Valoración por comparables	50
7.2.	Valoración fundamental	58
7.2.1.	Reformulación de los estados financieros.....	58
7.2.2.	Estimación de los estados financieros futuros	59
7.2.3.	Determinación de la tasa de descuento.....	63
7.2.4.	Determinación de los flujos de caja y valoración.....	65
7.2.5.	Análisis de escenarios y simulación.....	67
8.	Conclusiones	71
9.	Bibliografía.....	75

Índice de figuras

Figura 1: Mapa de filiales internacionales	12
Figura 2: Análisis DAFO – Hijos de Rivera S.A.	21
Figura 3: Descomposición del valor de la empresa	23
Figura 4: Simplificación de balance – millones de euros	25
Figura 5: Simplificación de balance – millones de euros	26
Figura 6: Cash flows básicos	36
Figura 7: Cálculo indirecto FCE	36
Figura 8: FCE a partir del NOPAT.....	37
Figura 9: FCE como suma de flujos	38
Figura 10: FCA a partir del FCE.....	38
Figura 11: Cálculo indirecto FCA	39
Figura 12: Cálculo indirecto FCD	40
Figura 13: Cálculo directo FCI	40
Figura 14: Cálculo indirecto FCI.....	40
Figura 15: Resumen Cash Flows	41
Figura 16: Reformulación del balance.....	43
Figura 17: Reformulación cuenta de resultados	44
Figura 18: Análisis ROE – Método DuPont Hijos de Rivera	46
Figura 19: Relación ROA, ROIC y ROE	49

Índice de tablas

Tabla 1: Ejemplo de valoración por múltiplo BAIT	28
Tabla 2: Método de descuento de flujos y tasas de descuento	32
Tabla 3: Modelo NODERFELASE	34
Tabla 4: Métodos de valoración mixtos	42
Tabla 5: Análisis ROIC Hijos de Rivera	47
Tabla 6: Análisis ROA Hijos de Rivera	48
Tabla 7: Comparables por EBITDA – Empresas cerveceras cotizadas	51
Tabla 8: Comparables por BAIT – Empresas cerveceras cotizadas	51
Tabla 9: Comparables por Valor contable – Empresas cerveceras cotizadas	51
Tabla 10: Comparables por PER – Empresas cerveceras cotizadas	52
Tabla 11: Comparables por EBITDA – Empresas alimentación y bebidas	53
Tabla 12: Comparables por BAIT – Empresas alimentación y bebidas	53
Tabla 13: Comparables por Ventas – Empresas alimentación y bebidas	53
Tabla 14: Comparables por Valor contable – Empresas alimentación y bebidas	54
Tabla 15: Comparables por PER – Empresas alimentación y bebidas	54
Tabla 16: Comparables por EBITDA – Empresas con similar crecimiento	55
Tabla 17: Comparables por BAIT – Empresas con similar crecimiento	55
Tabla 18: Comparables por Ventas – Empresas con similar crecimiento	56
Tabla 19: Comparables por Ventas – Empresas con similar crecimiento	56
Tabla 20: Cuadro resumen valoración por comparables	56
Tabla 21: Balance reformulado	58
Tabla 22: Balance reformulado	59
Tabla 23: Cuenta de resultados reformulada	59

Tabla 24: Indicadores evolución (1)	61
Tabla 25: Indicadores evolución (2)	62
Tabla 26: Indicadores evolución (3)	63
Tabla 27: Cálculo de la Beta	64
Tabla 28: Valor de Hijos de Rivera – Flujo de caja de la empresa	66
Tabla 29: Valor de Hijos de Rivera – Flujo de caja del inversor	66
Tabla 30: Valor de Hijos de Rivera – Flujo de caja del accionista	66
Tabla 31: Escenarios de valoración	67
Tabla 32: Resultados de valoración según escenarios	68
Tabla 33: Resultados numéricos de la simulación Montecarlo	70

Índice de gráficas

Gráfica 1: Evolución ventas hostelerías mes y acumuladas – media nacional 2021 vs 2019	13
Gráfica 2: Evolución del consumo de cerveza por canal (millones de hectolitros).....	14
Gráfica 3: Producción de cerveza en España en 2021 (millones de hectolitros).....	15
Gráfica 4: Cuotas de mercado del sector cervecero año 2020.....	17
Gráfica 5: Análisis comparativo de la industria.....	18
Gráfica 6: Evolución de ingresos – crecimiento interanual	19
Gráfica 7: Relación ROA, ROIC y ROE	49
Gráfica 8: Evolución del crecimiento en ingresos de explotación	52
Gráfica 9: Evolución del crecimiento en ingresos de explotación	55
Gráfica 10: Dispersión de los resultados obtenidos en la valoración por comparables	57
Gráfica 11: Gráfico de tornado para medición de la variación del valor del FCE según inputs.....	68
Gráfica 12: Histograma de la valoración para 1.000 ensayos	69

1. Introducción

Hijos de Rivera S.A., conocida popularmente como “Estrella Galicia”, se trata de una empresa líder a nivel autonómico que cuenta cada vez con mayor presencia, convirtiéndose también en un referente a nivel nacional e internacional. Su larga trayectoria está marcada por combinar lo tradicional y familiar para dar como resultado productos totalmente vanguardistas acorde a las tendencias actuales.

Dicho trabajo se podría decir que se trata de la segunda parte de un estudio realizado con anterioridad llamado “Análisis económico-financiero Hijos de Rivera S.A.”, en el que desarrollé un gran interés por la compañía por su gran arraigo a la cultura gallega junto a su ambición en cuanto a objetivos a nivel económico, geográfico, social y medioambiental. Por tanto, la motivación de la elección del tema parte de cuestiones personales relacionadas tanto con las preferencias académicas como por la relación y conocimiento previo de la compañía.

De este modo, comenzamos con una breve presentación de la empresa con el fin de conocer a qué se dedica, su composición, los mercados en los que opera, así como la tipología de productos con los que trabaja con el fin de encuadrarla en un sector y ámbito de actuación específico. Posteriormente, con el fin de conocer los aspectos relevantes de la misma en cuanto a posición en el mercado y estrategias pautadas se realizará un análisis interno y externo empleando para ello un análisis PORTER y DAFO respectivamente.

Posteriormente, se realiza la descripción teórica del proceso de valoración con los conocimientos necesarios para entender el modelo planteado, junto a aspectos clave a tener en cuenta en función de las diferentes casuísticas ante las que nos podremos encontrar. Además, antes de comenzar con el estudio objeto del trabajo, realizaremos el diagnóstico de la creación de valor para analizar los indicadores de la compañía y los componentes que son fuente de rentabilidad, estos datos nos permitirán establecer un marco lógico para la

proyección de los estados financieros futuros en consonancia con la serie histórica.

Por otro lado, llevaremos a la práctica todo lo planteado en la teoría explicando de forma detallada cada paso llevado a cabo. Para ello distinguiremos entre los métodos estáticos y dinámicos y compararemos cada resultado obtenido, lo que nos servirá para identificar qué tipo de empresas son más correctas para realizar la valoración por comparables, qué tipo de flujo es el más adecuado, así como que método es el más recomendable o el que mejores resultados nos puede proporcionar. Para concluir, realizaremos una simulación Montecarlo basada en 1.000 ensayos en función de los escenarios planteados para los flujos de caja de la empresa con el fin de hallar el intervalo de valoración óptimo. Finalmente, se determinarán las conclusiones principales del trabajo, así como la identificación de las limitaciones con las que nos hemos encontrado.

2. Presentación de la empresa

2.1. Descripción

Corporación Hijos de Rivera S.L. es la matriz principal bajo la que se desarrolla un gran tejido empresarial dedicado al sector de bebidas en general, y en concreto, el cervecero, que es el de mayor relevancia, siendo su código CNAE primario el 1105 “fabricación de cerveza”.

Actualmente está formada por 9 participantes: Hijos de Rivera S.A. (Objeto de estudio de dicho trabajo), Estrella Galicia Internacional S.L., Mundo Estrella Galicia Digital S.L., Mundo Estrella Galicia S.L., Craft Stars of the World S.L., Hijos de Rivera Inversiones Corporativas S.L., Customdrinks S.L., Estrella de Galicia Importacao e Comercializaçao de Bebidas e Alimentos LTDA y Calidalia S.L. (SABI, 2023).

Las raíces de Hijos de Rivera se remontan al año 1906, momento en el que su fundador José María Rivera Corral estrecha lazos entre cerveza y familia, marcando así el ADN de la marca. En 1910 comienza a producirse cerveza y hielo en la emblemática fábrica de “Catro Camiños” (A Coruña) y es aquí cuando nace el primer logotipo de “La Estrella de Galicia”.

Así mismo, en la actualidad su sede principal se encuentra en A Coruña en la calle José Rivera Corral nº6. Aunque por poco tiempo, pues su fuerte crecimiento les llevó a que a mediados del pasado 2021 aprobasen una nueva inversión de 12 millones de euros en su “sede del futuro” que se va a situar en el polígono de Agrela (A Coruña) junto a su fábrica actual. Además, esta no ha sido su última gran apuesta por el futuro, pues en noviembre de 2022 comenzaron las obras de una nueva planta de producción con una inversión estimada de 400 millones de euros y con una capacidad anual máxima de producción de 1.000 millones de litros de cerveza en Morás (Arteixo). A esta se le sumará también otra planta de fabricación en Sao Paulo (Brasil), cuya apertura está prevista para finales del 2023.

Tras analizar sus últimas cuentas anuales disponibles (2021), podemos decir que cuenta con un capital de 2.771.303€, con un patrimonio neto total de 294.719.607€ y un total activo de 567.933.416€ siendo este su máximo valor hasta el momento. Además, cierra el año con un importe neto de cifra de negocios de 450.982.813€, casi un 27% superior al del año anterior, incremento que viene marcado por la influencia a la baja del COVID-19 en los años anteriores pero que sitúa al 2021 con el mayor dato de la serie histórica. Además, el número de sus empleados se sitúa en 824 alcanzando el punto máximo hasta el momento.

2.2. Cartera de productos y mercados en los que opera

A pesar de tomar como objeto central de estudio el sector cervecero, cabe mencionar que la gama completa está formada por 11 productos de diferentes mercados. Referido al cervecero, Estrella Galicia dispone de 10 marcas y 1906

de 4. Respecto a su mercado de aguas, dispone de Cabreiroá y Fontarel. Además, podemos observar diferentes gamas de otras bebidas alcohólicas como son Meloc, La Tita Rivera, Licores Hijos de Rivera, Zuvit o Ponte de Boga centrada en el sector vinícola (*Corporación Hijos de Rivera, 2023*).

En la figura 1, observamos la presencia que tienen sus productos y servicios en todo el mundo, contando con 6 filiales y estando presentes en 60 países. Así mismo, su mercado principal es el europeo, aunque en la actualidad está haciendo grandes esfuerzos por penetrar en aquellos mercados emergentes en los que su peso todavía no es relevante como Asia o América.

Figura 1: Mapa de filiales internacionales



Fuente: Corporación Hijos de Rivera, 2022

3. Análisis externo

Para realizar el análisis externo de la compañía, nos centraremos en la parte del negocio que mayores ingresos les reporta, es decir, el cervecero, y para ello nos apoyaremos en el “Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España de 2021”.

Como cabe esperar, el año 2020 se situó como crítico para este sector, pues el inicio de la pandemia y el cierre de la hostelería supuso una pérdida del 30%

de ocasiones de consumo de este producto. Tras la relajación de medidas y la vuelta a la normalidad, el repunte del mercado cervecero es claro pero todavía inferior a niveles prepandemia siendo su consumo total en España de 40,04 millones de hectolitros en 2021 frente a los 41,30 millones de hectolitros en 2019.

Así mismo, como podemos observar en la gráfica 1 que refleja la evolución de ventas en el canal hostelero, a pesar de existir una mejora en los datos del 2021 frente al año anterior solo se consiguen batir las cifras del 2019 en noviembre con un incremento del 7%, en el resto de períodos los niveles continúan a la baja situándose el primer trimestre como el más crítico de todos llegando a cifras por debajo de la mitad respecto al trimestre de 2019.



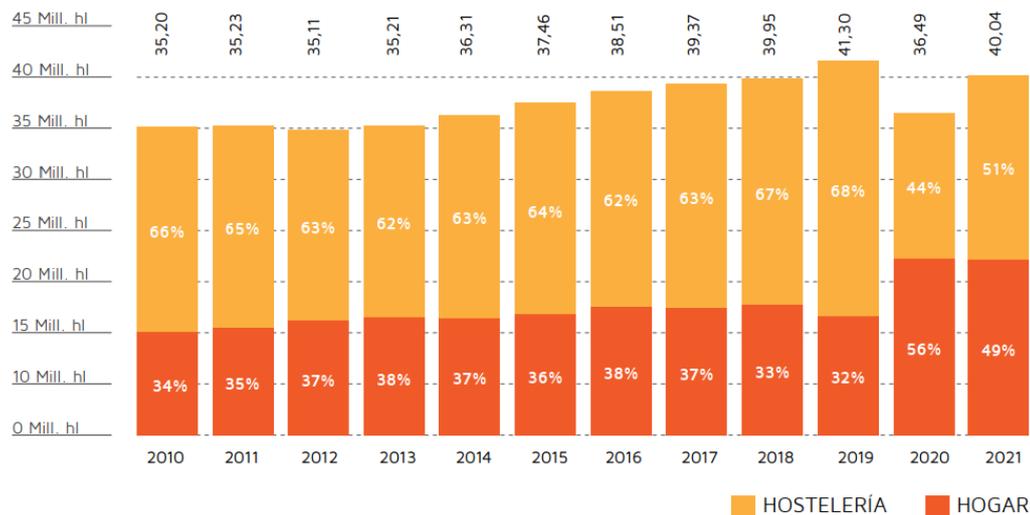
Fuente: Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España, 2021

Por otro lado, la pandemia dejó huella y no solo a efectos de cifras, sino que para los hábitos y las tendencias de consumo también supuso un gran cambio, ya que anteriormente el consumo fuera del hogar representaba un 70% frente a 51% de ahora. De este modo, los hábitos de consumo cambiaron migrando hacia otros canales (*Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España, 2021, p. 11*).

Como podemos observar en la gráfica 2, si analizamos la serie temporal vemos un gran dominio del sector hostelero en los últimos 10 años con una media de más de un 65%, pero esto ha cambiado, ya que el consumo se ha desplazado hacia el hogar. Bien es cierto, que a pesar de que los datos arrojan

cierta coherencia con la crisis del COVID-19 debido a las restricciones, con la vuelta a la normalidad en el año 2021 el consumo se ha acomodado a los nuevos estándares, obligando al sector hostelero ha tener que compartir escenarios con el hogar para quedar casi repartido al 50%.

Gráfica 2: Evolución del consumo de cerveza por canal (millones de hectolitros)



Fuente: Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España, 2021

En cuanto a la distribución de la cuota de mercado en el sector, se puede observar (gráfico 3) que la producción nacional queda dividida en manos de seis empresas y un conjunto de pequeñas cerveceras con carácter artesanal. En el caso de nuestra empresa objeto de estudio, se muestra que se sitúa en 4^o posición con una producción de casi un 12% frente al 31,35% que abarca el líder del sector Mahou San Miguel.

De este modo, el sector cervecero español se encuentra en una situación muy competitiva con volúmenes de producción muy próximos entre las tres empresas que encabezan la ilustración. En el caso de Hijos de Rivera, se puede observar que se encuentra en niveles de producción intermedios, que quizá vengan de la mano de su propia estrategia de marca y de la entrada tardía en el mercado nacional, provocándole a una escalada más lenta.

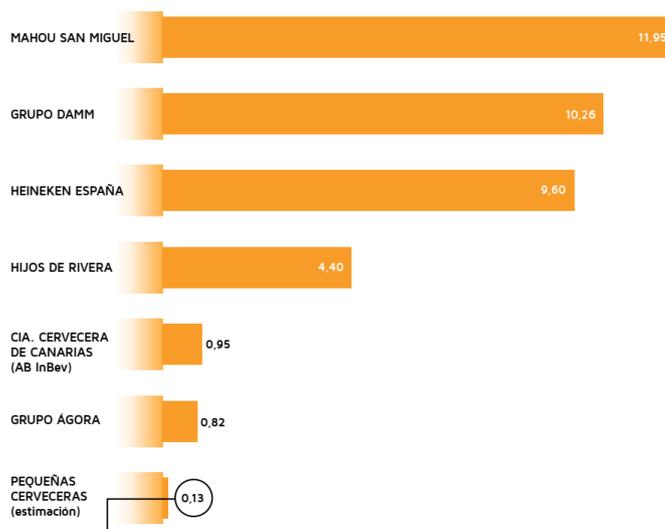
Bien es cierto que esta situación posiblemente cambie en un medio-largo plazo, pues como hemos adelantado en su presentación, la alta inversión llevada a cabo en los últimos años es un claro intento de expansión e

internacionalización que incrementarán el volumen de cerveza producida de forma considerable.

Finalmente, en cuanto a la producción a nivel europeo, España en los últimos años fue escalando puestos, y, a pesar de las dificultades del momento consiguió mantener en 2021 su 3ª posición con 34,69 millones de hectolitros, siendo superada por Alemania con 87,03 millones de hectolitros y Polonia con 39,07 millones de hectolitros (*Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España, 2021, p. 23*).

Lo mismo sucede a nivel mundial, que mantiene la décima posición. Bien es cierto, que todos estos sucesos de escalada de los años previos no se deben solo a un ligero incremento de la producción nacional, sino que su explicación se basa más en la caída de la producción de Reino Unido.

Gráfica 3: Producción de cerveza en España en 2021 (millones de hectolitros)



Fuente: Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España, 2021

3.1. Análisis de PORTER

Amenaza de nuevos competidores

Se trata de un sector maduro con un bajo crecimiento, en el que las economías de escala son un factor determinante para poder hacerse con una ventaja competitiva. Además, a la hora de querer iniciarse se precisa de una alta

inversión en maquinaria y espacios para poder llevar a cabo el proceso productivo, pero esto no es lo único necesario, pues los años de experiencia y llegar a los diferentes canales son consecuencia de un largo proceso.

Por otra parte, existe un conjunto de factores en auge que provocan la disminución de su consumo como pueden ser las sanciones por el consumo de alcohol al volante, la tendencia a estilos de vida sana comprometidas con el deporte o las propias barreras administrativas relacionadas con licencias y certificaciones. En definitiva, la amenaza de nuevos competidores es baja por lo general debido a las altas barreras de entrada.

Poder de negociación de los clientes

Para poder analizar esta fuerza de Porter es necesario dividir al cliente inmediato en sus canales, es decir, HORECA y Alimentación.

En el primer caso, la distribución se realiza a través de diferentes concesiones entre el productor y la empresa distribuidora de modo que si el fabricante pretende escindir dicho contrato en algún momento tendría a suficientes distribuidores de la competencia para cubrir dicho puesto. Por lo que en este canal el poder de los clientes no es elevado.

En cuanto al canal de Alimentación, se trata de grandes cadenas con grandes superficies que tienen la capacidad de comprar altos volúmenes e imponer en gran parte sus condiciones. De este modo, en este canal el poder de los clientes es bastante elevado.

Amenaza de sustitutivos

La cerveza se encuentra entre una clase de productos de baja graduación alcohólica, pero con una clara diferenciación, por lo que el vino, otros combinados de baja graduación o los refrescos son la opción más acertada para situarlos como sustitutos cercanos. Lo cierto, es que la cerveza se ubica en muchos casos como una bebida de carácter social, por lo que los motivos de consumo van mucho más allá del propio gusto situándolo así en una mejor posición ante la sustitución.

Poder de negociación de los proveedores

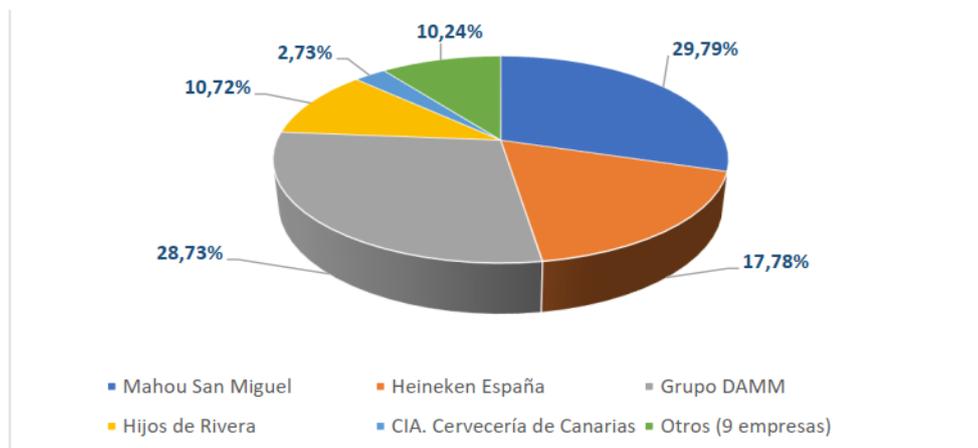
Los proveedores de este sector pueden ser muy variados, por lo que dependiendo del servicio que aporten tendrán diferente poder en función de la concentración de su sector.

En todo caso, los proveedores de mayor poder son aquellos que aportan servicios o productos muy específicos, por ejemplo, los suministradores de materias primas como malta o lúpulo o los fabricantes de envases y embalajes, ya que se trata de productos muy diferenciados. Por la contra, los suministradores de servicios generales como publicidad y marketing o materias primas generalizadas como luz o agua presentan un poder bajo de negociación.

Rivalidad

Como ya se mencionó (gráfico 3), el sector se encuentra altamente concentrado con unas cuotas de producción muy próximas entre sí. Además, en el gráfico 4, podemos observar las cuotas de mercado de las empresas mencionadas que nos revelan los mismos resultados, una alta rivalidad con cuotas cercanas entre sí entre los líderes del sector.

Gráfica 4: Cuotas de mercado del sector cervecero año 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2020

Finalmente, las barreras de salida también son muy elevadas, ya que se trata de instalaciones muy específicas con maquinarias y equipos de baja reutilización en otros sectores. En consecuencia, existe una rivalidad bastante elevada.

Gráfica 5: Análisis comparativo de la industria



Fuente: Elaboración propia

4. Análisis interno

La compañía lleva aproximadamente 10 años en una época de revolución, ya que hasta antes del 2011 su cliente se reducía a nivel autonómico principalmente. Por este motivo, su cuota de mercado se sitúa en una zona intermedia debido a su entrada tardía en mercados de mayor volumen.

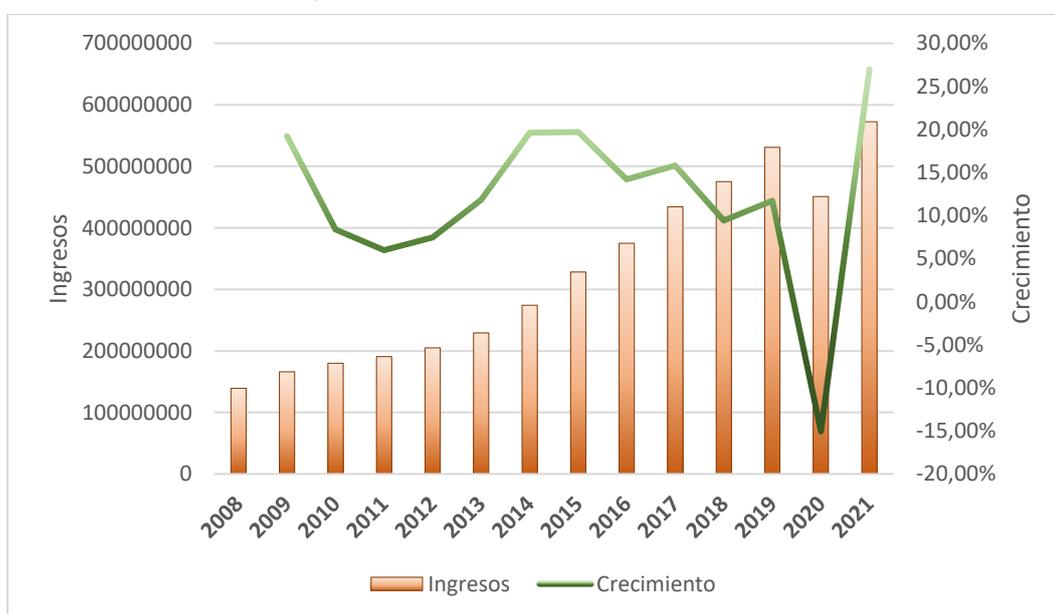
De este modo, en 2011 se lanza la primera campaña nacional a través de un portal que será el impulso inicial de un imparable crecimiento el cual continúa hoy en día. Además, la directora de marketing asegura un claro propósito de posicionamiento dentro del sector premium arraigado a la tradición. Para ello elaboraron un gran plan de marketing con el que llevaron su logo a nivel nacional, pero siempre tratando de romper el molde con ideas creativas. Prueba de ello observamos las campañas televisivas en las campanadas de noche vieja llevada a cabo desde 2012. Otra de sus múltiples acciones es la de patrocinio, como es el caso de su marca “Estrella Galicia 0,0” que está presente en el mundo del deporte junto a grandes equipos de fútbol o del mundo del motor. Por otro lado, cabe destacar el apartado “SON Estrella Galicia” con el que apoya a grandes

festivales y eventos musicales con el fin de llegar a la población más joven (Alcántara, 2015).

Finalmente, en 2012, viendo el panorama positivo del mercado nacional tomaron un mayor impulso y decidieron ir más allá expandiéndose en los mercados internacionales.

Como podemos observar, en el gráfico 6, a partir del 2012 el ritmo de los ingresos se acelera de manera exponencial por las medidas de expansión llevadas a cabo. De este modo, entre el 2011 y el 2021 la marca logra crecer cerca de un 200% en sus ingresos de explotación.

Gráfica 6: Evolución de ingresos – crecimiento interanual



Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

La visión de la compañía a medio y largo plazo tiene una tendencia al alza, pues en los últimos años tomó una posición inversora con el fin de cultivar un crecimiento sostenible. De esta forma, en noviembre de 2021 comenzó la construcción de su segunda fábrica situándola en São Paulo (Brasil), con un presupuesto inicial de 300 millones de euros que le permitirá afianzar su crecimiento en nuevos mercados emergentes de América Latina, prueba de ello vemos la apertura de una nueva filial en México para la importación y distribución (Memoria de sostenibilidad e información no financiera, 2021, p. 16).

Por otro lado, un año más tarde en noviembre de 2022 inicia las obras de su nueva fábrica de Morás (Arteixo) con la que triplicará su producción para el mercado nacional, suponiendo un coste estimado de 400 millones de euros (García Roper, 2022b).

En definitiva, vemos un cambio en la compañía posicionándose estratégicamente de forma que queda dividida en dos horizontes claramente definidos. Por un lado, continuar creciendo dentro del mercado nacional con el fin de ganar cuota de mercado, y por otro lado, asentar e incrementar su posición en mercados emergentes de forma directa.

Al mismo tiempo, toma iniciativas ecosostenibles en materia energética con el fin de reducir costes e incrementar así su independencia. "Producirá así alrededor del 70% de la energía que consume con una caldera que utilizará combustible vegetal o biológico de su entorno". Además, ya disponían de energía fotovoltaica, pero duplicará sus instalaciones con una nueva inversión con el fin de afianzar un crecimiento responsable (*Expansión*, 2022).

Pero estas iniciativas no se quedan solo a nivel interno, sino que la matriz Corporación Hijos de Rivera toma iniciativa con un proyecto de impacto social llamado "Mercado de la cosecha". Con él, pretende dar a conocer iniciativas que se están llevando a cabo desde el medio rural, apoyando un modelo responsable con el fin de garantizar sus tres pilares principales, ser más próspero, más sostenible y saludable. Al mismo tiempo, su marca de agua Cabreiroá inició otro proyecto llamado "WE the sustainability project", con el que persigue un objetivo similar orientado a la concienciación de preservar el entorno con un crecimiento sostenible de la actividad humana apoyado en la economía circular (*Mercado de la cosecha*, 2021).

4.1. Análisis DAFO

Tras realizar el análisis interno y externo, se presenta un análisis DAFO en el que se resumen las principales características en las que se encuentra la empresa y su entorno.

Figura 2: Análisis DAFO – Hijos de Rivera S.A.



Fuente: Elaboración propia

5. Valoración de empresas: marco teórico

5.1. Diferencia entre precio y valor

Para abordar este punto cabe mencionar a un referente como es Warrent Buffet, pues como bien dijo “El precio es lo que se paga, el valor es lo que se obtiene”.

De este modo, podremos decir que la principal diferencia nace de una convergencia de perspectivas, es decir, ambas partes intermediarias en un proceso de compraventa es probable que tengan puntos de encuentro diferentes en cuanto a las cuantías a intercambiar, por lo que a estas estimaciones individuales las llamaremos valor y precio a la cuantía final por la que se realiza el intercambio del bien.

Se definirá por tanto valor como aquella cuantía a la que debería hacerse la transacción entre dos partes o agentes independientes perfectamente informados y que estuvieran actuando racionalmente. En un mercado eficiente el valor y precio deberían coincidir (Rodríguez Sandiás, 2014).

Por otra parte, el precio entonces será la cuantía que se obtiene a cambio de renunciar a la posesión del bien, en el caso del vendedor, o la cuantía que ha de abonarse para adquirirlo, en el caso del comprador (Rodríguez Sandiás, 2014).

Al mismo tiempo, el valor no es un dato universal, pues aun existiendo numerosos compradores para un mismo bien, es probable que el punto de encuentro no sea el mismo, ya que en torno a la operación existen numerosos factores que son cualificados con criterios diferentes dependiendo de las perspectivas y circunstancias de cada uno. Por ejemplo, existe la opción de comprar 5 supermercados presentes en las provincias gallegas y se presentan dos posibles compradores, uno de ellos es una cadena de supermercados gallega que ya dispone de su red y lo ve como posibilidad para incrementar su presencia, y por otro lado una gran compañía asturiana que no tiene presencia en Galicia. De este modo, la compañía asturiana quizá esté dispuesta a apostar más alto valorándola de forma superior, pues es una buena oportunidad para entrar en el mercado partiendo de una buena base.

5.2. Factores a tener en cuenta al valorar una empresa

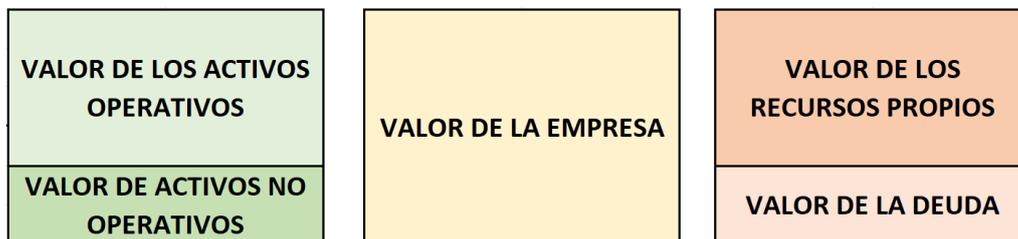
En este apartado hablaremos de los principales puntos a tener en cuenta a la hora de realizar una valoración de la empresa, pues de pasar desapercibidos provocarían un cambio significativo en su valor teórico.

En primer lugar, para el vendedor, el valor de la empresa debería ser el más alto que pudiera lograr con las estrategias que están a su alcance (Rodríguez Sandiás, 2014). Por tanto, el comprador ha de tener la capacidad de establecer estrategias al menos iguales o mejores que le permitan incrementar el valor dado por el vendedor. Así que, en el caso de que el comprador ofertase un valor superior no existirían dudas razonables en términos económicos a efectuar su venta.

Otro punto fundamental a la hora de contestar cuánto vale una empresa es el momento temporal al que se refiere la valoración, ya que en numerosos casos se realiza el estudio con fecha diferente a los datos empleados y esto modifica completamente la interpretación. Además, una valoración como bien sabemos se trata de algo dinámico que está en constante oscilación tanto por factores internos, como externos. Mientras que un análisis de su valor es una foto estática de un momento determinado, por lo que a la hora de negociar su precio jugar con la nueva información ha de ser un factor crucial y de ahí la importancia de no dar un valor exacto, sino que lo más oportuno es establecer un intervalo con el que negociar.

Por otro lado, hay que tener claro que es lo que estamos a valorar, pues como vemos en la figura 3, el valor de la empresa es la suma del valor del activo operativo con el activo no operativo, que al restarle el valor de la deuda se obtiene el valor de los recursos propios.

Figura 3: Descomposición del valor de la empresa



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

De este modo, el valor del activo operativo es la suma de todos aquellos elementos en activo que aportan valor a la empresa en su actividad, es decir al valor del negocio en marcha. Pero también pueden existir elementos que son de valor, pero que no se emplean en su día a día como pueden ser las inversiones

financieras o inmuebles no usados. Por tanto, deberemos añadirlos para así completar el valor total de la empresa.

Otra variable clara es el saber anticipar el valor futuro que pueda llegar a tener, pues el valor de hoy va a depender del valor de mañana, es decir, de los flujos de caja futuros. Dicho factor en los análisis de valoración fundamental vendrá reflejado mediante el valor en continuidad.

Finalmente, otra de las grandes propiedades es que el valor es aditivo, por lo que podremos establecer diferentes escenarios o estrategias y a partir de un valor base modificar nuestra valoración según las posibles decisiones a tomar, de ahí la importancia de establecer una base de estudio dinámica preparada para cambios. Además, se tendrán en cuenta las diferentes sinergias que se puedan obtener según la combinación de estrategias (Rodríguez Sandiás, 2014).

5.3. Principales modelos de valoración de empresas

5.3.1. Valoración por métodos estáticos

Son aquellos que toman como punto de partida los estados financieros, es decir, parten de información histórica sin emplear predicciones sobre la evolución futura de la empresa ni el valor temporal del dinero.

5.3.1.1. *Métodos basados en balance*

Con este método, se trata de obtener el valor de la empresa a partir de los datos disponibles en el balance mediante una estimación del valor del patrimonio. Sufre altas críticas ya que el valor teórico obtenido nace de simplificaciones poco realistas.

Valor contable

El valor contable o valor en libros, se obtiene mediante un cálculo sencillo en el que lo que se despeja es el valor de los recursos propios.

Como podemos observar en la figura 4, el valor de recursos propios podríamos calcularlo mediante la suma del activo total (60+40) y a esto restarle el pasivo exigible total (45+30), es decir $100-75$ da un valor de recursos propios de 25 millones de euros. Dicho método sufre grandes críticas, ya que no considera factores como la inflación, la obsolescencia o el fondo de comercio.

Figura 4: Simplificación de balance – millones de euros

ACTIVO NO CORRIENTE ANC= 60	PATRIMONIO NETO PN=25
ACTIVO CORRIENTE AC=40	PAIVO NO CORRIENTE PNC=45
	PASIVO CORRIENTE PC=30

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Valor contable ajustado o valor del activo neto total

A la hora de saber interpretar un balance hay que tener en cuenta que los datos visibles no son el resultado de su valor real, sino que existen prácticas de criterios contables que alteran dichos valores. Por tanto, lo más correcto es utilizar toda la información disponible ajustando el valor del activo y del pasivo al valor de mercado aproximado.

Continuando con el ejemplo anterior vamos a suponer la siguiente información adicional:

- En la partida de clientes del activo corriente con valor contable de 8 millones, sabemos que 3 pertenecen a un conjunto de empresas cuyo valor es incobable.
- En la partida de terrenos resulta que existe uno de ellos con valor de 3,5 millones de euros, pero en el último trimestre sufrió una recalificación del terreno pasando de suelo rural a urbanizable, incrementado su valor hasta los 5 millones de euros.

- El resto de los activos no corrientes de los que es posible obtener información se valorarán a valor de mercado, obteniendo una plusvalía de 2,5 millones de euros.

Por tanto, en el nuevo balance en la parte de activo no corriente tendremos que el valor del terreno pasa de 3,5 a 5 millones (€), es decir, un incremento de 1,5 y además, el resto de activos se revalorizan en 2,5 millones (€). De este modo, el nuevo valor del ANC es de 64 millones (€). En la parte del AC, sufrimos una pérdida por créditos incobrables de 3 millones, quedando así en 37 millones de euros.

Finalmente, como se puede apreciar en la figura 5, el valor de recursos propios se incrementó pasando a 26 millones de euros.

Figura 5: Simplificación de balance – millones de euros

ACTIVO NO CORRIENTE ANC= 64	PATRIMONIO NETO PN=26
ACTIVO CORRIENTE AC=37	PAIVO NO CORRIENTE PNC=45
	PASIVO CORRIENTE PC=30

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Valor de liquidación

Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y cancelen sus deudas (Fernández, 2008). Para llegar a este valor hay que tener en cuenta todos los gastos asociados a las transacciones implicadas como pueden ser indemnizaciones por despido o gastos fiscales y de notaría entre otros.

Principalmente se aplica ante una situación concursal o próxima a la desaparición, por lo que se ha de tener en cuenta que el valor

obtenido ha de ser inferior al de una empresa con continuidad, pues las ganancias futuras esperadas cuantifican positivamente su valor.

Valor sustancial

Hace referencia al importe necesario a invertir que se necesitaría para constituir una empresa bajo las mismas características y en las mismas condiciones, siguiendo la hipótesis de empresa en funcionamiento. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa (Fernández, 2008).

Existen tres tipos de valor sustancial:

- Valor sustancial bruto (VSB): valor del activo a precio de mercado.
- Valor sustancial neto (VSN): es el VSB menos el pasivo exigible.
 - Valor sustancial bruto reducido: es el VSB menos el valor de la deuda sin coste.

5.3.1.2. Métodos comparativos o por múltiplos

La valoración por comparables se asienta sobre la base de "un activo se valora en función de los precios a los que se hayan llevado a cabo transacciones de activos similares" (Rodríguez Sandiás, 2014). Uno de los ejemplos más comunes en esta tipología es el referido al mercado inmobiliario, ya que a partir de características genéricas se saca una referencia como es el precio en función de los m² de la vivienda.

Para ello es necesario realizar los siguientes pasos previos:

- *Identificación de los activos o empresas comparables*: se refiere al estudio previo a realizar con el fin de encontrar empresas de similares características a las nuestras cuyo valor es conocido. Además, se estima que los múltiplos de empresas del mismo

sector producen mayores errores que los de empresas de otros sectores, pero con similar crecimiento.

- *Establecer el valor estandarizado:* a la hora de realizar la comparación es necesario establecer múltiplo con el que intermediar. Para ello, hay que ser conscientes de la relación que se establece, pues las partidas del numerador y denominador tienen que ser dependientes. Es decir, si en el numerador va el valor de la empresa, en el denominador debería ir el beneficio, pero si en el numerador va el valor de recursos propio, en el denominador irá el resultado del ejercicio.
- *Ajustar el valor final en función de las particularidades de la empresa objeto de estudio:* como es probable, la empresa con la que se efectúa la comparación es posible que tome aspectos divergentes que han de ser corregidos con el fin de ajustarnos a la realidad lo máximo posible.

Valoración por múltiplos de resultados

Es la valoración más habitual, para llegar al múltiplo estandarizado se realiza un cociente compuesto por el valor de la empresa y alguna medida del resultado.

Uno de los más conocidos es el múltiplo del BAIT que se establece como se muestra en la tabla 1:

Tabla 1: Ejemplo de valoración por múltiplo BAIT

	Empresa A	Empresa B
Valor	35.217.290	61.795.872
BAIT	2.448.000	4.509.183
Múltiplo	14,3861	14,7044
Media	14,0453	
Empresa X		
BAIT	5.052.000	
Valor estimado	70.956.850	

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Otra variación es con el EBITDA (Resultado antes de amortización, intereses e impuestos), pero todos ellos sufren un gran punto en común negativo, pues ante la existencia de resultados negativos su cálculo no se podría realizar ya que dejaría de tener coherencia.

En esta línea también existen otras variantes como es el múltiplo del Cash Flow, con el que se pretende eliminar el impacto de las decisiones contables.

El múltiplo PER que es el más utilizado, obtiene el valor de las acciones multiplicando el beneficio neto anual por el coeficiente PER (Price earnings ratio), siendo el PER el precio de mercado de la acción entre el beneficio por acción (BPA). Para ello, el precio de la acción puede ser el actual o el precio medio a lo largo del año y el BPA puede ser el del último año contable o el previsto para el próximo año.

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

Otro método que lo que hace es calcular el valor de las acciones en vez de el de la empresa es por múltiplo de dividendos, surgido a partir del flujo de pagos periódicos que recibe el accionista. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella (Fernández, 2008). Para ello su cálculo parte de una renta perpetua siendo como flujo el dividendo y K_e el coste de los recursos propios, que se obtiene partiendo de la tasa libre de riesgo y sumando la prima de riesgo asociada a la empresa.

$$\text{Valor de las acciones (sin crecimiento)} = \text{DPA} / K_e$$

$$\text{Valor de las acciones (con crecimiento } g) = \text{DPA} / (K_e - g)$$

Ante una situación de dividendos altos, cabe esperar que la tasa de crecimiento de la empresa sea menor, pues la tasa de reinversión es menor por distribuir dividendos a sus accionistas.

Valoración por múltiplos de valor en libros

El valor estandarizado de este método surge del cociente entre su valor de mercado y el valor contable o en libros. Es decir, lo que se

pretende es saber cuánto se ha pagado en operaciones similares por cada euro de valor contable de la empresa comprada (Rodríguez Sandiás, 2014).

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Valor Contable}} = \frac{\text{Valor Mercado Capital} + \text{Valor Mercado Deuda}}{\text{Valor Contable Capital} + \text{Valor Contable Deuda}}$$

La segunda parte variante es la conocida como ratio P/B, es decir, el cociente del precio de la acción entre su valor contable, llamado "book value" en el caso de considerar una acción de forma individualizada. Además, existe otra variante, pero de uso complejo en la práctica por su denominador, que es la llamada Q de Tobin. Formada por el cociente del valor de la empresa entre el coste de reposición de los activos.

Valoración por múltiplos de ventas

Metodología muy utilizada en ciertos sectores donde las características suelen ser homogéneas y su valor depende fundamentalmente de las ventas. Un sector de ejemplo es el de las farmacias, ya que los precios y las particularidades de cada una tienen un componente homogéneo muy grande y su fuente de valor nace de la capacidad de generación de ventas.

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Ventas}}$$

5.3.2. Valoración por métodos dinámicos

En la actualidad, es el método más utilizado y es considerado por la mayor parte de expertos como aquel que más se ajusta a la realidad, siendo además el más correcto a nivel conceptual en términos financieros. Este tipo de valoración se basa en función de las perspectivas de futuro de la empresa y la capacidad que tenga esta de generar flujos positivos,

llamados cash flows. Para ello, será necesario estimar una tasa de descuento apropiada según el riesgo con la que calcular el valor actual.

Para ello, lo más correcto será realizar la siguiente secuencia (Rodríguez Sandiás, 2014):

- 1- Estimar los estados financieros futuros.
- 2- Determinar los flujos de caja o beneficios residuales correspondientes a dichos estados proforma.
- 3- Estimar la tasa de descuento adecuada para actualizar los flujos o beneficios residuales.
- 4- Actualizar la serie de flujos o beneficios residuales.

Además, existe otro factor crucial que es el valor en continuidad, pues a no ser que existan razones suficientes para estimar una fecha de caducidad para la empresa, es de suponer que continuará actuando en el futuro y por simplificar se empleará la fórmula de una renta perpetua.

De este modo, surge otra pregunta, ¿cuántos años deberemos hacer la estimación futura de flujos? La respuesta más repetida lo sitúa entre 5 y 10 años, pero en la realidad lo más acertado es hacer una estimación de años lo suficientemente grande como para que la empresa haya alcanzado la estabilidad con el fin de llegar a la simplificación de que a partir de entonces su tasa de crecimiento va a ser constante, es decir, será oportuno dejar de determinar flujos anuales y finalizar la secuencia calculando su valor de continuidad a crecimiento constante.

5.3.2.1. Método de descuento de flujos y determinación de la tasa de descuento

Respecto al descuento de flujos, se seguirá el método general de descuentos de flujos sustituyendo en cada caso por los valores de cada flujo y la tasa de descuento aplicada a cada caso como se puede observar en la tabla 2.

Tabla 2: Método de descuento de flujos y tasas de descuento

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Fuente: Fernández, 2008

Continuando con el esquema derivado de la anterior ilustración, explicaremos como obtener los diferentes tipos de tasa de descuento en función del flujo a descontar.

Rentabilidad exigida a las acciones (Ke)

Dicha tasa nace bajo la suposición de remunerar al inversor con una rentabilidad igual a la obtenida por una inversión sin riesgo, como pueden ser los bonos alemanes a 10 años, más una prima de riesgo por incurrir en él, es decir, el modelo del CAPM. Además, dicha rentabilidad es comparada con otras inversiones de similares características, las que supondrían en un coste de oportunidad en caso de ejercer nuestra opción. De este modo, nace la siguiente expresión:

$$Ke = Rf + \beta_i * (Km - Rf) \quad (1)$$

Ke: Rentabilidad exigida a las acciones

Rf: Tasa de interés libre de riesgo

β_i : Beta del activo i

Km: Rentabilidad esperada del mercado

En este cálculo surge una gran duda, ¿qué Beta he de utilizar? Pues lo más habitual para empresas cotizadas es realizar una

regresión entre la rentabilidad de las acciones de la empresa a estudiar con la rentabilidad del índice de mercado de referencia. Además, tiene cabida el empleo de ajustes en función de información adicional del mercado o de empresas del sector.

Para el caso de empresas no cotizadas, partiremos de la Beta de una empresa similar cotizada con valor conocido, entendiendo por similar, aquellas de parecidas condiciones en actividad, tamaño, evolución y mercados.

Además, a este valor se le realizan una serie de cambios, pues la Beta conocida incluye los riesgos del propio negocio y aquellos derivados de su estructura de financiación, por lo que habrá que calcular la Beta desapalancada, es decir, sin deuda y posicionarla para la deuda que sea objeto de estudio.

Para ello partimos del cálculo de la Beta:

$$Beta\ del\ activo = Beta\ Deuda * \frac{D}{C+D} + Beta * \frac{C}{C+D} \quad (2)$$

El siguiente paso, es calcular la nueva Beta suponiendo que la Beta de la deuda es nula:

$$Beta\ desapalancada = \frac{Beta}{1+(1-T)*\frac{D}{C}} \quad (3)$$

A dicha Beta, se le incluirán primas por riesgo según el nivel de endeudamiento que tenga nuestra empresa, así como otros riesgos propios asociados. Cuando se trata de empresas pequeñas, la rentabilidad requerida más apropiada puede que surja de la siguiente expresión.

$$Rentabilidad\ requerida = R_f + (Beta * Prima\ de\ riesgo) + Prima\ de\ tamaño + Prima\ por\ riesgo\ no\ sistemático$$

CAPM

AJUSTES

(4)

Finalmente, otro modelo que cabe mencionar es el llamado NODERFELASE, iniciales que representan los criterios a tener en cuenta. En él se establece una serie de ponderaciones en función de la incidencia de dichos factores sobre la Beta hasta estimar finalmente nuestro valor (R. Lafuente, 2015). Véase en la tabla 3 representado con un ejemplo práctico.

Tabla 3: Modelo NODERFELASE

Ponderación		Riesgo					Riesgo ponderado
		bajo 1	nomal 2	notable 3	alto 4	muy alto 5	
25%	N Negocio: sector / producto ...				4		1
10%	O Apalancamiento operativo		2				0,2
10%	D Directivos		2				0,2
5%	E Exposición a otros riesgos (divisas...)		2				0,1
15%	R Riesgo país				4		0,6
5%	F Flujos. Estabilidad.			3			0,15
15%	E Endeudamiento asignado		2				0,3
5%	L Liquidez de la inversión.				4		0,2
5%	A Acceso a fuentes de fondos			3			0,15
2%	S Socios		2				0,04
3%	E Estrategia			3			0,09
100%							3,03

Beta de los recursos propios =	3,03	x	0,5	=	1,515
---------------------------------------	------	---	-----	---	--------------

Ke= Rf + B*prima de riesgo

Rf=Tasa libre de riesgo	4,20%
B=Beta cualitativa	1,515
Prima de riesgo:	5%
Ke=Rentabilidad exigida por el accionista:	11,78%

Fuente: R. Lafuente, 2015

Rentabilidad exigida a la deuda (Kd)

Su cálculo es mucho más sencillo que el anterior, pues los prestamistas realizan este cálculo con el fin de recibir una remuneración sobre los servicios prestados. De este modo, el cálculo se simplifica a la siguiente expresión:

$$\text{Coste de la deuda } t = \frac{\text{INTERESES ACUMULADOS EN } t}{\text{DEUDA } t-1 \text{ (inicio de año)}} \quad (5)$$

Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC/WACC)

Dicha tasa se utiliza para descontar los flujos de caja libre, su expresión parte de una ponderación en función de las proporciones de deuda y capital con sus respectivos costes y teniendo en cuenta el ahorro fiscal. Por tanto, queda reflejado en la siguiente expresión.

$$\text{CMPC} = Kd * \frac{D}{C+D} * (1 - T) + Ke * \frac{C}{C+D} \quad (6)$$

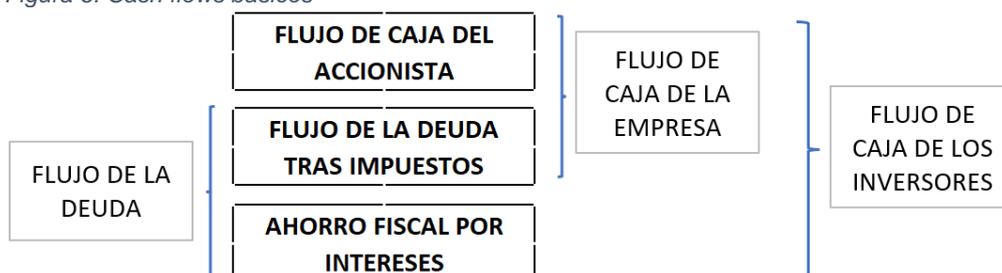
5.3.2.2. Flujos de caja básicos

Existen muchas tipologías de flujos de caja posibles para la empresa, pero los más comunes a la hora de realizar estudios de valoración son los siguientes y quedan representados en la figura 6:

- a) *Flujos de caja de la empresa (free cash Flow)*. Son aquellos flujos netos generados por la empresa y que son puestos a disposición tanto de accionistas como de acreedores y se expresa.
- b) *Flujos de caja del accionista (equity cash Flow)*. Son aquellos que genera la empresa, pero se ponen solo a disposición del accionista.
- c) *Flujos de caja de la deuda*. Son aquellos generados por la empresa y que pertenecen a sus acreedores.
- d) *Flujo de caja de los inversores (capital cash Flow)*. Los recibidos por los accionistas y acreedores, se diferencian de los primeros ya que, en este caso, se trata del flujo tras incorporar el ahorro fiscal los intereses de la deuda.

(Rodríguez Sandiás, 2014)

Figura 6: Cash flows básicos



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

A continuación, se explicará el proceso de descomposición de cada flujo, así como su forma de descuento. Posteriormente, en el punto 4.1 “explicación teórica de la necesidad de reformulación de los estados financieros” en la que se explicará la operativa de donde salen las partidas a ver en este punto.

Flujo de caja de la empresa (free cash Flow)

Como ya dijimos, se trata del flujo a distribuir entre los acreedores y accionistas una vez cubiertas las necesidades de inversión, según que autor también puede ser llamado flujo de caja libre de explotación.

A la hora de calcular el flujo de caja de la empresa existen múltiples perspectivas, desde lo más tradicional partiendo de las partidas contables hasta nuevos métodos más simplificadores e innovadores que parten del balance reformulado.

En primer lugar, comenzaremos por explicar en la figura 7 el método indirecto que toma como punto de partida el Resultado del ejercicio (BDT).

Figura 7: Cálculo indirecto FCE

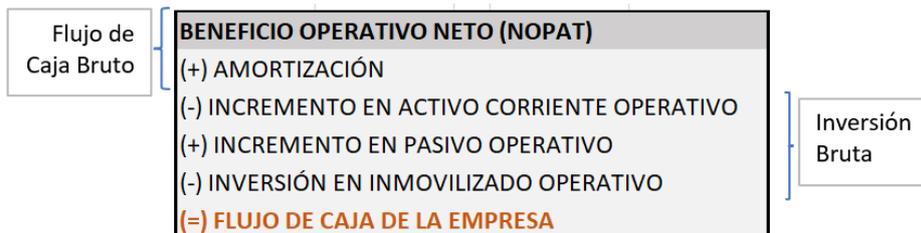
RESULTADO DEL EJERCICIO (BDT)
(+) AMORTIZACIÓN
(-) INCREMENTO EN ACTIVO CORRIENTE OPERATIVO
(+) INCREMENTO EN PASIVO OPERATIVO
(-) INVERSIÓN EN INMOVILIZADO OPERATIVO
(+) GASTOS FINANCIEROS TRAS IMPUESTOS
(=) FLUJO DE CAJA DE LA EMPRESA

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Como podemos observar, y partiendo del BDT, se le realizan una serie de ajustes. El primero de ellos es el referente a la amortización, pues no es un gasto que provoque una salida real de efectivo, sino que tan solo es una aplicación contable. En segundo lugar, tenemos dos ajustes de incremento relacionados con el fondo de maniobra, es decir, un incremento en activo corriente operativo supone una menor entrada de flujo, por ejemplo, incremento de cuentas a cobrar, por lo que se contrarresta restándolo y un incremento del pasivo significa una menor salida de flujo, por lo que lo contrarrestaremos sumándolo. Posteriormente, restamos los incrementos en inversión de inmovilizado y realizamos un ajuste de carácter financiero sumando los gastos financieros netos tras impuestos.

El segundo método, es una simplificación del anterior que en el que en vez de partir del BDT se parte del beneficio operativo neto (NOPAT). De este modo, se eliminan los componentes financieros de la anterior propuesta quedando el esquema como se muestra en la figura 8:

Figura 8: FCE a partir del NOPAT



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

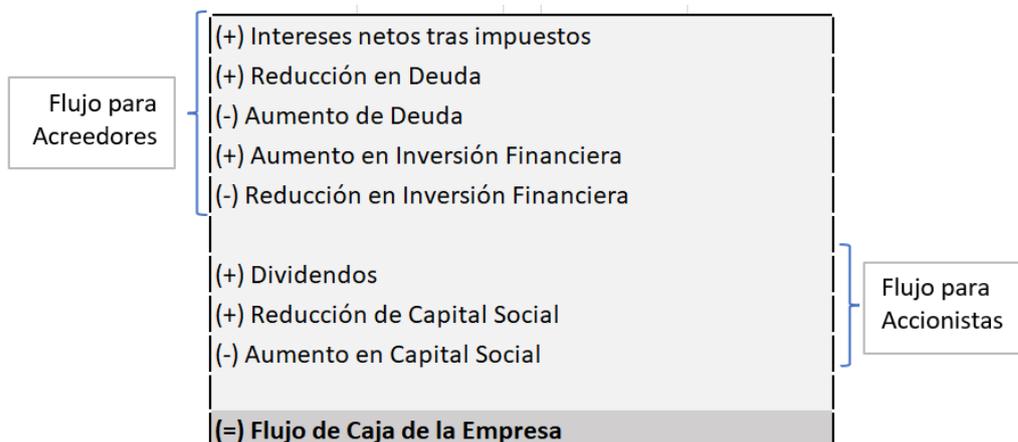
De este modo, podremos continuar profundizando, pues como vemos el NOPAT más la amortización es el Flujo de Caja Bruto, y los tres componentes restantes juntos son la Inversión Bruta. Por tanto, el cálculo quedaría reducido a la siguiente expresión:

$$\text{NOPAT} - \text{Incremento en Activo Operativo Neto} = \text{Flujo de Caja de la Empresa}$$

(7)

Al mismo tiempo, el Flujo de Caja de la Empresa ha de ser igual al llamado Flujo de Caja Financiero, es decir, el Flujo de Caja de los Acreedores más el Flujo de Caja de los Accionistas (Rodríguez Sandiás, 2014).

Figura 9: FCE como suma de flujos



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Flujo de Caja del Capital o Accionista (equity cash Flow)

Como se mencionó al comienzo del punto, dicho flujo está compuesto por el flujo que obtiene la empresa una vez deducidas sus obligaciones de financiación y pertenece a aquellos que aportan los recursos propios. Por tanto, partiendo de dicha definición y en concordancia con lo descrito hasta ahora comenzaremos el esquema partiendo del Flujo de Caja de la Empresa (figura 10).

Figura 10: FCA a partir del FCE



Fuente: Elaboración propia a partir de Alfonso Rodríguez 2011

Por tanto, la devolución neta de deuda se calcularía como la suma de la deuda de un período minorada de las inversiones financieras respecto al siguiente período, que con los gastos financieros tras impuestos conformarían el flujo de deuda tras impuestos, es decir:

$$\text{Flujo de Caja de la Empresa} - \text{Flujo de la Deuda tras Impuestos} = \text{Flujo de Caja del Accionista} \quad (8)$$

Otra forma más elaborada y tradicional es partiendo del propio resultado del ejercicio al igual que hacíamos con el Flujo de Caja de la Empresa como se muestra en la figura 11.

Figura 11: Cálculo indirecto FCA

Flujo de Caja de la Empresa	RESULTADO DEL EJERCICIO (BDT)
	(+) Amortización
	(-) Incremento en Activo Corriente Operativo
	(+) Incremento en Pasivo Operativo
	(-) Inversión en Inmovilizado operativo
	(-) Devolución Neta de Deuda
	(=) Flujo de Caja del Accionista

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Existe otra casuística para el caso de empresas que cuenten con subvenciones de capital, pues se periodificarán como ingreso fiscal y repercute en el resultado del ejercicio. De este modo, para calcular el flujo del accionista habrá que tenerlo en cuenta restando la fiscalización de las subvenciones y sumando las nuevas subvenciones al Flujo de Caja del Accionista sin subvenciones.

Flujo de Caja de la Deuda

Dicho flujo se corresponde con los fondos netos recibidos por los acreedores, para ello partiremos de los Gastos Financieros entendidos como los intereses más todas las comisiones relacionadas con operaciones de financiación.

Figura 12: Cálculo indirecto FCD

GASTOS FINANCIEROS
(+) Amortización de Deuda
(-) Nueva Deuda
(=) FLUJO DE CAJA DE DEUDA

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Flujos de Casa del Inversor

Comúnmente conocido como Capital Cash Flow. Se observa desde la óptica de quien recibe los flujos y no de la empresa. Lo desglosaremos según la figura 13 y 14 mediante dos métodos diferentes.

Figura 13: Cálculo directo FCI

FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA
(+) FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA
(=) FLUJO DE CAJA DEL INVERSOR (Capital Cash Flow)

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Figura 14: Cálculo indirecto FCI

RESULTADO DEL EJERCICIO (BDT)
(+) Amortización
(-) Incremento en Activo Corriente Operativo
(+) Incremento en Pasivo Operativo
(-) Inversión en Inmovilizado operativo
(+) Gastos financieros
(=) FLUJO DE CAJA DEL INVERSOR (Capital Cash Flow)

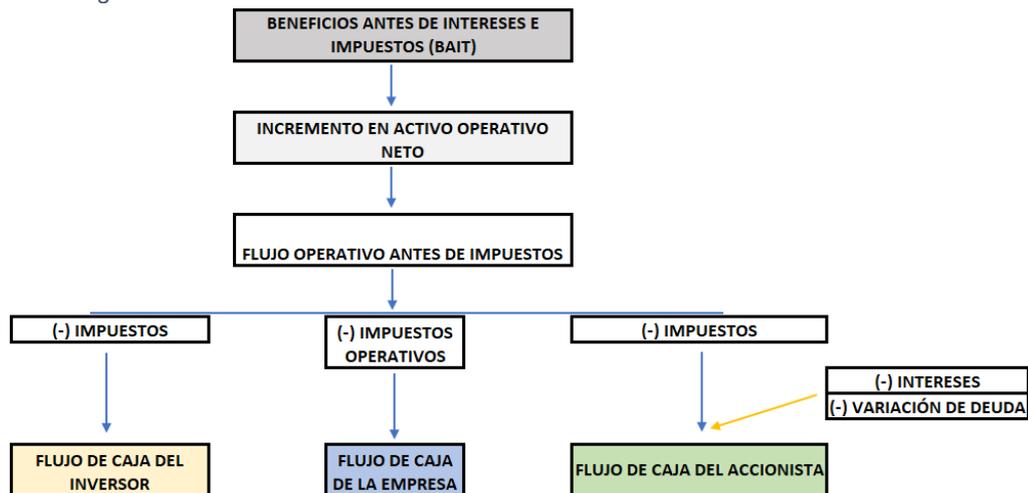
Variación en Fondo de Maniobra Operativo
--

}

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Finalmente, plantearemos un esquema con el fin de resumir los conceptos vistos hasta el momento de forma concentrada y visual para poder continuar con el estudio, para ello se empleará la figura 15.

Figura 15: Resumen Cash Flows



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

5.3.3. Valoración por métodos mixtos

El origen de dicho método está estrechamente relacionado con la necesidad de cuantificar el fondo de comercio, es decir, aquellos aspectos intangibles que pertenecen a la empresa que son fuente de valor y que están por encima de su valor contable. Algunos ejemplos de ello serían la presencia de una clientela fiel, ciertos métodos de organización industrial que los hace más eficientes o alianzas estratégicas entre otros.

Pero la realidad es que llegar a valorar dichos aspectos no es una tarea sencilla, pues no se trata de algo objetivo y tampoco existen mercados paralelos por los que guiarse. De este modo, nacen múltiples métodos de valoración en los que el fondo de comercio sirve de base.

Su modelo tiene carácter mixto en el que se complementa una parte estática con el dinamismo de adelantar el valor futuro. En definitiva, su objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienza con la valoración de los activos de la empresa y luego le suma una cantidad relacionada con los beneficios (Fernández, 2008).

A continuación, en la tabla 4 podemos observar una serie de ejemplos en los que se aplica lo hablado anteriormente:

Tabla 4: Métodos de valoración mixtos.

	Valor de la empresa
Método de valoración "clásico"	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, o $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo neto corregido; a_n = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o <i>goodwill</i> . (B - iA) se suele denominar <i>superbeneficio!</i>
Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) ¹⁶	Si se despeja $V = A + a_n (B - iV)$, se obtiene: $V = [A + (a_n \times B)] / (1 + i a_n)$
Método indirecto o método "de los prácticos"	$V = (A + B/i)/2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA)/2i$ i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos tres años. Tiene muchas variantes, que resultan de ponderar de manera distinta el valor sustancial y el valor de capitalización de los beneficios.
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA) / t_m$ La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m (B - iA)$ El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5. El tipo de interés (i) es el tipo de interés a largo plazo.
Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo	$V = A + (B - iV)/t$ despejando $V = (A + B/t) / (1 + i/t)$ i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeneficio y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.

Fuente: Fernández, 2008

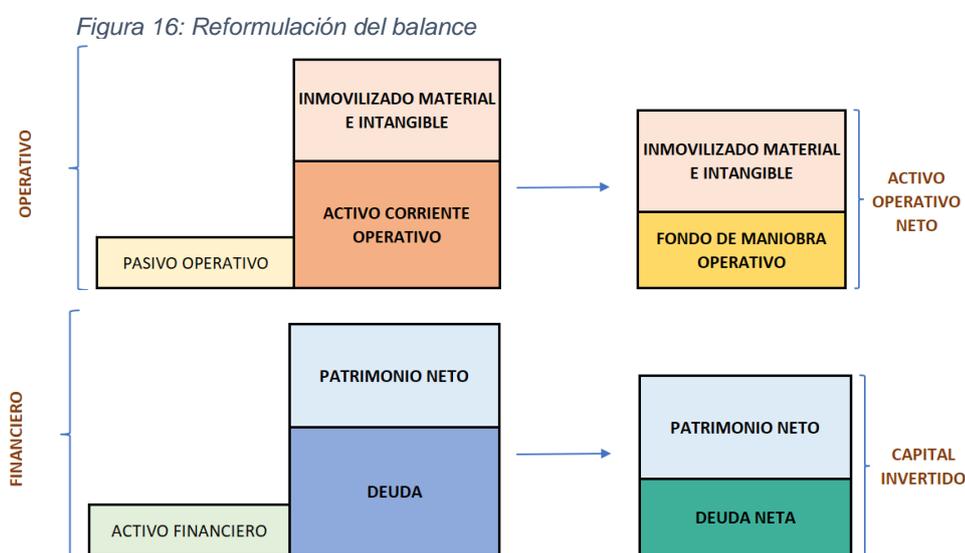
6. Diagnóstico de la creación de valor: caso Hijos de Rivera S.A.

6.1. Explicación teórica de la reformulación de los estados financieros

A continuación, hablaremos de la importancia de reformular la estructura de los estados financieros tradicionales con el fin de facilitar los cálculos y

permitir un mayor dinamismo en la modelización de un estudio de valoración. Dicho cambio, no supone un cambio en la naturaleza de las partidas contables, sino que, se trata de una variación en la forma de agregarlas.

Como podemos observar en la figura 16, tanto en el activo como en el pasivo existen partidas que vamos a dividir en naturaleza operativa y financiera, esto nos permitirá, junto con la reformulación de la cuenta de resultados, obtener conclusiones en las que los recursos disponibles y el resultado obtenido tengan una relación directa. De este modo, trataremos de aislar en el activo aquellos componentes de naturaleza operativa y en el pasivo, todos aquellos de naturaleza no operativa (Rodríguez Sandiás, 2014).



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Teniendo en cuenta lo visto en la anterior ilustración, el Fondo de Maniobra Operativo será el resultado de restar al Activo Corriente Operativo el Pasivo Operativo, es decir, aquellas partidas sin coste explícito que surgen de la actividad operativa del negocio como pueden ser los Acreedores comerciales o las deudas con Hacienda entre otros. Observando en este caso a la parte financiera, la Deuda Neta será el resultado de restar a la Deuda Total de carácter financiero, el Activo Financiero, es decir, todas aquellas partidas fuente de rendimientos con carácter financiero como, por ejemplo, las inversiones.

Si nos pasamos al lado de la cuenta de resultados, será necesario obtener un resultado en concordancia con las agregaciones hechas, pues el Activo Operativo Neto es la cifra real de recursos disponibles con los que obtiene el resultado de sus actividades de explotación. De este modo, en la cuenta de resultados tradicional no disponemos de información acerca del resultado de explotación neto, pues se calcula antes de impuestos y se suma con el financiero para obtener posteriormente el resultado después de impuestos tota, por lo que nos surge la necesidad de elaborar dicha distinción, para ello nos apoyaremos de la figura 17.

Figura 17: Reformulación cuenta de resultados

SIMPLIFICACIÓN - P y G	
Ingresos de explotación	
Consumo de mercaderías y materiales	
Gastos de personal	
Otros gastos de explotación	
Amortización	
Otros gastos de explotación	
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAIT)	
Ingresos financieros	
Gastos financieros	
Otros gastos de explotación	
RESULTADO FINANCIERO	
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (BAT)	
Impuestos sobre sociedades	
RESULTADO DEL EJERCICIO BDT	

P y G REFORMULADO	
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAIT)	
Impuestos operativos	
RESULTADO OPERATIVO NETO (NOPAT)	
RESULTADO FINANCIERO	
Impuestos financieros	
RESULTADO FINANCIERO NETO	
RESULTADO DEL EJERCICIO (BDT)	

Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Además, en esta reformulación hemos de tener en cuenta el sector en el que opere nuestra empresa, ya que, en el caso de obtener un resultado financiero negativo, en realidad estaremos ante un ahorro fiscal.

Por otro lado, son múltiples las casuísticas con las que nos podemos encontrar en función del nivel de información interna a la que tengamos acceso, y en función de ello, deberemos efectuar las modificaciones pertinentes, pues pueden existir partidas que a pesar de su naturaleza tengan características que permita hacer modificaciones. Por ejemplo, un activo en desuso que no cree valor para la empresa, pero continúe en balance, en cálculos como el ROIC estará diluyendo la rentabilidad alejándola de la realidad, o en el caso de poseer participaciones en otras empresas que

impliquen una estrategia con beneficios como relaciones comerciales preferentes, se podrán considerar activos operativos.

6.2. Análisis de la creación de valor

6.2.1. ROE

El Return of Equity (ROE), se dice que es la rentabilidad obtenida por capital ordinario y es la atribuible a los propietarios de la empresa (Rodríguez Sandiás, 2014). De este modo, su fórmula directa es la que relaciona en el numerador el BDT con los Recursos Propios en el denominador.

$$ROE = \frac{BDT}{RECURSOS PROPIOS} \quad (9)$$

Bien es cierto, que para su estudio lo habitual es realizar el análisis DuPont. Un método de descomposición en factores que permite un estudio más profundo de las partidas que influyen sobre dicha rentabilidad. Para ello mostraremos sus tres variantes principales.

- Variante 1: Descomposición en tres factores formadas por el producto del Margen neto, Rotación de Activo y el Multiplicador de los Recursos Propios.

$$ROE = \frac{BDT}{RP} = \frac{BDT}{VENTAS} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO} \times \frac{ACTIVO}{RP} \quad (10)$$

- Variante 2: Descomposición en cuatro factores formadas por el producto del Margen antes de impuestos, Efecto fiscal, Rotación de Activos y el Multiplicador de los recursos propios.

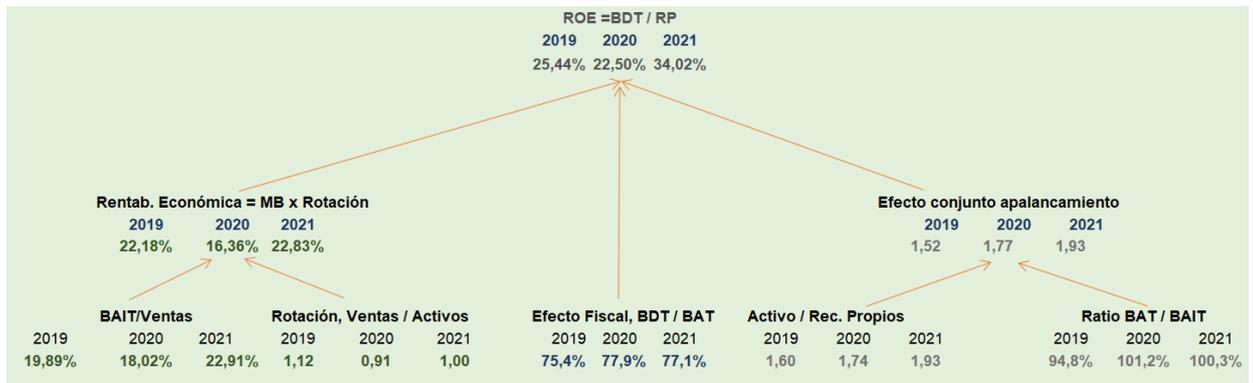
$$ROE = \frac{BDT}{RP} = \frac{BAT}{VENTAS} \times \frac{BDT}{BAT} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO} \times \frac{ACTIVO}{RP} \quad (11)$$

- Variante 3: Descomposición en cinco factores formadas por el producto del Margen Bruto, Ratio BAT/BAIT, Efecto Fiscal, Rotación de Activos y Multiplicador de los recursos propios.

$$ROE = \frac{BDT}{RP} = \frac{BAIT}{VENTAS} \times \frac{BAT}{BAIT} \times \frac{BDT}{BAT} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO} \times \frac{ACTIVO}{RP} \quad (12)$$

A continuación, en la figura 18 podemos observar un caso práctico aplicado a nuestra empresa objeto de estudio. Para ello empleamos un esquema en árbol con el que se calculan los diferentes componentes partiendo del análisis de DuPont descompuesto en 5 elementos.

Figura 18: Análisis ROE – Método DuPont Hijos de Rivera



Fuente: elaboración propia a partir de SABI, 2021

6.2.2. ROIC

A la hora de calcular las rentabilidades económicas por la vía tradicional como puede ser mediante BAIT/Activo Total, se están cometiendo una serie de errores que nos alejan de la realidad, pues el resultado BAIT se trata de un número obtenido antes de impuestos y estos no deben ser ignorados, y en el denominador, en el activo total se mezclan partidas de naturaleza operativa y no operativa.

De este modo, nace el ROIC (*Return on Invested Capital*) con el que medimos en el numerador el resultado operativo neto de impuestos y en el denominador los recursos con los que fue obtenido, es decir, el activo operativo neto. (Rodríguez Sandiás, 2014)

$$ROIC = \frac{NOPAT}{ACTIVO OPERATIVO NETO} = \frac{NOPAT}{CAPITAL INVERTIDO} \quad (13)$$

Dicha rentabilidad es a la que debemos poner ojo con el fin de tratar de incrementarla, ya que en el caso de esta ser superior al CCPM se nos estará indicando que cumple con su función de creación de valor y los accionistas estarán siendo remunerados por encima de lo estipulado inicialmente.

Además, el ROIC puede ser descompuesto en factores con el fin de localizar los más determinantes y así ver a nivel de control de gestión cuales son los mejores caminos para incrementarlo. Como podemos observar a continuación, la descomposición propuesta en tres factores se trata del producto del margen operativo bruto, la rotación de activo operativo y finalmente el efecto fiscal.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{ACTIVO OPERATIVO NETO} = \frac{BAIT}{VENTAS} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO OPERATIVO NETO} \times \frac{NOPAT}{BAIT} \quad (14)$$

A continuación, en la tabla 5 lo veremos para el caso particular de Hijos de Rivera.

Tabla 5: Análisis ROIC Hijos de Rivera

AÑO	2017	2018	2019	2020	2021
ROIC	27,83%	27,29%	24,14%	19,23%	25,63%
ROIC ₁	27,83%	27,29%	24,14%	19,23%	25,63%
Margen Operativo Bruto	19,91%	21,78%	19,89%	18,02%	22,91%
Rotación AON	1,87	1,66	1,61	1,37	1,45
Efecto fiscal	0,75	0,76	0,75	0,78	0,77

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

6.2.3. ROA

El Return on Operating Assets (ROA) se define como la rentabilidad obtenida por los activos operativos, es decir, la suma del inmovilizado material e intangible con el activo corriente operativo. Por tanto, su principal diferencia con el ROIC, es que en este último se emplean saldos netos (NOPAT), deduciendo el pasivo operativo y en el ROA no. Bien es cierto, que en el caso de estar ante una empresa sin pasivos operativos el ROIC y el ROA han de coincidir.

Además, el numerador también es objeto de cambios pues deberemos reducir el coste de los intereses implícitos tras impuestos, es decir, el coste que nos supone el hecho de que nuestros proveedores nos aplacen el pago, quedando así en el numerador el llamado "NOPAT ajustado". (Rodríguez Sandiás, 2014)

Quedando de la siguiente forma:

$$ROA = \frac{NOPAT - INTERESES \text{ IMPLÍCITOS DEL PASIVO OPERATIVO}}{ACTIVO OPERATIVO} \quad (15)$$

Siendo considerados los intereses implícitos:

$$\text{Intereses Implícitos del Pasivo Operativo} = \text{Pasivo Operativo} \times \text{Coste Financiero Neto} \quad (16)$$

Tabla 6: Análisis ROA Hijos de Rivera

AÑO	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	19,94%	21,47%	18,60%	15,06%	21,50%
Coste financiero	12,83%	9,92%	8,96%	-0,03%	2,25%
Pasivo operativo	84.334.592,96	96.018.645,63	90.482.512,53	125.261.434,34	136.266.712,68
NOPAT ajustado	53.561.069,38	67.782.277,08	70.549.483,14	62.686.516,52	96.960.673,90
Activo operativo	315.680.950,44	379.248.695,33	416.344.261,73	451.057.189,17	526.524.536,39

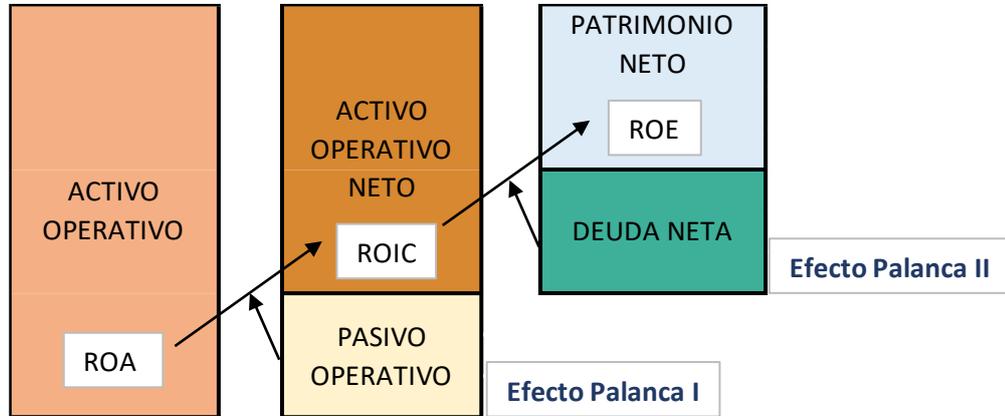
Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

6.2.4. Relación ROE, ROIC y ROA

Según podemos ver en la figura 19, existe una relación en escalera de las tres rentabilidades explicadas anteriormente. En primer lugar, en el caso de que el ROA sea superior al coste de financiación neto, la presencia de pasivo operativo incrementará la rentabilidad llevándonos así hasta el ROIC, es decir, el ROIC es el ROA más el efecto palanca que supone el Pasivo Operativo.

En segundo lugar, si el ROIC vuelve a ser superior al coste de financiación neto, la presencia de deuda neta hará efecto palanca una vez más llevándonos al ROE.

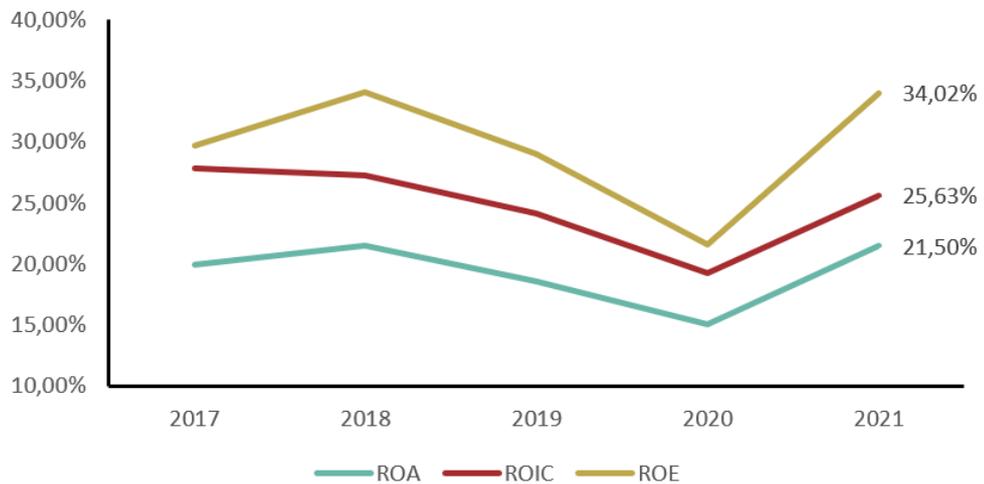
Figura 19: Relación ROA, ROIC y ROE



Fuente: Elaboración propia a partir de Rodríguez Sandiás, 2014

Cómo podemos observar en el seguimiento de la tendencia del gráfico 7, en todos los años presentes se cumple la función de los dos efectos palanca mencionados anteriormente. Es decir, Hijos de Rivera obtiene una sobre rentabilidad por la presencia del pasivo operativo y de la deuda neta.

Gráfica 7: Relación ROA, ROIC y ROE



Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

7. Caso práctico: valoración Hijos de Rivera S.A.

7.1. Valoración por comparables

Como se ha hablado en el apartado teórico referente a dicho punto, lo primero será realizar un análisis del entorno con el fin de hallar aquellas empresas con valor conocido que se asemejen a Hijos de Rivera. De este modo, el estudio se desarrollará siguiendo tres fases, esto nos permitirá resolver la hipótesis planteada para determinar qué tipo de empresas son las más idóneas a la hora de realizar el estudio de valoración por comparables.

1. Empresas cerveceras cotizadas.
2. Empresas del BME y BME Growth del subsector "Alimentación y bebidas".
3. Empresas del BME y BME Growth con crecimiento de ingresos similares a Hijos de Rivera.

Siguiendo los pasos acordados, seleccionamos las siguientes empresas del sector cervecero que cotizan en bolsa, *Boston Beer Company Inc.*, *Anheuser Busch Inbev SA*, *Heineken N.V.* y *Constellation Brands Inc.*

En la siguiente ilustración realizaremos el análisis para el caso del múltiplo a partir del EBITDA. Se parte del valor de capitalización de cada una de ellas y mediante el cociente de este con su valor de EBITDA calculamos el múltiplo, al mismo tiempo, para reducir singularidades calculamos el promedio de los múltiplos. En la fila de abajo se muestra el EBITDA de Hijos de Rivera y se realiza el cálculo del valor estimado de nuestra empresa objeto de estudio en función de los múltiplos de las empresas seleccionadas. Finalmente, se realiza el cálculo del valor estimado medio en función del múltiplo medio calculado.

Dicho proceso de cálculo es aplicable a todos los tipos de valoración por comparables realizados, por lo que sirva de antecedente para poder comprender la dinámica de los siguientes cálculos.

Tabla 7: Comparables por EBITDA – Empresas cerveceras cotizadas

	BOSTON BEER COMPANY	ANSHEUSER BUSCH INBEV	HEINEKEN	CONSTELLATION BRANDS
VALOR	3.750.000.000	111.650.000.000	58.830.000.000	41.730.000.000
EBITDA	129.408.000	18.749.000.000	6.782.000.000	3.222.400.000
MÚLTIPLO	28,98	5,95	8,67	12,95
MÚLTIPLO MEDIO	14,14			
EBITDA HIJOS DE RIVERA	173.858.571			
VALOR ESTIMADO	5.038.093.791	1.035.325.055	1.508.124.408	2.251.464.178
VALOR ESTIMADO MEDIO	2.458.251.858			

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

A continuación, se mostrarán las tablas de cálculo para los comparables planteados:

Tabla 8: Comparables por BAIT – Empresas cerveceras cotizadas

	BOSTON BEER COMPANY	ANSHEUSER BUSCH INBEV	HEINEKEN	CONSTELLATION BRANDS
VALOR	3.750.000.000	111.650.000.000	58.830.000.000	41.730.000.000
BAIT	57.174.000	13.978.000.000	2.962.000.000	2.995.900.000
MÚLTIPLO	65,59	7,99	19,86	13,93
MÚLTIPLO MEDIO	36,79			
BAIT HIJOS DE RIVERA	129.660.904			
VALOR ESTIMADO	8.504.361.948	1.035.673.196	2.575.270.419	1.806.051.445
VALOR ESTIMADO MEDIO	4.770.017.572			

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 9: Comparables por Valor contable – Empresas cerveceras cotizadas

	BOSTON BEER COMPANY	ANSHEUSER BUSCH INBEV	HEINEKEN	CONSTELLATION BRANDS
VALOR	3.750.000.000	111.650.000.000	58.830.000.000	41.730.000.000
VALOR CONTABLE	1.041.666.667	67.666.666.667	19.544.850.498	8.413.306.452
MÚLTIPLO	3,60	1,65	3,01	4,96
MÚLTIPLO MEDIO	3,31			
VALOR CONTABLE HIJOS DE RIVERA	567.933.416			
VALOR ESTIMADO	2.044.560.298	937.090.136	1.709.479.582	2.816.949.743
VALOR ESTIMADO MEDIO	1.877.019.940			

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

En esta ocasión, la dinámica de la tabla difiere de lo visto hasta el momento, pues para el caso del PER se parte del dato como conocido, se calcula su valor promedio y posteriormente se estima el valor de Hijos de Rivera a partir del

producto de los beneficios de la compañía por el PER establecido. Finalmente, se realiza la misma operación para el valor medio.

Además, como se puede apreciar en la tabla 10, para el caso de la empresa Constellation Brands su PER nos arroja un dato negativo, por lo que a la hora de realizar el estudio esta empresa no se ha tenido en cuenta.

Tabla 10: Comparables por PER – Empresas cerveceras cotizadas

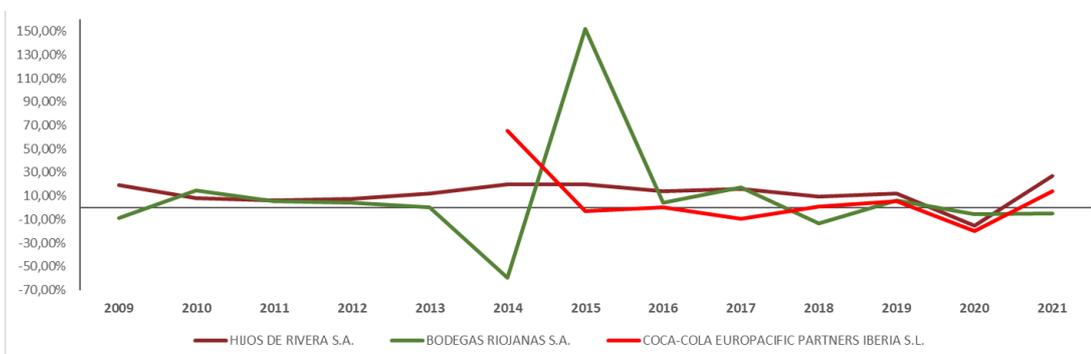
	BOSTON BEER COMPANY	ANSHEUSER BUSCH INBEV	HEINEKEN	CONSTELLATION BRANDS
PER	62,62	16,36	22,2	-617,26
PER MEDIO	33,73			
BENEFICIO HIJOS DE RIVERA	100.277.990			
VALOR ESTIMADO	6.279.407.734	1.640.547.916	2.226.171.378	
VALOR ESTIMADO MEDIO	3.382.042.343			

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Siguiendo la estructura planteada, a continuación, seleccionaremos las empresas de la bolsa española pertenecientes al subsector “Bebida y Alimentación” que mayores puntos en común presenta con Hijos de Rivera, estableciendo tanto el BME como el BME Growth como fuente de búsqueda. Además, según lo establecido, debido a la alta importancia de la similitud del crecimiento en ingresos también se analizará su evolución con el fin de poder resolver las hipótesis planteadas.

Como podemos ver en la gráfica 8, hemos establecido a *Bodegas Riojanas S.A.* y la parte del negocio de Coca-Cola en la península ibérica *Coca-Cola Europacific Partners Iberia S.L.* como empresas de mayor similitud dentro del sector en el que opera.

Gráfica 8: Evolución del crecimiento en ingresos de explotación



Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

A continuación, mostramos las tablas de cálculo cuya dinámica es igual a las vistas hasta el momento.

Tabla 11: Comparables por EBITDA – Empresas alimentación y bebidas

	BODEGAS RIOJANAS S.A.	COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS IBERIA S.L.
VALOR	16.183.000	22.569.418.000
EBITDA	1.759.256	255.697.000
MÚLTIPLO	9,20	88,27
MÚLTIPLO MEDIO	48,73	
<hr/>		
EBITDA HIJOS DE RIVERA	173.858.571	
VALOR ESTIMADO	1.599.285.865	15.345.845.911
VALOR ESTIMADO MEDIO	8.472.565.888	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 12: Comparables por BAIT – Empresas alimentación y bebidas

	BODEGAS RIOJANA S.A.	COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS IBERIA S.L.
VALOR	16.183.000	22.569.418.000
BAIT	938.033	255.667.000
MÚLTIPLO	17,25	88,28
MÚLTIPLO MEDIO	52,76433796	
<hr/>		
BAIT HIJOS DE RIVERA	129.660.904	
VALOR ESTIMADO	2.236.917.475	11.446.026.044
VALOR ESTIMADO MEDIO	6.841.471.759	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 13: Comparables por Ventas – Empresas alimentación y bebidas

	BODEGAS RIOJANAS S.A.	COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS IBERIA S.L.
VALOR	16.183.000	2.456.375.000
VENTAS	17.444.857	3.637.705.000
MÚLTIPLO	0,93	0,68
MÚLTIPLO MEDIO	0,80	
<hr/>		
VENTAS HIJOS DE RIVERA	573.555.931	
VALOR ESTIMADO	532.068.313	387.295.960
VALOR ESTIMADO MEDIO	459.682.136	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 14: Comparables por Valor contable – Empresas alimentación y bebidas

	BODEGAS RIOJANA S.A.	COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS IBERIA S.L.
VALOR	16.183.000	22.569.418.000
VALOR CONTABLE	47.399.150	3.637.705.000
MÚLTIPLO	0,34	6,20
MÚLTIPLO MEDIO	3,272860481	
VALOR CONTABLE HIJOS DE RIVERA	567.933.416	
VALOR ESTIMADO	193.903.614	3.523.630.053
VALOR ESTIMADO MEDIO	1.858.766.833	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 15: Comparables por PER – Empresas alimentación y bebidas

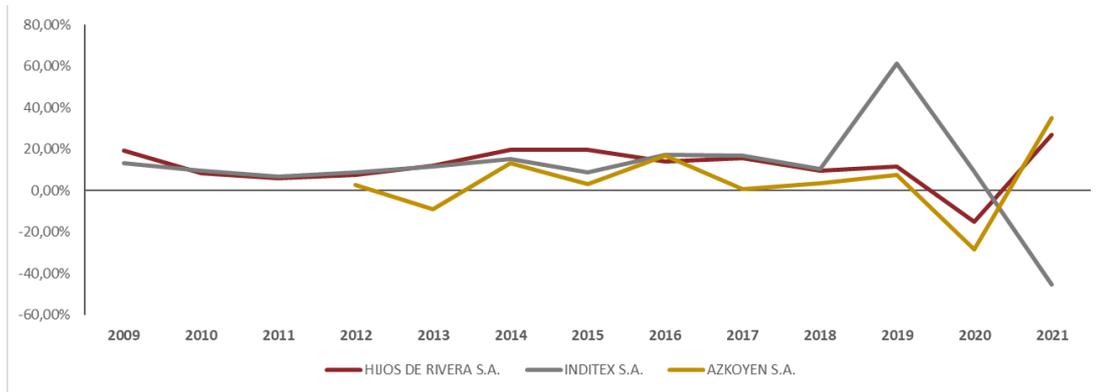
	BODEGAS RIOJANA S.A.	COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS IBERIA S.L.
PER	22,04	16,27
PER MEDIO	19,16	
BENEFICIO HIJOS DE RIVERA	100.277.990	
VALOR ESTIMADO	2.210.126.900	1.631.522.897
VALOR ESTIMADO MEDIO	1.920.824.898	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Finalmente, se analizaron un gran número de empresas del BME y del BME Growth de diferentes tipos de sectores con el fin encontrar aquellas con un crecimiento en ingresos de explotación lo más similar posible. Cabe destacar el crecimiento constante de nuestra empresa, ya que si lo comparamos con los resultados obtenidos por el mercado, los datos que arrojan muestran por lo general un crecimiento reducido o incluso negativo, es decir, decrecimiento.

De este modo, como podemos observar en la gráfica 9, nos encontramos con empresas como *Inditex S.A.*, dedicada al sector textil o *Azkoyen S.A.* dedicada al diseño y fabricación de soluciones tecnológicas. Ambas siguen de manera histórica un crecimiento homogéneo a pesar de que Inditex desde 2018 toma un comportamiento diferente.

Gráfica 9: Evolución del crecimiento en ingresos de explotación



Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

A continuación, mostramos las tablas de cálculo cuya dinámica sigue lo visto hasta el momento.

Tabla 16: Comparables por EBITDA – Empresas con similar crecimiento

	INDITEX S.A.	AZKOYEN S.A.
VALOR	88.918.082.000	126.162.000
EBITDA	1.598.000.000	13.764.000
MÚLTIPLO	55,64	9,17
MÚLTIPLO MEDIO	32,40	
EBITDA	173.858.571	
HIJOS DE RIVERA		
VALOR ESTIMADO	9.674.074.263	1.593.602.516
VALOR ESTIMADO MEDIO	5.633.838.390	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 17: Comparables por BAIT – Empresas con similar crecimiento

	INDITEX S.A.	AZKOYEN S.A.
VALOR	88.918.082.000	126.162.000
BAIT	1.473.000.000	12.262.000
MÚLTIPLO	60,37	10,29
MÚLTIPLO MEDIO	35,33	
BAIT	129.660.904	
HIJOS DE RIVERA		
VALOR ESTIMADO	7.827.018.937	1.334.062.875
VALOR ESTIMADO MEDIO	4.580.540.906	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 18: Comparables por Ventas – Empresas con similar crecimiento

	INDITEX S.A.	AZKOYEN S.A.
VALOR	88.918.082.000	126.162.000
VENTAS	11.351.000.000	80.438.000
MÚLTIPLO	7,83	1,57
MÚLTIPLO MEDIO	4,70	
VENTAS HIJOS DE RIVERA	573.555.931	
VALOR ESTIMADO	4.492.951.573	899.586.804
VALOR ESTIMADO MEDIO	2.696.269.189	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Tabla 19: Comparables por Ventas – Empresas con similar crecimiento

	INDITEX S.A.	AZKOYEN S.A.
PER	22,95	10,98
PER MEDIO	16,97	
BENEFICIO HIJOS DE RIVERA	100.277.990	
VALOR ESTIMADO	2.301.379.871	1.101.052.330
VALOR ESTIMADO MEDIO	1.701.216.100	

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Por tanto, para poder llegar a una conclusión realizaremos un cuadro resumen de los datos obtenidos en función de las tres clasificaciones realizadas.

Tabla 20: Cuadro resumen valoración por comparables

MÚLTIPLO	BOSTON BEER COMPANY	ANSHEUSER BUSCH INBEV	HEINEKEN	CONSTELLATION BRANDS	VALOR MEDIO ESTIMADO
EBITDA	5.038.093.791	1.035.325.055	1.508.124.408	2.251.464.178	2.458.251.858
BAIT	8.504.361.948	1.035.673.196	2.575.270.419	1.806.051.445	4.770.017.572
VENTAS	1.045.301.198	1.179.241.303	1.537.864.975	2.778.266.608	1.635.168.521
VALOR CONTABLE	2.044.560.298	937.090.136	1.709.479.582	2.816.949.743	1.877.019.940
PER	6.279.407.734	1.640.547.916	2.226.171.378	-	3.382.042.343
MÚLTIPLO	BODEGAS RIOJANAS S.A.	COCA-COLA EUROPACIFIC PARTNERS IBERIA S.L.	VALOR MEDIO ESTIMADO		
EBITDA	1.599.285.865	15.345.845.911	8.472.565.888		
BAIT	2.236.917.475	11.446.026.044	6.841.471.759		
VENTAS	532.068.313	387.295.960	459.682.136		
VALOR CONTABLE	193.903.614	3.523.630.053	1.858.766.833		
PER	2.210.126.900	1.631.522.897	1.920.824.898		
MÚLTIPLO	INDITEX S.A.	AZKOYEN S.A.	VALOR MEDIO ESTIMADO		
EBITDA	9.674.074.263	1.593.602.516	5.633.838.390		
BAIT	7.827.018.937	1.334.062.875	4.580.540.906		
VENTAS	4.492.951.573	899.586.804	2.696.269.189		
VALOR CONTABLE	2.040.633.210	424.313.005	1.232.473.108		
PER	2.301.379.871	1.101.052.330	1.701.216.100		

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

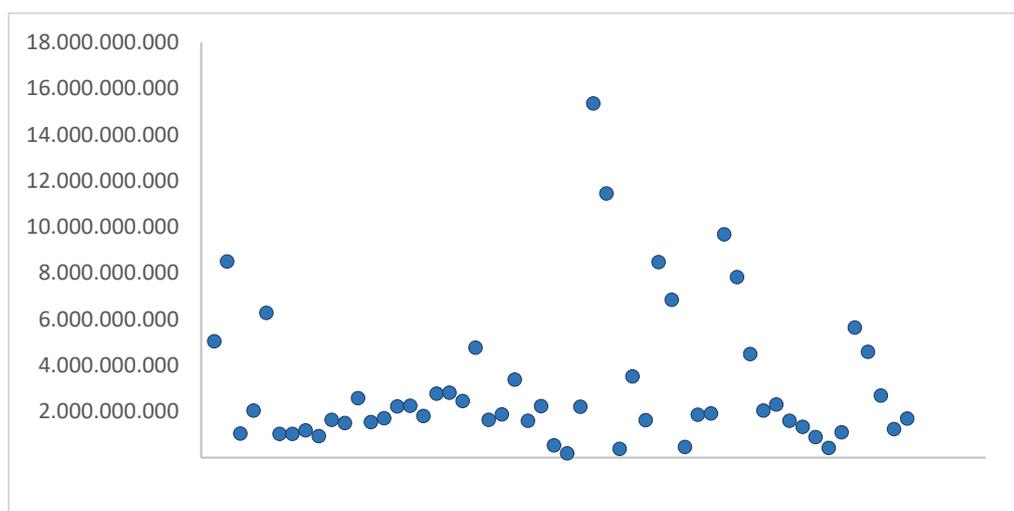
Como podemos observar en el estudio realizado, las valoraciones mediante EBITDA y BAIT arrojan resultados superiores, pero en el caso de las empresas del sector cervecero cotizadas sus datos presentan menor dispersión y una mayor coherencia, por lo que a priori parece ser la opción más acertada. Por otro lado, si nos centramos en las empresas cotizadas en la bolsa española vemos un resultado similar tanto para las del subsector de alimentación y bebidas como para las que seleccionamos con un crecimiento similar. Bien es cierto, que es esta última la que nos reporta unos datos más coherentes y con mayor correlación respecto a las empresas cerveceras cotizadas.

Valor medio estimado por grupo de comparación:

1. Empresas cerveceras cotizadas: **2.824.500.047 €**
2. Empresas del subsector "Alimentación y bebidas": **3.910.662.303 €**
3. Empresas con crecimiento de ingresos similares: **3.168.867.538 €**

Los datos proporcionados pueden no ser representativos, ya que como hemos visto, las valoraciones por EBITDA y BAIT contribuyen a elevar su valor. Por tanto, se realiza un gráfico de dispersión con el fin de apreciar visualmente la franja en la que realmente se sitúa el valor de nuestra empresa, que como podemos observar en la gráfica 10 podría situarse en unos valores de entre los 1.000.000.000€ y los 3.000.000.000€

Gráfica 10: Dispersión de los resultados obtenidos en la valoración por comparables



Fuente: Elaboración propia

7.2. Valoración fundamental

A continuación, procederemos a resolver el valor de Hijos de Rivera por el método dinámico descrito, en el que emplearemos el descuento de los flujos de caja en función de la previsión estimada de sus estados financieros futuros.

7.2.1. Reformulación de los estados financieros

En este apartado, procederemos a la reformulación de los estados financieros con el fin de simplificar los cálculos. De este modo, seguiremos el esquema descrito del punto 4.1 y comentaremos los pasos llevados a cabo con el fin de conocer la naturaleza de las partidas.

Tras esta nueva agrupación de la tabla 19, determinamos el *Fondo de Maniobra Operativo* calculado como la diferencia del *Activo Corriente Operativo* con el Pasivo Operativo. A su vez, determinamos el Activo Operativo que es la suma del Activo Corriente Operativo y el Inmovilizado Operativo y finalmente el *Activo Operativo Neto* que resulta de restarle al Activo Operativo el Pasivo Operativo.

Tabla 21: Balance reformulado

BALANCE REFORMULADO	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inmovilizado Operativo	190.508.649,61	223.150.667,41	273.357.279,38	304.363.266,39	313.491.773,62	288.293.133,59
Inmovilizado intangible	27.182.347,39	33.592.071,63	37.852.152,77	44.378.914,81	40.765.563,70	6.081.622,92
Inmovilizado material	161.249.476,00	187.936.176,04	233.932.707,79	259.025.727,10	269.241.749,01	279.363.642,07
Otros activos no corrientes	2.076.826,22	1.622.419,74	1.572.418,82	958.624,48	3.484.460,91	2.847.868,60
Activo Corriente Operativo	78.115.365,42	92.530.283,03	105.891.415,95	111.980.995,34	137.565.415,55	238.231.402,80
Existencias	15.121.281,57	20.359.314,62	21.234.924,41	22.923.473,99	24.700.229,58	29.392.066,49
Deudores comerciales y otras	50.195.754,32	62.855.864,40	82.403.133,08	86.832.620,71	88.018.184,46	106.595.493,33
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	12.204.108,37	7.441.454,19	556.689,58	1.065.604,58	24.847.001,51	70.439.173,29
Otros activos corrientes	594.221,16	1.873.649,82	1.696.668,88	1.159.296,06	0,00	31.804.669,69
Pasivo Operativo	61.090.986,98	84.334.592,96	96.018.645,63	90.482.512,53	125.261.434,34	136.266.712,68
Acreedores comerciales y otras	59.004.565,64	79.269.822,92	81.760.247,89	79.951.975,23	82.536.734,35	124.382.072,33
Otros pasivos corrientes	2.086.421,34	5.064.770,04	14.258.397,74	10.530.537,30	42.724.699,99	11.884.640,35
Fondo de Maniobra Operativo	17.024.378,44	8.195.690,07	9.872.770,32	21.498.482,81	12.303.981,21	101.964.690,12
Activo Operativo	268.624.015,03	315.680.950,44	379.248.695,33	416.344.261,73	451.057.189,17	526.524.536,39
Activo Operativo Neto	207.533.028,05	231.346.357,48	283.230.049,70	325.861.749,20	325.795.754,83	390.257.823,71

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

A continuación, en la tabla 22, reagruparemos la parte que financia al activo y calculamos la *Deuda Neta* como la diferencia de la Deuda con el Activo financiero, la *Financiación Total* como la suma del Patrimonio Neto y la Deuda y finalmente el *Capital Invertido* que ha de ser igual al *Activo Operativo Neto* como la suma de la Deuda Neta y el Patrimonio.

Tabla 22: Balance reformulado

Patrimonio Neto	202.774.097,90	216.546.431,43	256.879.827,54	293.159.847,53	281.847.197,47	294.719.607,45
Capital	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22
Reservas	171.000.924,82	177.485.273,20	198.652.913,32	240.391.484,14	270.126.800,05	277.754.316,39
Otros	29.001.869,86	36.289.855,01	55.455.611,00	49.997.060,17	8.949.094,20	14.193.987,84
Deuda	48.505.610,76	55.292.417,00	70.217.437,08	86.508.988,86	84.678.523,99	136.947.095,47
Deudas a largo plazo	17.600.343,60	17.046.480,42	41.997.393,27	35.247.728,30	53.287.471,35	41.440.702,42
Otros pasivos no corrientes	5.018.257,00	9.243.857,95	3.277.138,43	5.269.647,12	13.502.093,54	5.851.569,61
Deudas a corto plazo	25.887.010,16	29.002.078,63	24.942.905,38	45.991.613,44	17.888.959,10	89.654.823,44
Activo Financiero	43.746.680,61	40.492.490,95	43.867.214,92	53.807.087,19	40.729.966,63	41.408.879,21
Inversiones financieras a L/P	43.002.777,25	39.745.287,59	38.526.107,12	47.217.986,90	40.609.669,93	41.138.791,03
Inversiones financieras a C/P	743.903,36	747.203,36	5.341.107,80	6.589.100,29	120.296,70	270.088,18
Deuda Neta	4.758.930,15	14.799.926,05	26.350.222,16	32.701.901,67	43.948.557,36	95.538.216,26
Financiación Total	251.279.708,66	271.838.848,43	327.097.264,62	379.668.836,39	366.525.721,46	431.666.702,92
Capital Invertido	207.533.028,05	231.346.357,48	283.230.049,70	325.861.749,20	325.795.754,83	390.257.823,71

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

Finalmente, reordenaremos la cuenta de resultados con el fin de separar el *Resultado Operativo Neto (NOPAT)* del *Resultado Financiero*.

Tabla 23: Cuenta de resultados reformulada

CUENTA DE RESULTADOS REFORMULADA	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de explotación	376.259.390,15	435.510.751,79	476.605.340,18	532.363.440,23	451.741.689,68	573.555.931,35
Consumo de mercaderías y materiales	104.676.533,55	119.735.364,53	133.066.528,98	152.028.509,38	157.182.451,55	193.656.260,27
Gastos de personal	35.234.635,92	39.897.755,12	42.921.629,48	50.508.911,88	52.162.128,12	55.448.544,78
Otros gastos de explotación	127.326.916,99	151.982.928,24	154.947.481,96	174.231.564,94	105.967.111,93	151.091.690,00
Amortización	34.238.259,37	38.161.385,48	43.919.848,96	51.940.778,85	56.638.376,87	44.197.666,96
Imputación de subvenciones	588.419,04	508.790,88	630.194,00	615.991,40	678.776,16	499.135,12
Resultado de explotación (BAIT)	75.371.463,36	86.242.109,30	102.380.044,80	104.269.666,58	80.470.397,37	129.660.904,46
Impuestos Operativos	20.375.810,29	21.862.439,75	25.076.124,21	25.615.814,19	17.819.257,78	29.634.089,55
NOPAT	54.995.653,07	64.379.669,55	77.303.920,59	78.653.852,39	62.651.139,59	100.026.814,91
Ingresos financieros	120.776,51	580.014,96	761.155,57	877.283,75	972.761,80	2.230.942,44
Gastos financieros	7.655.217,42	6.222.390,96	5.483.046,34	6.289.259,90	-24.432,28	1.905.353,77
Resultado financiero	-7.534.440,91	-5.642.376,00	-4.721.890,77	-5.411.976,15	997.194,08	325.588,67
Impuestos (Ahorro fiscal)	-2.036.849,65	-1.430.346,57	-1.156.541,00	-1.329.554,22	220.817,33	74.413,52
Resultado Financiero tras impuestos	-5.497.591,26	-4.212.029,43	-3.565.349,77	-4.082.421,93	776.376,75	251.175,15
Resultado del ejercicio (BDT)	49.498.061,81	60.167.640,12	73.738.570,82	74.571.430,46	63.427.516,34	100.277.990,06

Fuente: Elaboración propia a partir de SABI, 2021

7.2.2. Estimación de los estados financieros futuros

Este apartado es de vital importancia, pues va a determinar el verdadero valor de la empresa en base a sus perspectivas de evolución futura. Para que la valoración sea lo más precisa posible lo ideal sería establecer las cifras en función de información interna con la que se determinan aspectos como objetivos, fuentes de financiación, costes implícitos o diferenciaciones por mercados y tipo de productos. Por tanto, previamente se realizará un estudio de investigación con el fin de hallar todas esas cuestiones que nos permitirán aproximarnos al máximo a su verdadero valor, pero siempre teniendo en cuenta este tipo de limitaciones.

Tras realizar el estudio, nos encontramos en una situación en la que se plantea un ambicioso plan de negocio que implica el desembolso de una

inversión de magnitudes nunca vistas por la compañía hasta la fecha con el objetivo de alcanzar en 2024 una facturación de 1.000 millones de euros. Este punto de inflexión supone una mala noticia a la hora de realizar una valoración, pues para establecer su valor por flujos de caja lo ideal es haber alcanzado o establecer unos estados financieros futuros que alcancen dicha estabilidad, pero en este caso se trata de una compañía en pleno crecimiento cuya ronda de inversión actual solo es el principio de un proyecto todavía mayor.

De este modo hemos conseguido hallar los siguientes datos relevantes a tener en cuenta a la hora de realizar la investigación.

- Objetivo en facturación para 2024 de 1.000 millones de euros. (García Roper, 2022a)
- Inversión de más de 600 millones de euros entre los ejercicios de 2022 y 2024 financiado a través de recursos propios y financiación ajena. (García Roper, 2022a)
- 300 millones se destinarán para la fábrica de Sao Paulo, con previsión de entrar en funcionamiento a finales de 2023.
- 400 millones se destinan a la nueva fábrica de Arteixo, que tendrá una producción máxima anual de 1.000 millones de litros y creará 325 puestos de trabajo. Se espera su puesta en funcionamiento a mediados de 2024.
- Cambio moderado en el nivel de apalancamiento sin contemplar la opción de emitir deuda.
- Posible ayuda de fondos europeos, pero en baja cuantía. (García Roper, 2022a)
- Inversión de 40 millones en su negocio de aguas repartido en 5 años desde el 2022. Dicha inversión contempla la construcción de una nueva planta de Cabreiroá a la que se destinarán 26,6 millones de euros, 10 millones se destinarán a la planta de Fontarel en Granada y 2 millones para Agua de Cuevas en Asturias. (A. Chas, 2022)

A continuación, se mostrarán las tablas de indicadores de proyección establecidos en función de criterios históricos y en base a la información externa obtenida.

Cómo se puede apreciar en la tabla 24, que nos muestra la parte operativa del balance, se siguen los siguientes criterios:

- *Inmovilizado intangible y Otros activos no corrientes*: valor aleatorio establecido en función de los datos históricos cuyos límites se muestran entre paréntesis en millones de euros.
- *Inmovilizado material*: se establecen datos numéricos en base a la información externa obtenida por noticias y se reparte de forma proporcional en función de los años que se establece, desde el inicio hasta la puesta en marcha de los proyectos. A partir del 2027 se establece un crecimiento acumulado del 0,20% anual.
- *Activo Corriente Operativo*: todas las partidas que lo componen se establecen en función de un porcentaje sobre la cifra de *Ingresos de Explotación* a partir de datos históricos.
- *Pasivo Operativo*: todas las partidas que lo componen se establecen en función de un porcentaje sobre la cifra de *Consumo de Mercaderías* a partir de datos históricos.

Tabla 24: Indicadores evolución (1)

BALANCE REFORMULADO	INDICADORES DE EVOLUCIÓN										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Inmovilizado Operativo											
Inmovilizado intangible	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)	V.A (12-26)
Inmovilizado material	258.000.000	258.000.000	108.000.000	108.000.000	8.000.000	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Otros activos no corrientes	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)	V.A (1,5-4)
Activo Corriente Operativo											
Existencias	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%
Deudores comerciales y otras	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%	14,74%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%
Otros activos corrientes	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
Pasivo Operativo											
Acreedores comerciales y otras	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%	52,59%
Otros pasivos corrientes	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%	6,51%
Fondo de Maniobra Operativo											
Activo Operativo											
Activo Operativo Neto											

Fuente: Elaboración propia

Cómo se puede apreciar en la tabla 25, que nos muestra la parte no operativa del balance se siguen los siguientes criterios:

- *Capital*: se establece constante el valor establecido en los años precedentes.
- *Reservas*: se establece la partida de recursos propios con la que se hace el cierre bruto del balance en función de los parámetros establecidos para la deuda.

- *Otros*: valor aleatorio establecido en función de los datos históricos cuyos límites se muestran entre paréntesis en millones de euros.
- *Deuda*: debido a los datos establecidos entre las empresas del sector y su alta actividad inversora, se incrementa su valor teórico de deuda hasta un 70%. Bien es cierto que los niveles reales de deuda en función del total pasivo entre los recursos totales establecen unos porcentajes ligeramente inferiores. Por otra parte, la distribución de la deuda entre *Deudas a largo plazo*, *Otros pasivos no corrientes* y *Deuda a corto plazo* se establece en función de los porcentajes verticales históricos sobre la deuda.
- *Activo financiero*: valor aleatorio establecido en función de los datos históricos cuyos límites se muestran entre paréntesis en millones de euros. Por otra parte, la distribución de la deuda entre *Inversiones financieras a l/p* y *c/p* se establece en función de los porcentajes verticales históricos sobre el activo financiero.

Tabla 25: Indicadores evolución (2)

BALANCE REFORMULADO	INDICADORES DE EVOLUCIÓN										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Patrimonio Neto	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22	2.771.303,22
Capital	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto	Cierre Bruto
Reservas	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)	V.A (12-25)
Otros	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%	Cierre D 70%
Deuda	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%
Deudas a largo plazo	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Otros pasivos no corrientes	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
Deudas a corto plazo	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)	V.A (38-55)
Activo Financiero	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%	94,91%
Inversiones financieras a L/P	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
Inversiones financieras a C/P											
Deuda Neta											
Financiación Total											
Capital Invertido											

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, en la tabla 26 podemos observar los indicadores de proyección de la cuenta de resultados formulada bajo los siguientes criterios:

- *Ingresos de explotación*: se establece hasta el 2024 un crecimiento homogeneizado que permita conseguir el objetivo establecido por la compañía para 2024 de 1.000.000.000 euros. Posteriormente, se plantea un crecimiento anual con tendencia decreciente hasta que termine por estabilizarse a partir de 2031.
- *Consumo de mercaderías, Gastos de personal y Otros gastos de explotación*: se establecen en función de los porcentajes verticales históricos sobre los ingresos de explotación.

- **Amortización:** se establece función de los porcentajes verticales históricos sobre el *Inmovilizado Material*.
- **Subvenciones:** hasta 2025 se plantea como un porcentaje sobre el incremento en *Inmovilizado Material* más lo establecido para el anterior ejercicio, a partir del 2025 su valor lo representa un valor aleatorio cuyos límites se muestran entre paréntesis en millones de euros establecido en función de la tendencia histórica.
- **Impuestos operativos:** se supone constante en un 22% hasta el 2024 por los efectos positivos fiscales de la inversión realizada, un posterior crecimiento hasta 2029, momento a partir del cual se estabiliza.
- **Ingresos financieros:** establecidos en función de los porcentajes verticales históricos sobre el *Activo financiero*.
- **Gastos financieros:** se establecen en función de los porcentajes verticales históricos sobre la *Deuda*.

Tabla 26: Indicadores evolución (3)

CUENTA DE RESULTADOS REFORMULADA	INDICADORES DE EVOLUCIÓN										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos de explotación	12,0%	20,0%	1.000.000.000,00	12,00%	10,00%	7,00%	6,50%	5,50%	3,00%	2,00%	2,00%
Consumo de mercaderías y materiales	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%	29,42%
Gastos de personal	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%
Otros gastos de explotación	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%
Amortización	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%	20,58%
Imputación de subvenciones	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	V.A (13-16)	V.A (13-16)	V.A (13-16)	V.A (13-16)	V.A (13-16)	V.A (13-16)	V.A (13-16)
Resultado de explotación (BAIT)											
Impuestos Operativos	22,00%	22,00%	22,00%	23,10%	24,26%	25,47%	26,74%	28,08%	28,08%	28,08%	28,08%
NOPAT											
Ingresos financieros	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%
Gastos financieros	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
Resultado financiero											
Impuestos (Ahorro fiscal)	22,00%	22,00%	22,00%	23,10%	24,26%	25,47%	26,74%	28,08%	28,08%	28,08%	28,08%
Resultado Financiero tras impuestos											
Resultado del ejercicio (BDT)											

Fuente: Elaboración propia

7.2.3. Determinación de la tasa de descuento

Para afrontar este punto, debemos regresar a la página 31 y tomar lo visto como fuente de conocimiento para seguir los pasos acordados y establecer así el coste de capital medio ponderado.

Rentabilidad exigida por el accionista Ke

En esta ocasión nos encontramos ante una empresa no cotizada, por lo que la obtención de beta será el punto de partida. Para ello, nos apoyamos de las empresas cotizadas empleadas en el cálculo del valor por comparables y obtenemos el valor de las Betas desapalancadas a partir de los datos de las Betas apalancadas y sus ratios de endeudamiento, estableciendo el valor de la tasa impositiva en el 25%.

Como podemos observar en la tabla 27, tras obtener el valor medio de la Beta desapalancada la apalancamos en función de la deuda media establecida para la proyección de los estados financieros futuros de Hijos de Rivera, siendo el valor final de la Beta establecida para nuestro modelo de 0,97.

Tabla 27: Cálculo de la Beta

	Beta Apalancada	Endeudamiento	Beta Desapalancada
BOSTON BEER COMPANY	1,09	4,99%	1,05
ANSHEUSER BUSCH INBEV	1,11	109,25%	0,61
HEINEKEN	0,64	83,77%	0,39
CONSTELLATION BRANDS	1,06	154,04%	0,49
Promedio	0,98	88,01%	0,64
HIJOS DE RIVERA	0,97	70,00%	0,64

Fuente: Elaboración propia a partir de Investing, 2023

Por otro lado, determinaremos el valor de la rentabilidad libre de riesgo y la rentabilidad esperada por el mercado. Para la primera de ellas se estima en función de la rentabilidad que reportan los bonos alemanes a 10 años, siendo su valor en la actualidad en torno a un 2,30%. Para el segundo caso, tomaremos como punto de partida la rentabilidad media histórica del IBEX-35, que, desde abril del 2009, el Ibex con dividendos acumula una rentabilidad media anual del 7,95%. (*Investing*, 2023)

Finalmente, la rentabilidad exigida por el accionista se despeja de la siguiente expresión:

$$\begin{array}{ll}
 R_f \ 2,30\% & Ke = R_f + \beta_i * (K_m - R_f) \\
 \text{Beta } 0,95 & Ke = 2,30\% + 0,95 * (7,95\% - 2,30\%) \\
 K_m \ 7,95\% & \mathbf{Ke = 7,67\%}
 \end{array} \quad (17)$$

Rentabilidad exigida a la deuda Kd

Aplicando la teoría estudiada y en función de los estados financieros de la compañía reformulados que mostramos anteriormente, podemos establecer el coste de la deuda bajo la siguiente expresión.

$$Kd = \frac{\text{INTERESES ACUMULADOS (2021)}}{\text{DEUDA TOTAL (2020)}} = \frac{1.905.353,77}{84.678.523,99} = 2,25\% \quad (18)$$

En el caso de realizar dicho cálculo para la serie histórica establecida, como observamos en la proyección de los estados financieros futuros la media de dicho cálculo se establece en 7,19%, por lo que lo consideramos un dato más apropiado en función de la evolución prevista de los tipos de interés y las características de la compañía.

Finalmente, la tasa de descuento vendrá definida por la siguiente fórmula.

$$\begin{array}{l}
 CCMP = Ke * C / (D + C) + Kd * (1 - T) * D / (D + C) \\
 CCMP = 7,67\% * 30\% + 7,19\% * (1 - 25\%) * 70\% \\
 \mathbf{CCMP = 6,08\%}
 \end{array} \quad (19)$$

7.2.4. Determinación de los flujos de caja y valoración

A continuación, se muestran los cuadros mediante los que se calculan los diferentes flujos de caja establecidos en el apartado teórico correspondiente. En primer lugar, actualizamos al presente los flujos estimados y posteriormente establecemos el valor en continuidad el cual se expresa en la siguiente fórmula y lo actualizamos al presente.

$$VC = \frac{\text{Flujo } 2032 * (1 + \text{Crecimiento residual})}{(CCMP - \text{Crecimiento residual})} \quad (20)$$

Tabla 28: Valor de Hijos de Rivera – Flujo de caja de la empresa

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
NOPAT	62.409.095,22	53.869.649,44	89.674.180,11	99.545.894,64	120.587.261,36	136.827.328,17	151.906.091,92	166.132.370,33	173.435.070,74	180.228.302,10	186.448.187,53
(+) Amortización	110.589.437,54	163.685.837,54	185.912.237,54	208.138.637,54	209.785.037,54	210.204.607,61	210.625.016,83	211.046.266,86	211.468.359,40	211.891.296,11	212.315.078,71
(-) Incremento en AC Operativo	-96.072.123,88	28.431.855,78	50.708.865,30	26.556.000,00	24.785.600,00	19.084.912,00	18.962.223,28	17.087.880,44	9.833.298,47	6.752.198,28	6.887.242,25
(+) Incremento en Pasivo Operativo	-24.574.229,28	22.338.496,68	39.841.219,92	20.864.664,00	19.473.686,40	14.994.738,53	14.898.343,78	13.425.699,80	7.725.879,98	5.305.104,25	5.411.206,33
(-) Inversión en Inmovilizado Operativo	388.461.213,02	414.712.436,54	297.343.476,54	316.365.739,54	208.289.346,54	212.542.183,90	217.205.144,57	215.821.889,21	212.087.226,52	217.067.990,21	213.901.154,98
FLUJO DE CAJA DE LA EMPRESA	-143.964.785,66	-203.250.308,67	-32.624.704,26	-14.372.543,36	116.771.038,76	130.399.578,41	141.262.084,69	157.694.567,35	170.708.785,12	173.604.513,97	183.386.075,34

CCMP	6,08%
Crecimiento residual	0,50%
Valor actual FCE	307.790.453,90 €
Valor en Continuidad	3.305.438.832,78 €
Valor actual del VC	1.727.634.638,47 €
Valor de la Empresa	2.035.425.092,36 €

Fuente: Elaboración propia

Tabla 29: Valor de Hijos de Rivera – Flujo de caja del inversor

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA	126.413.206,13	23.903.715,94	83.226.404,21	95.814.307,16	174.049.634,78	164.499.473,12	192.208.414,92	195.567.609,47	223.809.760,82	211.668.032,94	211.398.239,57
(+) FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA	-222.344.054,20	-155.070.717,10	-33.225.440,20	-18.758.503,64	34.751.244,13	57.380.995,96	41.065.567,21	54.146.225,89	39.450.729,84	54.775.170,25	64.223.305,73
FLUJO DE CAJA DEL INVERSOR	-95.930.848,07	-131.167.001,15	50.000.964,01	77.055.803,52	208.800.878,91	221.880.469,08	233.273.982,13	249.713.835,36	263.260.490,66	266.443.203,19	275.621.545,30

CCMP antes de t	7,33%
Crecimiento residual	0,50%
Valor actual FCE	867.893.382,10 €
Valor en Continuidad	4.053.258.019,07 €
Valor actual del VC	1.860.774.696,19 €
Valor de la Empresa	2.728.668.078,29 €

Fuente: Elaboración propia

Tabla 30: Valor de Hijos de Rivera – Flujo de caja del accionista

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FLUJO DE CAJA DE LA EMPRESA	-143.964.785,66	-203.250.308,67	-32.624.704,26	-14.372.543,36	116.771.038,76	130.399.578,41	141.262.084,69	157.694.567,35	170.708.785,12	173.604.513,97	183.386.075,34
(-) Devolución Neta de Deuda	-249.329.412,40	-195.566.957,27	-79.644.354,96	-70.442.136,70	-17.614.308,32	4.966.103,77	-12.041.036,47	622.318,51	-14.382.875,04	774.638,51	10.573.642,37
(-) Gastos Financieros Tras Impuestos	-21.048.579,39	-31.587.067,34	-36.206.753,51	-39.744.713,82	-39.664.287,70	-39.065.998,48	-38.905.293,77	-38.495.360,63	-38.718.100,66	-38.838.157,48	-38.585.806,60
FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA	126.413.206,13	23.903.715,94	83.226.404,21	95.814.307,16	174.049.634,78	164.499.473,12	192.208.414,92	195.567.609,47	223.809.760,82	211.668.032,94	211.398.239,57

Ke	7,67%
Crecimiento residual	0,50%
Valor actual FCA	1.034.667.588,19 €
Valor en Continuidad	2.963.113.399,82 €
Valor actual del VC	1.314.336.076,82 €
Valor de Recursos Propios	2.349.003.665,01 €
Deuda actual año base	95.538.216,26 €
Valor de la Empresa	2.444.541.881,27 €

Fuente: Elaboración propia

Cómo podemos observar en los cuadros anteriores, esta sería una simulación para un escenario base del valor de Hijos de Rivera en función de los diferentes flujos planteados. Cabe destacar el alto peso que supone el valor en continuidad en todos los casos, por lo que esto sería un indicador de que la proyección debería establecerse para un mayor número de años con el fin de conseguir una mayor estabilidad. Pero esto no es un reto sencillo, pues al situarse la compañía en un proceso netamente inversor con fines de expansión como se puede observar en los cuadros al obtener los primeros flujos negativos, su proyección a más largo plazo tiene una base demasiado teórica alejada de una futura realidad.

De este modo, el estudio en términos de datos base converge con lo planteado en el análisis por comparables, cuyo valor se establece entre

2.000.000.000 € y 3.000.000.000 € en esta ocasión, y será contrastado con los resultados obtenidos en los posteriores apartados en función de escenarios y una posterior simulación en función de numerosas variables input parametrizadas.

7.2.5. Análisis de escenarios y simulación

En este apartado proponemos tres escenarios según datos pesimistas, base y optimistas en el que se proponen 4 variables clave en función del modelo establecido para la estimación de los estados financieros futuros. En primer lugar, los ingresos de explotación para 2024 y el consumo de mercaderías, por ser el eje central del que parten la mayoría de partidas como hemos visto en el apartado 7.2.2. Por otro lado, en función de la estructura del balance y por comenzar una etapa netamente inversora en la que incrementan su apalancamiento, hemos establecido el coste de la deuda como variable de estudio para ver el efecto de la misma sobre el resultado final. Finalmente, se incluye también el valor de los impuestos.

Tabla 31: Escenarios de valoración

	ESCENARIOS		
	Pesimista	Base	Optimista
Ingr Explotación 2024	870.000.000	1.000.000.000	1.100.000.000
Coste deuda	7,80%	7,19%	6,80%
Consumo mercaderías	31,50%	29,42%	28,50%
Impuestos iniciales	23,00%	22,00%	21,00%

Fuente: Elaboración propia

A continuación, se muestran las tablas resumen con los resultados para el valor de Hijos de Rivera en función de los diferentes tipos de flujos propuestos. Como podemos observar, el Flujo de Caja para el Inversor es el que mayores datos nos reporta por tener en cuenta el ahorro fiscal por intereses, pero para este caso optaremos por seleccionar el Flujo de Caja de la Empresa como el más acertado ya que a nivel conceptual se aproxima en mayor medida al

verdadero valor de la compañía por recoger el Flujo de Caja del Accionista más el Flujo de la Deuda tras Impuestos.

Tabla 32: Resultados de valoración según escenarios

	ESCENARIO		
	Pesimista	Base	Optimista
Valor según FCE	1.005.109.781,27	2.035.425.092,36	2.794.254.698,70
Valor según FCA	1.932.752.160,99	2.444.541.881,27	3.090.941.165,94
Valor según FCI	2.001.566.933,11	2.728.668.078,29	3.281.422.832,12

Fuente: Elaboración propia

De este modo, el estudio continuará enfocándonos con el valor obtenido a través del flujo de caja de la empresa, y, sobre todo, en cuáles son sus variables input más sensibles. Para ello nos apoyaremos de la gráfica 11, en la que podemos observar que la variable más crítica son los ingresos de explotación estimados para 2024, pues una variación del 5% suponen un incremento o decremento del valor estimado de la compañía del 13,79%. En segundo lugar, se encuentran el consumo de mercaderías siguiendo una relación inversamente proporcional, ya que una variación del 5% en su peso sobre los ingresos suponen una variación del valor del 9,41%. Finalmente, se posicionan como menos sensibles el valor de los impuestos para los años iniciales y el coste de la deuda, cuyos incrementos de valor suponen una disminución en la valoración por suponer incrementos de coste.

Gráfica 11: Gráfico de tornado para medición de la variación del valor del FCE según inputs

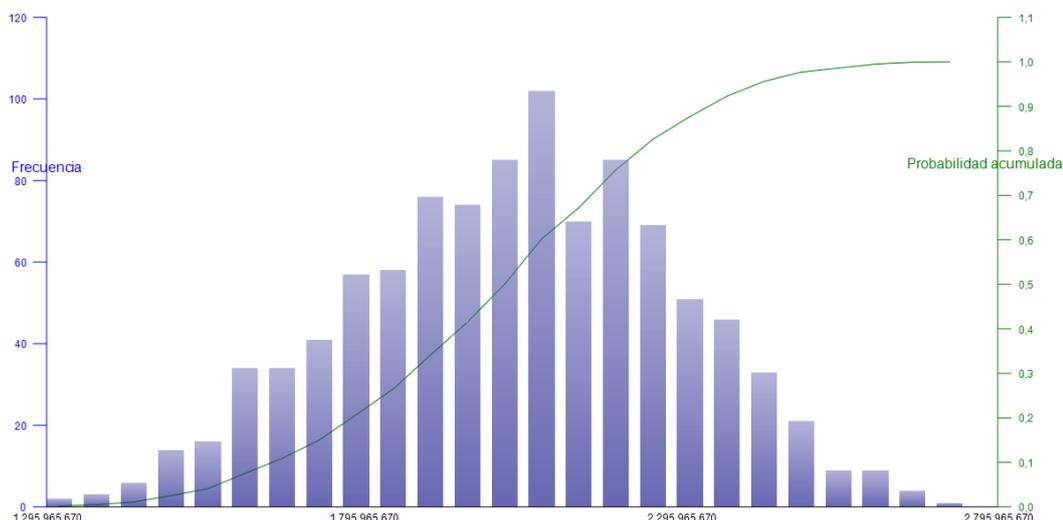


Fuente: Elaboración propia

Finalmente, partiendo de los parámetros establecidos en la tabla 31 en función de los escenarios de nuestro modelo a partir del flujo de caja de la empresa, establecemos una Simulación Montecarlo para 1.000 casos mediante la herramienta de Simulador de Riesgo de Excel. En ella escogemos una distribución triangular para todas las variables input por ser la que más se ajusta a nuestro modelo, ya que los datos propuestos en los escenarios han sido establecidos en función de un intervalo con un dato de máximos y uno de mínimos en el que la mayor probabilidad se le asigna al escenario base.

El siguiente histograma nos muestra los resultados obtenidos en función de la probabilidad acumulada en los 1.000 ensayos planteados.

Gráfica 12: Histograma de la valoración para 1.000 ensayos



Fuente: Elaboración propia

En la siguiente tabla se resumen los datos numéricos más importantes del estudio, como se puede observar la media de todos los resultados obtenidos se sitúa en 2.005.042.885,79 €, muy próximo al dato resultante en el primer escenario base con una variación estándar de 258.384.537,57€. Además, el coeficiente de variación de Pearson se sitúa en 0,1280, es decir, nos muestra que la dispersión del conjunto de datos respecto a su media es baja, ya que se considera un conjunto homogéneo por debajo de 0,30.

Respecto a las medidas de forma, su asimetría arroja un valor negativo de 0,1161, es decir, nos encontramos con una distribución ligeramente asimétrica con una cola a la izquierda por posicionarse la media a la derecha del

eje central. Por otro lado, la curtosis mide el grado de concentración de la distribución respecto a su media, que teniendo en cuenta su valor de 0 para una distribución normal, nos encontramos ante una distribución ligeramente platicúrtica (achatada) por arrojar un dato negativo de 0,3815.

Finalmente, los percentiles analizados nos indican un buen intervalo en el que posicionar el valor óptimo teórico para la compañía que se sitúa entre 1.824.942.346,11€ y 2.186.159.650,56€.

Tabla 33: Resultados numéricos de la simulación Montecarlo

Media	2.005.042.885,79 €	Coefficiente de variación	0,1289
Mediana	2.017.666.026,55 €	Asimetría	-0,1161
Variación estándar	258.384.537,57 €	Kurtosis	-0,3815
Valor mínimo	1.257.954.279,31 €	Percentil 25%	1.824.942.346,11 €
Valor máximo	2.719.930.861,11 €	Percentil 75%	2.186.159.650,56 €

Fuente: Elaboración propia a partir de RiskSimulator

8. Conclusiones

Tras realizar el caso práctico según las pautas e hipótesis definidas en la teoría a partir de los datos de Hijos de Rivera, ahora podremos dividir el apartado de las conclusiones en dos focos. Por un lado, los resultados de su análisis en cuanto a la creación de valor, los cuáles servirán de base para el segundo relacionado con la valoración de la propia compañía. Además concluiremos con qué modelo es el que más se adapta a nuestro estudio y en base a que variables nos apoyamos para realizar dichas conclusiones.

Por tanto, si comenzamos por los resultados obtenidos en el análisis de creación de valor de la compañía, en primer lugar, cabe destacar la gran recuperación del ROA tras la crisis de Covid, pues pasó de ser un 15,06% en 2020 a un 21,50% en 2021 llegando a superar por décimas el dato de 2018. Dicho crecimiento se debe principalmente a un incremento del NOPAT ante la rápida recuperación del mercado que obtuvo el sector cervecero por la reapertura de la hostelería. Además, la relación de Pasivo Operativo empleado en relación al NOPAT obtenido es inferior en 2021 que en 2020, por lo que también contribuye a la recuperación del ROA.

Respecto a los resultados obtenidos en el estudio del ROIC, observamos un comportamiento similar, pues pasó de ser un 19,23% en 2020 a un 25,63% en 2021 gracias al incremento conjunto del margen operativo bruto y la rotación de su activo operativo neto. Cabe destacar la alta importancia que supone para Hijos de Rivera la rotación de su activo, pues a pesar de presentar un mayor margen operativo bruto y un mayor multiplicador en su efecto fiscal en 2021 que en 2017 y 2018, el dato resultante del ROIC obtenido continúa siendo inferior en 2021.

En relación con los datos resultantes en el estudio del ROE, sucede, como es de esperar, algo similar. Principalmente, viene de la mano del incremento

conjunto en margen bruto y apalancamiento, haciendo que pase de un 22,50% en 2020 a un 34,02% en 2021.

Por tanto, una vez analizados los indicadores de forma individual podemos proceder a analizar las relaciones entre ellos y así observar los distintos efectos palanca. En primer lugar, que el ROIC supere al ROA implica que la presencia de pasivos operativos como pueden ser acreedores comerciales o todos aquellos que supongan un interés implícito sea fuente de rentabilidad adicional, por tanto el primer efecto palanca que supone la presencia de pasivo operativo es positivo. En segundo lugar, que el ROE sea superior al ROIC implica que la presencia de deuda sea fuente de rentabilidad adicional, por lo que el segundo efecto palanca que supone la presencia de deuda neta sea también positiva.

A continuación, pasaremos al segundo foco de interés en el que analizaremos los resultados obtenidos en la propia valoración de la compañía en función de los diferentes métodos.

Siguiendo el esquema planteado en la parte práctica, comenzaremos por el método de valoración por comparables. Como pudimos observar nos arroja resultados orientativos pero con unos niveles de fiabilidad cuestionables, pues la gran dispersión entre los resultados que nos reportan los distintos métodos podría atribuirse a las particularidades de cada empresa con la que realizamos la comparación. Por tanto, su uso se relaciona con la ventaja de ser un modelo sencillo y rápido en el que podrían minimizarse sus errores a medida que el grupo de comparación empleado sea homogéneo entre sí y en relación con nuestra empresa.

En nuestro caso, si distinguimos por el tipo de empresa con la que realizar su comparación, podemos afirmar que las empresas cerveceras cotizadas son las que nos muestran datos menos dispersos y al mismo tiempo dentro de un intervalo más coherente. Por la contra, las empresas que peores datos registran son aquellas que cotizan dentro del sector "Alimentación y bebidas" en territorio nacional. Por otro lado, respecto a qué metodología es la más fiable dentro de la valoración por comparables, podemos afirmar que tanto el comparable por

ventas, como valor contable y PER son las tipologías en la que los resultados se aproximan más al valor final estimado para nuestro caso.

A continuación, seguiremos por los resultados obtenidos en la valoración por flujos de caja, cuyo estudio se descompone en función de tres tipologías de flujo: de la empresa, del accionista y del inversor. Ambos tres nos muestran datos relativamente similares, pero como ya se ha comentado en la elaboración del trabajo, determinamos el flujo de caja de la empresa como el adecuado por ser el que conceptualmente a nivel teórico se aproxima más al verdadero valor de la compañía.

De este modo, con el fin de abarcar de manera más realista el posible verdadero valor en el que oscila la compañía, a partir del flujo de caja de la empresa, establecemos escenarios en función de las características del negocio y el entorno poniendo especial interés en los inputs de “Ingresos de explotación para 2024” y “% sobre ingresos del consumo de mercaderías”, ya que tras medir la sensibilidad de estos ante variaciones en sus inputs se definieron como aquellas variables que más pueden distorsionar el resultado final. Pero esto no es todo, ya que si vamos más allá y empleamos los datos estimados para los diferentes escenarios en una Simulación Montecarlo a partir de 1.000 ensayos podríamos llegar a realizar una mejora en el modelo. Como podemos observar en la gráfica 12, el empleo de esta técnica permite establecer unos resultados en base a probabilidades de ocurrencia que a nivel inferencial parece proporcionar unos resultados que gozan de mayor fiabilidad, ya que son fruto de un gran cómputo de posibles situaciones en vez de plasmar una única operación estática.

Por tanto, a la hora de realizar una valoración se ha de empezar por determinar unos estados financieros futuros sólidos en base a toda la información accesible, con un horizonte temporal suficiente para que los resultados se estabilicen y converjan a unos valores concretos que se mantengan en el tiempo, es decir, que alcance una madurez teórica en base a la información presente. Posteriormente, la tasa de descuento empleada ha de ser otro factor clave, pues el efecto sobre la valoración en la actualización de los

flujos puede llegar a ser fuente de grandes errores. Para finalizar, se aconseja establecer escenarios con el fin de llegar a un intervalo óptimo en función de las posibles situaciones que se puedan dar, ya que una valoración nunca ha de fijarse en un dato estático. De este modo, saber determinar las variables clave del modelo en función del efecto de sus variaciones sobre el resultado final, contribuirán significativamente a la mejora del mismo.

9. Bibliografía

A. Chas. (2022, noviembre 16). *Hijos de Rivera refuerza también su negocio de aguas con una inversión de 40 millones a cinco años.*
<https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2022/11/16/6374f851e5fdea3388b4721.html>

Alcántara, R. (2015, noviembre 6). *El pelotazo de Estrella Galicia: Una estrategia para ser la reina de las barras.*

Corporación Hijos de Rivera. (2023). <https://corporacionhijosderivera.com/>

Expansión. (2022, octubre 14). *Estrella Galicia se suma a la biomasa para reducir su dependencia del gas.*
<https://www.expansion.com/empresas/distribucion/2022/10/14/63494495468aebc2788b45a6.html>

Fernández, P. (2008). *MÉTODOS DE VALORACION DE EMPRESAS.*

García Roperó, J. (2022a, mayo 19). *Hijos de Rivera aspira a facturar 1.000 millones de euros en 2024.*
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/05/19/companias/1652958570_602697.html

García Roperó, J. (2022b, noviembre 4). *Estrella Galicia empieza a construir su nueva fábrica de Morás con una inversión de 400 millones.*
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/11/04/companias/1667574898_007421.html

Informe socioeconómico del sector de la cerveza en España. (2021). [Data set].

https://cerveceros.org/uploads/62cfc9469b35d__InformeSocioeconomico_Cerveza2021.pdf

Investing. (2023). [Data set]. <https://es.investing.com/>

Memoria de sostenibilidad e información no financiera. (2021).

<https://corporacionhijosderivera.com/files/2022/09/memoria-de-sostenibilidad-2021.pdf>

Mercado de la cosecha. (2021). Mercado de la Cosecha. (2021, 2 julio). El proyecto -

Mercado de la Cosecha. <https://www.mercadodelacosecha.com/el-proyecto/>

R. Lafuente, S. (2015). *Documentación económico-financiera.*

https://seu.portsdebalears.gob.es/seuapb/file/pdf/4442/Doc_Economico_Financiera.pdf;jsessionid=3eSQT2CUqC6Jci8FP+Il6liC.undefined

Rodríguez Sandiás, A. (2014). *Estrategias de planificación financiera aplicada* (2ª ed).

Andavira.

SABI. (2023). [Data set]. [https://sabi-r1.bvdinfo.com/version-20230105-3378-](https://sabi-r1.bvdinfo.com/version-20230105-3378-0/home.serv?product=SabiNeo&)

[0/home.serv?product=SabiNeo&](https://sabi-r1.bvdinfo.com/version-20230105-3378-0/home.serv?product=SabiNeo&)