



Universidad de  
**SanAndrés**

Universidad de San Andrés  
*Escuela de Administración y Negocios*

**Magister en Finanzas**

**Valuación de Brown-Forman Corporation**

Autor: Pérez Mollo, Martín

DNI: 29.951.659

Director del Trabajo Final de Graduación: Loizaga, Alejandro

*Buenos Aires, Noviembre 2018*

## Tabla de contenido

<b>1</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Compañía e Industria</b>	<b>5</b>
<b>2.1</b>	<b>Industria de bebidas alcohólicas</b>	<b>5</b>
2.1.1	Whisky	6
2.1.2	Tequila	7
2.1.3	Vodka	7
<b>2.2</b>	<b>La compañía: Brown-Forman Corporation</b>	<b>9</b>
2.2.1	Historia de Brown Forman	9
2.2.2	Principales locaciones	11
2.2.3	Productos	12
2.2.3.1	Portafolio	12
2.2.4	Materia Prima	15
2.2.5	Ventas	15
2.2.6	Alcance Geográfico	17
<b>2.3</b>	<b>Estrategia Competitiva</b>	<b>19</b>
2.3.1	Las 5 fuerzas de Porter	22
<b>2.4</b>	<b>Análisis Financiero</b>	<b>26</b>
2.4.1	Evolución del Estado de Resultados (2016 – 2018)	26
2.4.1.1	Evolución de las ventas	26
2.4.1.2	Evolución de los costos	27
2.4.1.3	Evolución de los gastos	28
2.4.1.4	Resultado Operativo	30
2.4.1.5	Depreciaciones y Amortizaciones	30
2.4.1.6	Activos no Corrientes	31
2.4.1.7	CAPEX	32
2.4.1.8	EBITDA	33
2.4.2	Evolución del estado de Situación Patrimonial (2018-2017)	34
2.4.2.1	Estructura de Capital	35
2.4.2.2	Capital de Trabajo	36
2.4.3	Indicadores Financieros	37
2.4.3.1	Ratios de liquidez	37
2.4.3.2	Ratios de gestión de activos	37
2.4.3.3	Ratios de gestión de deuda	37
2.4.3.4	Ratios de rentabilidad	39
<b>3</b>	<b>Valuación</b>	<b>43</b>
<b>3.1</b>	<b>Valuación por método de Flujo de Fondos Descontados</b>	<b>43</b>
3.1.1	Flujo de Fondos	43
3.1.2	Tasa de Descuento: WACC	45
3.1.3	Valor terminal	48
3.1.4	Resultado de Valuación. Enterprise Value. Equity Value.	49
3.1.5	Escenario Pesimista	49
3.1.6	Escenario Optimista	50
<b>3.2</b>	<b>Valuación por método de Múltiplos Comparables</b>	<b>51</b>
<b>4</b>	<b>Conclusión</b>	<b>53</b>
<b>5</b>	<b>Bibliografía</b>	<b>55</b>

<b>6</b>	<b>Anexos</b>	<b>56</b>
6.1	Anexo I. Escenario Base	56
6.2	Anexo II. Escenario Optimista	59
6.3	Anexo III. Escenario Pesimista	62



Universidad de  
**SanAndrés**

## 1 Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo valorizar la compañía Brown Forman Corporation al 10/10/2018. Esta compañía estadounidense de la industria de destilerías y bebidas espirituosas cotiza en la bolsa de New York (NYSE New York Stock Exchange) bajo los tickets de BF.A y BF.B.

La compañía presenta una capitalización de mercado de U\$D 22,7 mil millones con un precio por acción de U\$D 47,26 al 10/10/2018 (BF.B).

A continuación se presentan los resultados obtenidos mediante las metodologías de valuación utilizadas:

1. Valuación por Flujos de Fondos Descontados, reconocida como DCF<sup>1</sup>

	Escenario		
	Optimista	Base	Pesimista
<b>Enterprise Value *</b>	28,791	23,227	13,205
<b>Precio por acción</b>	54	43	22

\* en millones u\$D

2. Valuación relativa por Múltiplos:

- Valor de Mercado del Equity / Ventas: Como resultado de esta valuación, se obtiene un valor por acción de U\$D 41,10.
- Valor de Mercado del Equity / EBITDA<sup>2</sup>: Como resultado de esta valuación, se obtiene un valor por acción de U\$D 33,94.

---

<sup>1</sup> Por su sigla en inglés Discounted Cash Flow

<sup>2</sup> Ingresos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, del inglés Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations & Amortizations

## **2 Compañía e Industria**

### **2.1 Industria de bebidas alcohólicas**

En Estados Unidos se consumen bebidas espirituosas, cervezas y vinos por U\$D 186.000 millones. De ese monto, U\$D 26.200 millones corresponden a licores destilados, U\$D 98.000 millones a cervezas y U\$D 61.800 millones a vinos.

Sólo la venta de bebidas espirituosas (incluye whisky, vodka, ron, gin y licores) en EE.UU., alcanzó los U\$D 48.300 millones en 2018 y se espera que el mercado crezca anualmente un 3.5%.

En cuanto a Europa, la venta alcanzó los U\$D 43.600 millones y se espera que el mercado crezca un 1,9% anualmente. Por el lado de México, se estima un crecimiento de 4,3% anual y ha tenido ventas por un valor de U\$D 3.500 millones. En Australia la venta en 2018, totalizó U\$D 2.600 millones y se espera un crecimiento del orden del 3,2% anual.

Actualmente, la demanda de bebidas alcohólicas sigue aumentando en Estados Unidos, tras haber tenido un crecimiento estable por los últimos diez años, especialmente en los segmentos de vinos y licores espirituosos.

Las nuevas preferencias en su consumo han hecho que la tendencia de la demanda siga en aumento, y los estados con mayores ventas son los de Florida, California y Nueva York.

Según un informe del Consejo de Destilados de Estados Unidos las ventas de estos productos a los distribuidores aumentaron 4% en el año 2017, representando con ello un incremento de U\$D 1.000 millones con respecto al 2016 y llegando a la suma de U\$D 26.200 millones en el 2017.

Estas cifras suponen un nuevo aumento en las ventas por octavo año consecutivo, impulsadas en parte por el gusto de los millennials<sup>3</sup> por los whiskys Premium y otros productos espirituosos de alta gama, por lo que las empresas están creando entusiasmo en el mercado con nuevos productos y nuevas tecnologías para interactuar con los consumidores de licores destilados.

Además, en lo referente a tendencias, destaca que el consumo de bebidas alcohólicas en Estados Unidos está cambiando debido al estilo de vida saludable que ha surgido en la generación más joven y que se está extendiendo desde Europa a Estados Unidos.

También ha habido un cambio en los tipos de bebidas alcohólicas que los consumidores prefieren: bajas en calorías y sin calorías, las cuales incluyen vinos y cervezas de alta calidad y con bajo contenido de alcohol.

En el caso de la cerveza, ha presentado un modesto declive por algún tiempo a pesar de las tendencias demográficas ampliamente favorables, de acuerdo a la revista **IWSR**,

---

<sup>3</sup> Millennial es aquel tipo de persona que llegó a su etapa adulta después del año 2000

ya que el consumidor ha trasladado sus preferencias hacia otras bebidas alcohólicas como el whisky o el vino.

Por su parte, el portal Granview Research estima que el tamaño del mercado de vino en Estados Unidos es de U\$D 61.800 millones en el 2017. La creciente demanda del producto a través de los canales de distribución en Internet hace que sea más fácil para las bodegas más pequeñas llegar a los clientes.

Los productos más vendidos en las licorerías en línea son el vino con una participación del 65%, la cerveza (13.8%) y otros licores (21.2%). Además, los destilados y vinos están utilizando activamente hoy en día las redes sociales como plataforma para promover y establecer una conexión con sus consumidores.

En cuanto al vino, se aprecia una interesante tendencia, en la cual aparte del canal tradicional (licorerías) ahora además se vende en tiendas de comestibles más naturales, y tiendas gourmet.

La revista Beverage Dynamics señaló recientemente que los consumidores estadounidenses han desarrollado un antojo por lo exótico, y están buscando licores nuevos y novedosos con la ayuda de importadores y productores innovadores.

El fenómeno está impulsado por una serie de factores y tendencias como son los viajes de mayor alcance, mayor interés en las cocinas étnicas y comunidades de inmigrantes que anhelan disfrutar los sabores de las comidas y bebidas de sus países de origen.

Gran parte del interés en los licores exóticos se genera en el renacimiento del cóctel, a medida que los bármanes investigan nuevas formas de sorprender a los clientes.

Las exploraciones in situ permiten a los consumidores replicar esos intrigantes cócteles en casa, y crean una demanda para ellos en las tiendas.<sup>4</sup>

### 2.1.1 Whisky<sup>5</sup>

Se espera que el mercado mundial del whisky alcance los U\$D 7,4 mil millones para 2023, con un CAGR<sup>6</sup> del 5,3% durante 2018-2023 (período previsto). El Whisky es considerado como un artículo de lujo accesible, lo que lleva a muchas compañías productoras de whisky a lanzar más productos Premium y Súper Premium en el mercado. Como innovación de productos, la industria cervecera está lanzando un whisky orgánico sin ningún color artificial.

El mercado global del whisky está impulsado por los cambios en los estilos de vida, sus hábitos de consumo, los altos ingresos disponibles y la creciente demanda de versiones Premium. Sin embargo, existen algunas restricciones que desaceleran el ritmo de la industria, como los impuestos, las regulaciones legales de los gobiernos, los problemas de salud relacionados con el consumo de esta bebida y el número creciente de consumidores que prefieren alternativas como el vino y la cerveza. Según especialistas de la industria, existen algunas buenas oportunidades en el mercado,

---

4 Fuente: <https://gestion.pe/economia/ee-uu-consumen-licores-cervezas-vinos-us-186-000-millones-242634>

5 Fuente: <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/whisky-market>

6 De su sigla en inglés Compound Annual Growth Rate

como los innovadores productos de whisky orgánico y la oportunidad de penetrar en las diferentes geografías.

Según el análisis regional del mercado global del whisky, Europa es el líder del mercado en producción con casi el 34% del mercado. Alemania, Italia, España y Francia son los principales países para la producción y el consumo de este, en esta región. América del Norte es la otra región importante con el 23% de la cuota de mercado, y solo en Estados Unidos se consumió la mayor cantidad de whisky por persona. América del Sur representó una décima parte de la cuota de mercado mundial y es un mercado de lento crecimiento. Asia-Pacífico es el mercado de más rápido crecimiento para la producción y el consumo. El mercado regional del whisky está ampliamente respaldado por la alta tasa de adopción de la cultura y el estilo de vida occidental, la gran población y el crecimiento de los hogares de clase media. China, Japón e India son los grandes mercados en esta región. India es el mayor consumidor en la región de Asia y el Pacífico.

### 2.1.2 Tequila<sup>7</sup>

Se pronostica para el año 2021 que la categoría Tequila será la segunda bebida espirituosa con mayor crecimiento en el mundo, según la Cámara Nacional de la Industria Tequilera (CNIT).

De acuerdo con la firma IWSR (International Wine and Spirits Record) que analiza el mercado y las tendencias de consumo de bebidas espirituosas en el mundo, en los próximos tres años, la categoría Tequila, (elaborada con 51% de agave y 49% de otros azúcares) tendrá una tasa de crecimiento anual de 3.2%.

Para el año 2021 también se proyecta que el consumo de tequila en el mundo alcance los 34.7 millones de cajas de nueve litros, contra los apenas más de 31 millones que se consumieron en el año 2017.

Para ese mismo periodo, se prevé que Estados Unidos y Canadá seguirán siendo los principales países consumidores de la bebida de denominación de origen mexicana, mientras Colombia registra un crecimiento importante y para el 2021 se estima que se ubicará como el cuarto mercado más importante para la exportación de tequila.

De acuerdo a la Cámara Nacional de la Industria Tequilera (CNIT) América del Norte continuará siendo elemental para la expansión del tequila. Tanto Estados Unidos como Canadá están identificados entre los cinco principales mercados para el 2021. Por otra parte, en Sudamérica se espera un crecimiento importante del mercado colombiano.

### 2.1.3 Vodka<sup>8</sup>

La categoría Vodka se enfrenta a una serie de desafíos en el mercado global, desde el declive a largo plazo en los destinos tradicionales hasta las amenazas de los sectores occidentales dinámicos de bebidas espirituosas,

---

<sup>7</sup> Fuente: <https://www.eleconomista.com.mx/estados/Para-el-2021-tequila-aumentara-solo-por-debajo-del-whisky-20180527-0093.html-market>

<sup>8</sup> Fuente: <https://www.prnewswire.com/news-releases/vodka-must-grow-up-or-face-continued-global-struggles---latest-research-from-just-drinks-and-the-iwsr-669872943.html>

El informe Global Vodka Insights de Just-drinks de IWSR ilustra la naturaleza compleja de las tendencias actuales en vodka, con países tradicionales y de gran volumen que continúan disminuyendo, aunque las marcas de precios más altos siguen mostrando cierto potencial de crecimiento.

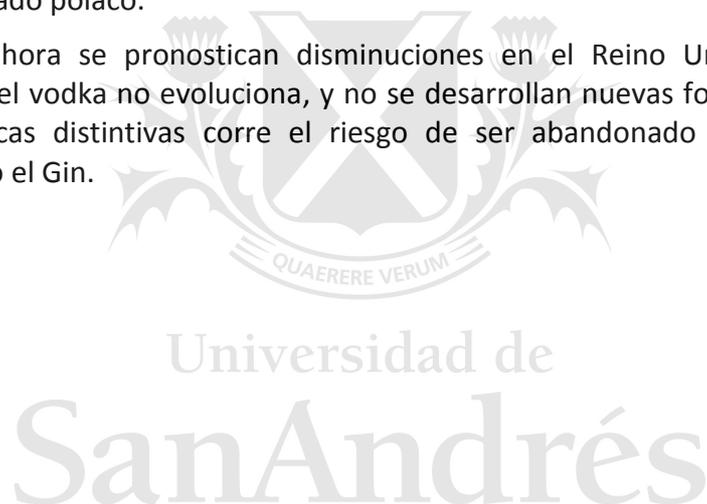
Los próximos cinco años están listos para reflejar estas tendencias: mientras que las disminuciones para la categoría general se acelerarán ligeramente, el crecimiento lento continuará a precios más altos.

Gran parte de la disminución del volumen proviene de Rusia y Europa del Este, pero el informe ve signos preocupantes de una recesión en mercados occidentales.

En Estados Unidos el mercado de vodka saborizado se ha visto muy afectado en los últimos años, mientras que rivales como el whisky y el tequila están haciendo un mejor trabajo con los consumidores, especialmente con los millennials.

El vodka sigue siendo la categoría de bebidas alcohólicas más grande de Europa, pero el crecimiento fue moderado desde 2008, principalmente debido a las contracciones en el gran mercado polaco.

No obstante, ahora se pronostican disminuciones en el Reino Unido. El informe advierte que si el vodka no evoluciona, y no se desarrollan nuevas formas de mostrar sus características distintivas corre el riesgo de ser abandonado por rivales más modernos como el Gin.



## 2.2 La compañía: Brown-Forman Corporation

Brown-Forman es una de las mayores compañías estadounidenses de bebidas alcohólicas y está presente con su amplio portafolio de producto en más de 160 países.

Las categorías de producto que desarrolla son: whiskey, whisky escocés, vodka, tequila, vino y licor.

La historia de la empresa comenzó en 1870, cuando George Garvin Brown, un farmacéutico de Louisville, Kentucky, fundó con su hermanastro la empresa J.T.S. Brown and Bro, y comenzaron a vender whisky en botellas de cristal precintadas para mantener su calidad, en un momento en el que lo habitual era venderlo en barriles. La marca insignia de la empresa era Old Forester Kentucky Straight Bourbon Whisky. Después de varios cambios de nombre y de la disolución de la sociedad, George Garvin se asoció con George Forman, su contador y amigo, y nació Brown-Forman. Hoy día, Garvin Brown IV, un descendiente del fundador, es el jefe del consejo de dirección de la corporación, y forma parte de la quinta generación de la familia Brown que dirige la empresa.

Los aproximadamente 40 miembros de la familia Brown, primos que son descendientes del fundador George Garvin Brown, controlan más del 50% de las acciones con derecho a voto.

La empresa tiene más de 4.800 empleados en todo el mundo. Tiene su sede central en Louisville, Kentucky, y cuenta con aproximadamente 1.300 empleados.

Esta compañía estadounidense de bebidas espirituosas, que cotiza en la bolsa de NYSE, posee 2 clases de acciones ordinarias, bajo el ticket de BF.A y BF.B. Brown Forman presenta una capitalización de mercado de U\$D 22,700 mil millones con un precio por acción de U\$D 47.26 al 10/10/2018.

En los siguientes capítulos se desarrollan diferentes aspectos de la compañía.

### 2.2.1 Historia de Brown Forman<sup>9</sup>

Se destacan los hitos históricos más relevantes de la compañía.

#### 1870s-1940s

- **1870:** con U\$D 5.500 George Garvin Brown crea J.T.S. Brown & Bro. con su medio hermano. **Old Forester Kentucky Straight Bourbon Whiskey** es la marca insignia
- **1920:** se dicta la Enmienda de Prohibición. Owsley Brown solicita y recibe una licencia para embotellar whisky con fines medicinales.
- **1923:** Brown-Forman hace su primera adquisición, **Early Times**. Owsley Brown garantiza el suministro de whisky a través de la escasez de años de prohibición mediante la compra de todo el stock de Early Times.

---

<sup>9</sup> Fuente: <https://www.brown-forman.com/about/history/>

- **1941:** Brown-Forman anticipa correctamente el estallido de la Segunda Guerra Mundial y, a los pocos días de Pearl Harbor, comienza a producir alcohol industrial. La compañía también compra la destilería Labrot & Graham, fundada originalmente en 1812 por Elijah Pepper, pionero en la fabricación de bourbon.

#### *1950s-1970s*

- **1953:** Early Times se convierte en el bourbon número uno del país.
- **1956:** este año está marcado por importantes adquisiciones para Brown-Forman, con la compra de la destilería **Jack Daniel's** en Lynchburg, Tennessee, y Jos. Garneau Co., Inc., una casa de importación en New York.
- **1971:** la compañía adquiere **Canadian Mist**, ubicada en Collingwood, Ontario, y los derechos de importación de Noilly Prat, los vermouths franceses de fama mundial.
- **1979:** la empresa adquiere **Southern Comfort**.

#### *1980s-1990s*

- **1988:** Brown-Forman Beverage Company lanza Gentleman Jack Rare Tennessee Whiskey, el primer whisky nuevo de la destilería Jack Daniel's en más de 100 años.
- **1991:** crea una División de Vinos para enfatizar el compromiso de la compañía de construir su negocio de vinos Premium. Ese compromiso se refuerza con el anuncio en diciembre de un acuerdo para adquirir Jekel Vineyards.
- **1992:** la compañía presenta los Cocktails listos para tomar de Jack Daniel's Country.
- **1996:** Brown-Forman se convierte en el importador exclusivo del vodka **Finlandia** en Estados Unidos. La destilería Labrot & Graham Distillery en Woodford County celebra su gran reapertura y presenta **Woodford Reserve** Bourbon.

#### *2000- actualidad*

- **2004:** adquiere el 100% de Finlandia
- **2005:** firma nuevos acuerdos de distribución para sus marcas de bebidas espirituosas en varios países europeos, entre ellos Italia, España y Alemania, uno de los mercados más grandes de la compañía.
- **2007:** completa su adquisición de todos los activos sustanciales de la compañía mexicana de tequila **Casa Herradura** y asume la propiedad total de la marca **Don Eduardo Tequila**.
- **2009:** debido a la recesión económica mundial, la compañía recortó el 6% de su fuerza laboral global. Los empleados en México, Estados Unidos, Europa y la región de Asia Pacífico se vieron afectados.
- **2010:** la compañía anuncia que establecerá su propia compañía de distribución en Alemania. Brown-Forman decide renovar los acuerdos de distribución con

Bacardi Limited para que cada compañía pueda distribuir los productos de la competencia en varios países europeos.

- **2012:** confirmó que llegó a un acuerdo con el Grupo Asahi para distribuir sus marcas en Japón.
- **2013:** anunció que está estableciendo su propia compañía de distribución en Francia y adquiere los derechos para distribuir Jägermeister. Por otro lado, anuncian planes para expandir la destilería Woodford Reserve y así satisfacer la creciente demanda global esperada de su súper Premium Woodford Reserve Kentucky Bourbon.
- **2015:** Lanzamiento de **Jack Daniel's Tennessee Fire**
- **2016:** Brown-Forman llega a un acuerdo para vender sus marcas comerciales **Southern Comfort** y **Tuaca** a Sazerac. Por otro lado, lanza Jack Daniel's Single Barrel Rye. También, llega a un acuerdo para comprar The BenRiach Distillery Company Limited, incorporando tres marcas de Single Malt Scotch Whiskey al portafolio de la compañía: **The GlenDronach**, **BenRiach** y **Glenglassaugh**. La compra incluye marcas comerciales, tres destilerías de malta, una planta embotelladora y una sede en Edimburgo, Escocia. En lo que respecta lanzamientos, presente **Coopers Craft**

## 2.2.2 Principales locaciones

Las instalaciones de la empresa incluyen destilerías, una bodega, una planta de concentrado, plantas embotelladoras, almacenamiento, operaciones, aserraderos y oficinas. También poseen acuerdos de producción con Australia, Bélgica, Brasil, China, Estonia, Finlandia, Irlanda, México, Países Bajos, Sudáfrica y Estados Unidos.

Además de las ubicaciones de producción propias y de las oficinas corporativas en Louisville, Kentucky, alquilan oficinas para operaciones de ventas, de marketing y administrativas en Estados Unidos y en más de 40 ciudades de diferentes países.

Locación	Actividades Principales	Nota
<b>EEUU</b>		
Louisville, Kentucky	Oficinas centrales, destilería, embotellado, almacén, centro de visitas.	
Lynchburg, Tennessee	Destilería, embotellado, almacén, centro de visitas.	<i>Jack Daniel's</i>
Woodford County, Kentucky	Destilería, embotellado, almacén, centro de visitas.	<i>Woodford Reserve</i>
Windsor, California	Viñedos, embotellado, almacén, centro de visitas.	<i>Sonoma - Cutrer</i>
Decatur, Alabama	Tonelería / Barillería.	
Clifton, Tennessee	Tonelería / Barillería.	
Stevenson, Alabama	Tonelería / Barillería.	
Spencer, Indiana	Tonelería / Barillería.	
Jackson, Ohio	Tonelería / Barillería.	
<b>Internacional</b>		
Collingwood, Canada	Destilería, almacén.	<i>Canadian Mist</i>
Cour - Cheverny, Francia	Destilería, embotellado, almacén.	<i>Chambord</i>
Amatitán, Mexico	Destilería, embotellado, almacén, centro de visitas.	<i>Slane Irish Whiskey</i>
Slane, Irlanda	Destilería, centro de visitas.	<i>Glendronach</i>
Aberdeenshire, Escocia	Destilería, almacén, centro de visitas.	<i>BenRiach</i>
Morayshire, Escocia	Destilería, almacén.	
Newbridge, Escocia	Centro de visitas, embotellado.	
Portstoy, Escocia	Destilería, almacén, centro de visitas.	<i>Glenglassaugh</i>

Fuente: FY18 Reporte Anual Brown-Forman

## 2.2.3 Productos

### 2.2.3.1 Portafolio

Brown-Forman ha intentado constantemente mejorar el perfil financiero a largo plazo al crear, adquirir y/o vender marcas. Para evaluar estas decisiones las métricas que priorizaron fueron margen operativo, retorno sobre el capital invertido y el crecimiento de las ventas.

Los lanzamientos Jack Daniel's Tennessee Honey, Jack Daniel's Tennessee Fire, las marcas de tequila Casa Herradura, las marcas BenRiach Single Malt Scotch y Slane Irish Whisky, las marcas de vinos a precio popular, y Southern Comfort, se destacan como buenos ejemplos de la renovación consistente del portafolio. En los últimos años, la innovación de productos se ha convertido en un aporte significativo para el desempeño de la compañía.<sup>10</sup>

A continuación se detallan los segmentos que desarrolla la compañía

#### 2.2.3.1.1 Whisky

				
Jack Daniel's Tennessee Whiskey	Woodford Reserve Distiller's Select	Old Forester		
Jack Daniel's Single Barrel	Woodford Reserve Double Oaked	Old Forester Signature		
Gentleman Jack Double Mellowed Tennessee	Woodford Reserve Master's Collection	Old Forester Birthday Bourbon		
Jack Daniel's Tennessee Honey	Reserve Kentucky Straight Rye Whiskey	Old Forester Single Barrel		
Jack Daniel's Tennessee Fire		Old Forester 1870 Original Batch		
Jack Daniel's Sinatra Select		Old Forester 1897		
Jack Daniel's No. 27 Gold		Old Forester Mint Julep		
Jack Daniel's Winter Jack				
Jack Daniel's Country Cocktails				
Jack Daniel's Ready to Drinks				

La familia de marcas de Jack Daniel's, liderada por Tennessee Daniel Whiskey, sigue siendo el activo más valioso y el motor que impulsa el liderazgo global de la categoría de whisky estadounidense y el desempeño financiero general.

<sup>10</sup> Fuente::FY18 Reporte Anual, pag 8.

En el 2017 la marca fue posicionada en el puesto 82 del ranking realizado por Interbrand<sup>11</sup>.

Woodford Reserve con un perfil elegante y carácter sofisticado obtuvo, en poco más de dos décadas, su lugar como un icono del whisky americano.

Old Forester es el Bourbon de mayor duración en el mercado hoy (aproximadamente 145 años a partir de 2016), y fue el primer bourbon vendido exclusivamente en botellas selladas. Durante el período de prohibición de 1920 a 1933, fue una de las 10 marcas autorizadas para la producción legal (con fines medicinales)

Esta línea de producto está recuperando su importancia en Estados Unidos y en mercados internacionales selectos por el sabor, la calidad y el éxito de sus versiones de alta gama, como Old Whilkey Row Series y Old Forester Statesman.<sup>12</sup>

Brown-Forman también tiene la siguiente línea de whiskies escoceses que fueron adquiridas con el objetivo de desarrollar la categoría. Son marcas posicionadas como súper Premium.



### 2.2.3.1.2 Tequila

HERRADURA TEQUILA	el Jimador	DON EDUARDO	PEPE LOPEZ TEQUILA
Herradura Añejo	el Jimador Añejo	Don Eduardo Añejo	Pepe Lopez Gold Tequila
Herradura Reposado	el Jimador Reposado	Don Eduardo Reposado	Pepe Lopez Silver Tequila
Herradura Silver	el Jimador Silver	Don Eduardo Silver	
Herradura Selección Suprema	Reserve Kentucky Straight Rye Whiskey		
Herradura Colección de la Casa	Ready-to-Drink		
Herradura Ultra			
Antiguo			

<sup>11</sup> El ranking se basa en tres componentes clave que contribuyen al valor acumulativo de una marca: el desempeño financiero de las marcas y los servicios, el papel que desempeña la marca para influir en la elección del cliente y la fuerza que tiene la marca para obtener un precio superior o ganancias seguras para la compañía.

El año fiscal 2017 marcó el décimo aniversario de la adquisición de Casa Herradura. La compañía planea seguir expandiendo el tequila Herradura para llegar a nuevos consumidores en México, Estados Unidos y otros mercados de alto potencial. Además del éxito de las presentaciones centrales de la marca, Herradura Ultra, continúa creciendo. Por otro lado continuarán reposicionando el tequila Jimador como una marca más selecta en México.

### 2.2.3.1.3 Vodka



Finlandia	Finlandia Coconut
Finlandia Cranberry	Finlandia Black Currant
Finlandia Lime	Finlandia Nordic Berries
Finlandia Mango	Finlandia Redberry
Finlandia Grapefruit	Finlandia 101
Finlandia Raspberry	

Finlandia es el décimo vodka más vendido en el mundo y también se destaca en varios de los mercados más grandes como Polonia, Rusia, Ucrania y República Checa.<sup>13</sup>

### 2.2.3.1.4 Vinos y Licores

Los vinos, espumantes y el licor tienen una relevancia e impacto menor sobre el desempeño de la compañía. Incluso Korbel no es una marca propia sino que la comercializan bajo contrato a Estados Unidos y otros mercados selectos.

		
Korbel Blanc de Noirs	Korbel Sweet Cuvée	Russian River Ranches Chardonnay
Korbel Brut Rosé	Korbel Sweet Cuvée	Les Pierres
Korbel Chardonnay	Korbel California Brandy	Russian River Valley Pinot Noir
Korbel Extra Dry	Korbel VSOP	The Cutrer
Korbel Brut	Korbel XS	Sonoma Coast
Korbel Organic Brut	Korbel 12	Rosé of Pinot Noir
Korbel Sweet Rosé		



<sup>13</sup> Fuente: FY18 Reporte Anual, página 9

## 2.2.4 Materia Prima

Las principales materias primas utilizadas en la fabricación y envasado de las bebidas destiladas, licores, productos listos para tomar y vinos se muestran en el siguiente cuadro:

Destilados	Licores	Listo para Tomar	Vinos	Envases
Agave	Saborizantes	Saborizantes	Uvas	Latas de aluminio
Cebada	Destilados neutros	Malta	Madera	Cartón
Maíz	Azúcar	Destilados neutros		Cierres de embalaje
Cebada Malteada	Agua	Azúcar		Botellas de vidrio
Centeno	Whisky	Tequila		Etiquetas
Azúcar	Vino	Agua		Botellas PET
Agua		Whisky		
Madera				

Fuente: Elaboración propia. Basado en información del Reporte Anual FY18

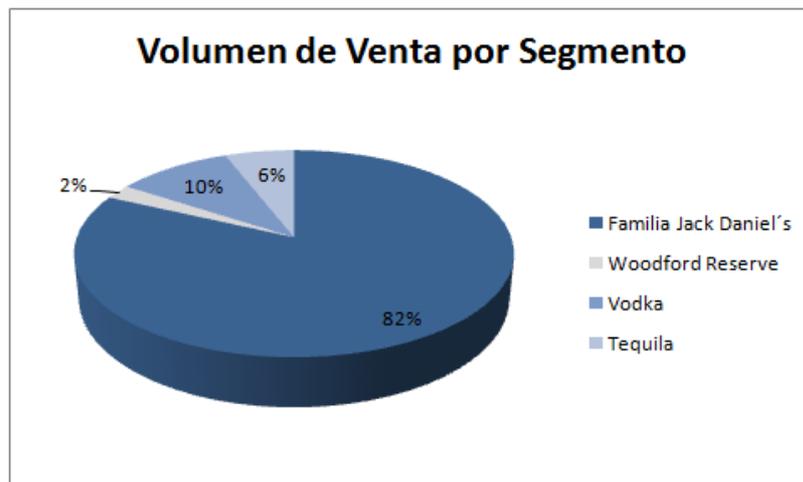
Actualmente, ninguna de estas materias primas escasea, pero podría ocurrir. De vez en cuando los ingredientes (agave, cebada, maíz, uvas, cebada malteada y centeno) podrían verse afectados negativamente por el clima y variables incontrolables que podrían restringir el suministro.

Los whiskys, ciertos tequilas y otros destilados deben ser añejados, por lo tanto la compañía programa la producción con años de antelación.

Para satisfacer la demanda futura de estos productos, los inventarios pueden ser mayores en relación a las ventas y la compañía podría tener mayores activos totales en comparación a otros negocios.

## 2.2.5 Ventas<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Fuente: FY 2018 Reporte Anual Brown-Forman. Págs 3, 36, 37.



*Fuente: Elaboración propia. Basado en información del Reporte Anual FY18*

Tal como se observa en el gráfico, y como fuera mencionado con anterioridad, la familia de marcas de Jack Daniel's es la más relevante y el motor de la compañía.

Para comprender la situación de cada segmento/marca se detalla a continuación el desempeño en el año fiscal 2018.

La familia de marcas de **Jack Daniel's** incrementó su volumen en un 6% a nivel mundial. Las ventas netas informadas aumentaron un 8%, mientras que las ventas netas subyacentes aumentaron un 6% después de ajustar el efecto positivo de divisas principalmente debido al debilitamiento del dólar frente al euro, el zloty polaco, la lira turca, la libra británica y el Peso mexicano y un aumento neto estimado en los inventarios de distribuidores en Estados Unidos. El portafolio de marcas de Jack Daniel's fue el contribuyente más importante del crecimiento total de ventas netas subyacentes en el año fiscal 2018.

- **Jack Daniel's Tennessee Whiskey:** En el año fiscal 2018, superó los 13 millones de cajas de 9 litros<sup>15</sup> globalmente. Genera un porcentaje significativo de las ventas netas totales y es prioridad para la compañía. Es una de las marcas más valiosas del mundo con un precio de más de U\$D 25 por 750 ml por botella y la cuarta bebida espirituosa Premium más grande del mundo. Jack Daniel's Tennessee Whiskey aumento su volumen un 5% a nivel mundial en el año fiscal 2018. Reportó que las ventas netas crecieron 6%, mientras que las ventas netas subyacentes aumentaron 4% lideradas por Estados, Brasil, Polonia, Turquía, Francia, Alemania y Australia.
- **Jack Daniel's Tennessee Honey:** alcanzó 1.7 millones de cajas de 9 litros globalmente en el año fiscal 2018. Es la 15ava marca más grande del mundo con un precio de más de U\$D 25 por botella de 750 ml. En el año fiscal 2018 el volumen aumentó un 8%. La marca creció un 10% en ventas netas, las cuales fueron impulsadas por mayores volúmenes en Estados Unidos y Francia.

<sup>15</sup> La unidad de medida es "9 liter cases" (12 botellas de 750 ml).

- **Jack Daniel's Listos para tomar:** el volumen de ventas creció un 9% y las ventas netas subyacentes un 14% . El crecimiento de las ventas netas subyacentes de se debió a los precios más altos en Australia y a las ganancias volumétricas lideradas por los consumidores y a la innovación de productos en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido.
- **Gentleman Jack:** el volumen de ventas creció un 7% en el año fiscal 2018. El crecimiento de las ventas netas fue del 9%.
- **Jack Daniel's Tennessee Fire:** los volúmenes de venta crecieron un 14%, reportaron un incremento de ventas netas de un 20% y un 15% en ventas netas subyacentes. Esto se da por el crecimiento en Estados Unidos y por la expansión en Brasil y Chile
- **Otras marcas de Jack Daniel's:** tuvieron un incremento en ventas netas del 26%.

**Woodford Reserve** creció un 23% en volumen en el año fiscal 2018 y una vez más fue destacada como marca por Impact Databank, una fuente especializada de referencia en la industria. Además, las ventas netas reportadas aumentaron 26% y las ventas netas subyacentes aumentaron un 22% en el año fiscal 2018. Estados Unidos es el mercado más importante para la marca y fue responsable de la mayor parte de su crecimiento. Sin embargo, la marca continuó su impulso fuera de Estados Unidos, con un crecimiento del 21% , liderado por el canal de viajes minorista.

**Finlandia** creció un 2% en volumen en el año fiscal 2018, mientras que las ventas netas informadas aumentaron un 10%, y las ventas netas subyacentes aumentaron un 5% después de ajustar el efecto positivo de las divisas y un aumento neto estimado en los inventarios de distribuidores en Rusia. El aumento en las ventas netas se debió principalmente a precios más altos en Rusia, que se atribuyó en parte a los derechos de importación resultantes de un cambio en la distribución.

**El Jimador** creció un 8% en volumen en el año fiscal 2018, mientras que las ventas netas reportadas aumentaron un 14%, y las ventas netas subyacentes aumentaron un 9% después de ajustar el efecto positivo de las divisas debido al debilitamiento del dólar frente al Peso mexicano y un aumento neto estimado en los inventarios de distribuidores en Estados Unidos. El crecimiento de las ventas netas fue impulsado por mayores volúmenes en Estados Unidos.

**Herradura** aumentó su volumen en un 15% en el año fiscal 2018, mientras que las ventas netas reportadas aumentaron en un 17%, y las ventas netas subyacentes aumentaron un 19% después de ajustar el efecto positivo de las divisas. Este crecimiento fue impulsado principalmente por el aumento de volúmenes y precios más altos en los mercados más relevantes para la marca, Estados Unidos y México. México también se benefició del crecimiento volumétrico liderado por el consumidor de Herradura Ultra.

### 2.2.6 Alcance Geográfico

Brown-Forman distribuye sus productos de manera diferente en cada país según el marco regulatorio, la evaluación del mercado a largo a plazo, la rentabilidad de las

opciones de distribución disponible, la estructura del comercio minorista y mayorista y la etapa de desarrollo de la cartera de producto en ese mercado.

En los EE. UU., la distribución directa a los consumidores suele estar prohibida, lo que obliga a la empresa a utilizar una gran red de distribuidores de alcohol (tiendas, bares y canal minorista de viajes). En otros países, Brown-Forman es propietaria de compañías de distribución donde se permiten las ventas directas, y también se vende directamente a distribuidores de alcohol, mayoristas y entidades gubernamentales (cadenas de tiendas de licores).

Fuera de Estados Unidos, utilizan una variedad de modelo que se pueden agrupar en tres categorías: distribución propia, socios, y mercados controlados por el gobierno.

Son propietarios y operan empresas de distribución en 14 mercados: Australia, Brasil, Canadá, China, República Checa, Francia, Alemania, Hong Kong, Corea, México, Polonia, España, Tailandia y Turquía.

En el Reino Unido, tienen un acuerdo estratégico con Bacardi Limited con el objetivo de distribuir marcas de las dos compañías. En muchos otros mercados, incluidos Rusia, Japón, Italia y Sudáfrica, dependen de terceros para la distribución.

La compañía vende sus productos en más de 170 países. Estados Unidos, es el mercado más importante. Representó el 47% de las ventas en el año fiscal 2018. Los mercados internacionales más relevantes son Reino Unido, Australia, México, Alemania, Francia, Polonia, Rusia, Brasil y Canadá. En el año fiscal 2018, la compañía generó el 53% de las ventas fuera de Estados Unidos, lo que implica una caída si se lo compara con el 56% en el año fiscal 2014. Esto se debe principalmente por el efecto negativo de las divisas en su negocio internacional. La proporción de ventas en Estados Unidos creció del año fiscal 2014 al año fiscal 2016 y luego se mantuvo constante en el año fiscal 2017.

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>E.E.U.U.</b>	<b>44%</b>	<b>46%</b>	<b>48%</b>	<b>48%</b>	<b>47%</b>
<b>Internacional:</b>					
Europa	28%	27%	27%	26%	27%
Australia	6%	6%	5%	5%	5%
Otros	22%	21%	20%	21%	21%
<b>Total Internacional</b>	<b>56%</b>	<b>54%</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>	<b>53%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## 2.3 Estrategia Competitiva

En los últimos cinco años, la industria de las destilerías de Estados Unidos ha crecido un 4 % alcanzando ingresos de U\$D14.000 millones de dólares en 2018. En el mismo período, la cantidad de empresas aumentó un 23,4% y la cantidad de empleados creció un 8,1%.<sup>16</sup>

La competencia incluye importantes empresas:

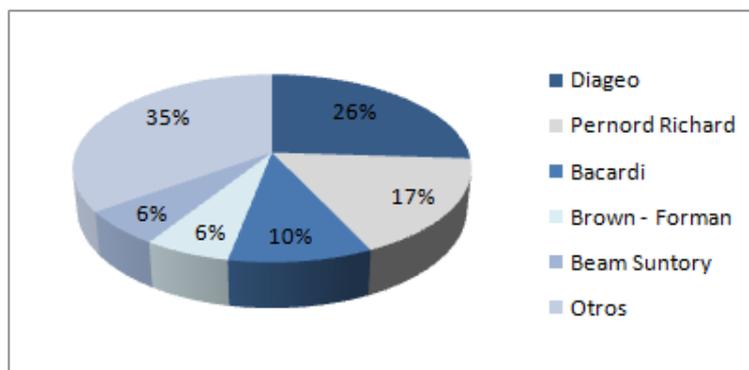
- Diageo PLC: es una multinacional británica, con sede en Londres, Inglaterra y oficinas en seis continentes. Las marcas de Diageo incluyen Smirnoff, Johnnie Walker, Baileys y Guinness entre otras.
- Bacardi Limited: tiene su sede en Hamilton, Bermuda. Las principales marcas son Bacardi, Grey Goose, Bombay Sapphire y Martini.
- Pernod Ricard: Es una compañía francesa. Sus principales marcas son Absolut Vodka, Jameson, Malibu, Ballantine's, Beefeater, Mum, Chivas Regal, Havana Club entre otras.
- Otras: Beclé S.A.B. de C.V, Beam Suntory Inc., Davide Campari-Milano S.p.A., LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, y Rémy Cointreau.

Diageo, Brown-Forman, Beam y Pernod Ricard tienen un set de productos y enfoque bastante similar. Cada una de estas empresas intenta diferenciarse en función de sus diversas carteras de productos para competir en el mercado. Además, todas estas empresas tienen objetivos estratégicos de expansión dentro del mercado global, porque la extensión del alcance de sus productos ha demostrado ser muy rentable.

---

<sup>16</sup>Fuente: <https://www.ibisworld.com/industry-trends/market-research-reports/manufacturing/beverage-tobacco-product/distilleries.html>

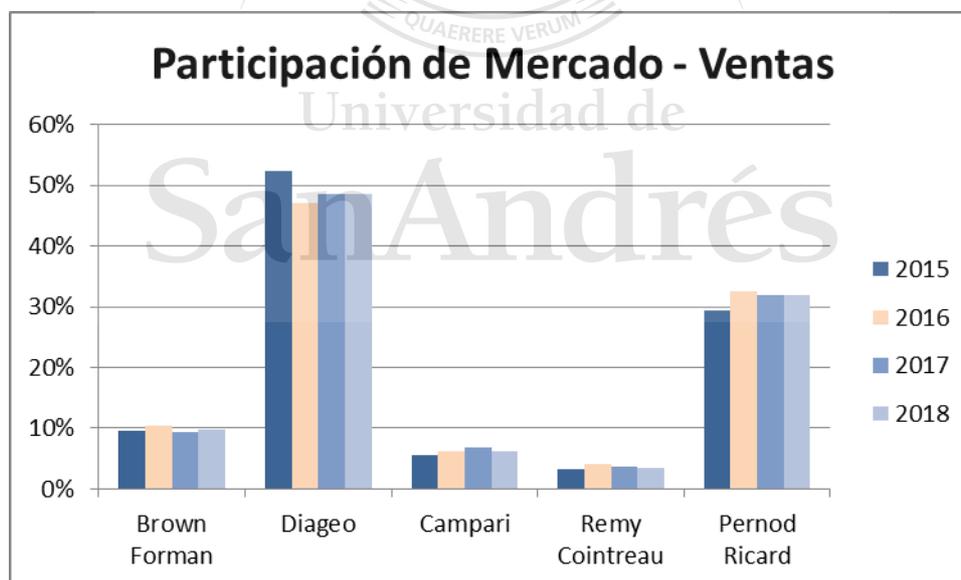
### Participación de Mercado



\*Fuente: Formulario 10K Diageo. 2016

Como exhibe el gráfico, Diageo, acapara la mayor porción del mercado y es el líder mundial en el segmento de bebidas alcohólicas Premium. Sin embargo, cabe destacar, que Diageo tiene un portafolio mucho más amplio, que Brown-Forman

Debajo un cuadro con la participación de mercado de ventas de las compañías públicas más relevantes en la industria. Como aclaración, en este caso, la venta total del mercado es la suma de ventas de estas 5 empresas en cuestión. El objetivo es obtener un análisis respecto de cómo ha variado la cuota de mercado de Brown Forman respecto a estos competidores, en los últimos 4 años.

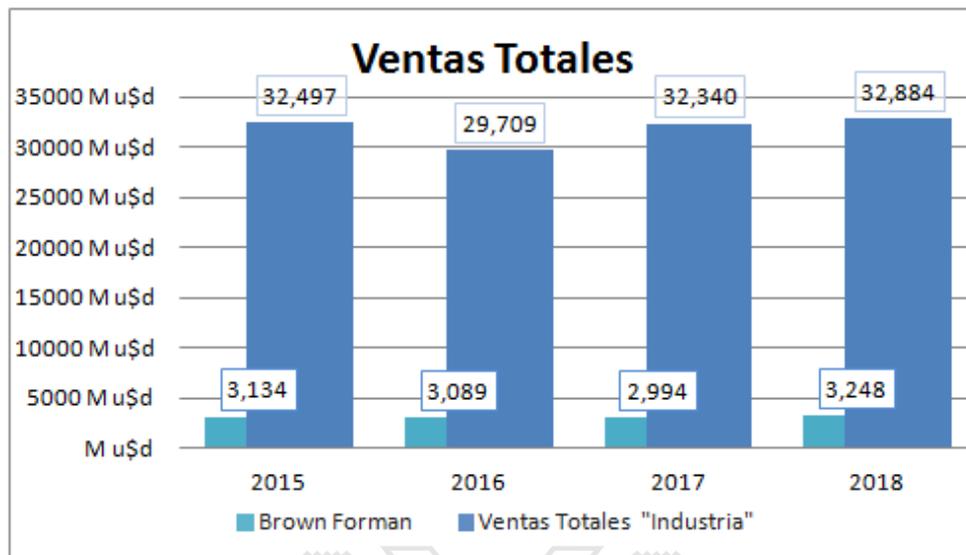


\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

Las ventas totales en el año 2015, totalizaron U\$D 32.500, en el 2016 U\$D 29.700, al siguiente año, U\$D 32.300 y en el último año U\$D 32.900.

Lo primero que se destaca es la etapa de madurez en la que se encuentran las compañías en cuestión, ya que las variaciones son mínimas en términos porcentuales, interanualmente. La cuota de mercado entre estas compañías para Brown Forman

oscila entre un 9,3% y un 10,4%. Mientras que Diageo evidencia una caída importante en el año 2016.



\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

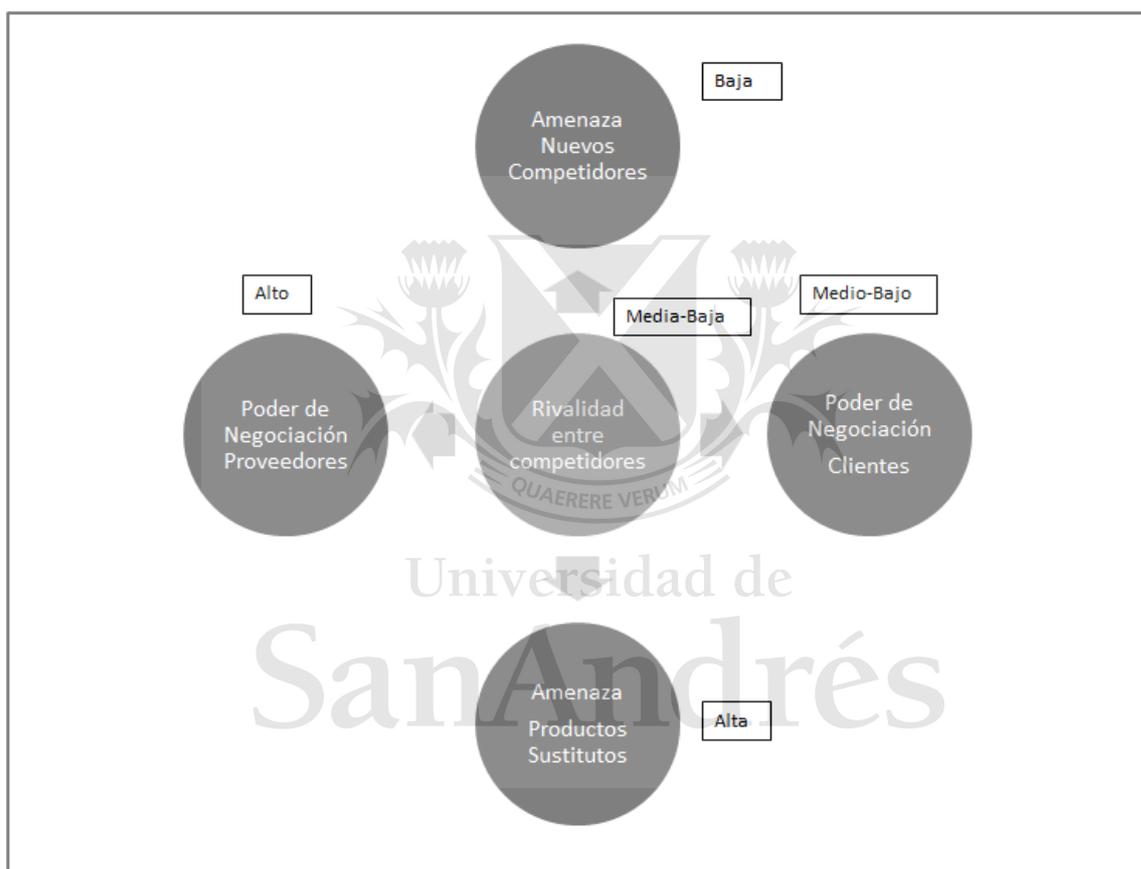
Lo más relevante es observar que la venta total, del 2018 respecto del año 2015, sólo ha crecido un 1%; mientras que, en este periodo Brown Forman creció un 4%. Se desprende así, que a pesar de la madurez del mercado, Brown Forman ha crecido más que la industria, ganando cuota de mercado respecto de su competencia directa.

### 2.3.1 Las 5 fuerzas de Porter

De acuerdo a las 5 fuerzas de Porter se puede observar:

#### Competencia en la Industria

La rivalidad entre los competidores es media –baja. La industria está en manos de 4 grandes empresas con un amplio portafolio de producto. La oferta de productos es relativamente homogénea y la diferenciación se basa principalmente en la marca y la



lealtad hacia esas marcas suele ser alta.

Con una historia que se remonta a más de 100 años y miles de millones de dólares invertidos en publicidad, Brown-Forman ha creado un público fiel de consumidores que han desarrollado una preferencia por el sabor de sus whiskies. Como resultado, la compañía puede elevar los precios de manera consistente y mantener excelentes márgenes de ganancia.

Brown-Forman aquí tiene una ventaja competitiva en cuanto a lo que es especialización respecto de sus principales competidores. Se enfoca en el segmento del whisky americano y posee marcas muy valiosas en esta categoría.

Es importante que Brown-Forman siga invirtiendo en publicidad y desarrollo de producto, construyendo una diferenciación sostenible con el lanzamiento de nuevos

productos y que colabore con los competidores para aumentar el tamaño del mercado.

Brown-Forman tiene un gran potencial de crecimiento a medida que continúa construyendo su gran cartera de marcas de bebidas Premium y tiene más participación en los mercados internacionales (la participación de Jack Daniel's en el whisky que no tiene denominación origen americano es solo del 3%). La compañía ha entendido que con Jack Daniel's tenía la posibilidad de ampliar su portafolio con una oferta ampliada en sabores y estilos, sin canibalizar la marca.

### **Nuevos competidores**

El potencial para nuevos participantes es una fuerza débil. La producción de bebidas destiladas requiere una inversión alta y se requiere un volumen sustancial de productos lo que resulta en un número relativamente reducido de nuevos competidores. Para el whisky, esto es aún más cierto, ya que el proceso de añejamiento a veces requiere hasta 30 años, lo que crea una barrera de entrada bastante alta.

Las bebidas destiladas de alta gama no son un producto básico en el que los nuevos rivales, como lo son las aproximadamente 1.600 destilerías artesanales de Estados Unidos, puedan ganar fácilmente participación de mercado.

Los principales actores del mercado tienen una ventaja significativa sobre nuevos entrantes. Estas empresas están bien establecidas y producen y comercializan algunas de las marcas más conocidas y valiosas de la industria. Pueden producir en grandes volúmenes por un menor costo, permitiéndoles vender a precios más bajos. También tienen fuertes relaciones con los distribuidores, algo que podría tomar años para que los nuevos participantes desarrollen.

### **Proveedores**

El poder de negociación de los proveedores es fuerte en la industria de las destilerías. Los materiales que suministran son críticos para la producción de bebidas espirituosas. La industria no puede producir sus productos sin ciertos cereales, frutas, azúcares y otras materias primas. No solo eso, sino que no hay sustitutos de las materias primas necesarias para producir ciertas bebidas. Por ejemplo, Brown-Forman no podría producir Jack Daniel's si no tuviera la combinación correcta de granos. Si intentaran usar un producto sustituto, el sabor sería completamente diferente, y no podrían llamarlo Jack Daniel's

La capacidad de la empresa para producir y vender sus productos depende de la disponibilidad de las materias primas, ingredientes del producto, productos terminados, botellas de madera, vidrio y PET, latas, cierres de botellas, embalajes, y otros materiales utilizados para producirlos y embalarlos. Sin cantidades suficientes de uno o más materiales claves, los resultados empresariales y financieros podrían verse afectados.

Por ejemplo, solo unos pocos productores de vidrio fabrican botellas en una escala suficiente para los productos de la compañía y un solo productor de vidrio cumple la mayoría de los requisitos de la compañía. Además, si la empresa experimentará una interrupción en el suministro de madera de roble americano, para producir las nuevas

barricas de roble carbonizado en las que añejan los whiskies, la capacidad de producción se vería comprometida.<sup>17</sup>

Los proveedores también tienen un fuerte poder de negociación, dado que sus ventas no dependen de la industria de la destilería sino que estas materias primas se utilizan en varias industrias.

Para evitar riesgos la compañía debería:

- Desarrollar una cadena de suministro eficiente con múltiples proveedores
- Experimentar diseño de productos utilizando diferentes materiales
- Desarrollar proveedores dedicados cuyo negocio dependa de la empresa

### **Productos sustitutos**

Es una de las fuerzas más fuertes. Brown-Forman compite con la industria de la cerveza y los aperitivos. Ambas categorías han crecido significativamente en los últimos años.

Es importante tener en cuenta que la cerveza se encuentra disponible para el consumidor con mayor facilidad ya que existen regulaciones estatales y federales que lo favorecen en que respecta a la venta en tiendas de conveniencia e incluso por el precio de los mismos.

Para hacer frente a los productos sustitutos Brown-Forman debería:

- Orientarse al servicio y a las experiencias que puede ofrecer y no solo al producto
- Comprender la necesidad principal del consumidor y no solo analizar el comportamiento de compra actual del consumidor.

### **Clientes**

El poder de negociación de los clientes puede describirse como moderado a débiles.

Si bien la lealtad a las marcas, principalmente a Jack Daniel's, es alta es importante que la compañía no pierda el foco que actualmente tiene. Los consumidores son cada vez más exigentes y buscan la novedad.

El éxito de la compañía depende de la capacidad de anticiparse y ofrecer de forma continua productos atractivos y de alta calidad. Las preferencias del cliente pueden verse modificadas debido a una serie de factores, como por ejemplo: crisis económicas, tendencias demográficas y sociales, cambios en la regulación de las bebidas alcohólicas, entre otras.

Otro punto a tener en cuenta, es que los productos dentro de la industria tienen un precio similar, lo que hace que el costo del comprador de cambiar a otras marcas sea bajo. Como se menciona anteriormente los destilados son altamente diferenciados por el valor de la marca, los clientes son leales y con una sensibilidad baja al precio. Incluso en épocas de recesión, los consumidores no están dispuestos a abandonar su marca favorita de mayor calidad.

---

<sup>17</sup> Fuente: FY 2018 Reporte Annual Brown-Forman, Página 13

Pronósticos demográficos en Estados Unidos para los próximos años indican una ligera disminución en el segmento poblacional de 21 a 24 años; menos consumidores potenciales en este rango de edad podrían tener un efecto negativo en las tasas de crecimiento de la industria y en el negocio. Para continuar teniendo éxito, la compañía debe anticiparse o reaccionar efectivamente a cambios en la demografía, comportamiento del consumidor, preferencias del consumidor y situaciones de consumo<sup>18</sup>



---

<sup>18</sup> FY18 Reporte Anual Brown-Forman, Página 16

## 2.4 Análisis Financiero

### 2.4.1 Evolución del Estado de Resultados (2016 – 2018)

Valores expresados en millones U\$D

	2018	2017	2016	2018 vs 2017		2017 vs 2016	
				Var en %	Var en u\$D	Var en %	Var en u\$D
Ventas	4,201	3,857	4,011	9%	344	-4%	(154)
Impuestos del Ejercicio	953	863	922	10%	90	-6%	(59)
Ventas Netas	3,248	2,994	3,089	8%	254	-3%	(95)
Costo de venta	1,046	973	945	8%	73	3%	28
Resultado Bruto	2,202	2,021	2,144	9%	181	-6%	(123)
Gastos de Publicidad	414	383	417	8%	31	-8%	(34)
Gastos Administrativos	765	667	688	15%	98	-3%	(21)
Ganancia por Venta de Unidad de Negocio			(485)			-100%	485
Otros gastos	(16)	(18)	(9)	-11%	2	100%	(9)
Resultado Operativo	1,039	989	1,533	5%	50	-35%	(544)
Intereses por Ingresos	6	3	2	100%	3	50%	1
Intereses por Gastos	68	59	46	15%	9	28%	13
Ingresos antes de Impuestos	977	933	1,489	5%	44	-37%	(556)
Impuestos	260	264	422	-2%	(4)	-37%	(158)
Ingreso Neto	717	669	1,067	7%	48	-37%	(398)
Ganancia por Accion							
Basica	2.10	1.38	1.48				
Diluida	2.09	1.37	1.48				

\* Fuente: Formulario 10-K presentado a la SEC. Abril 30, 2018.

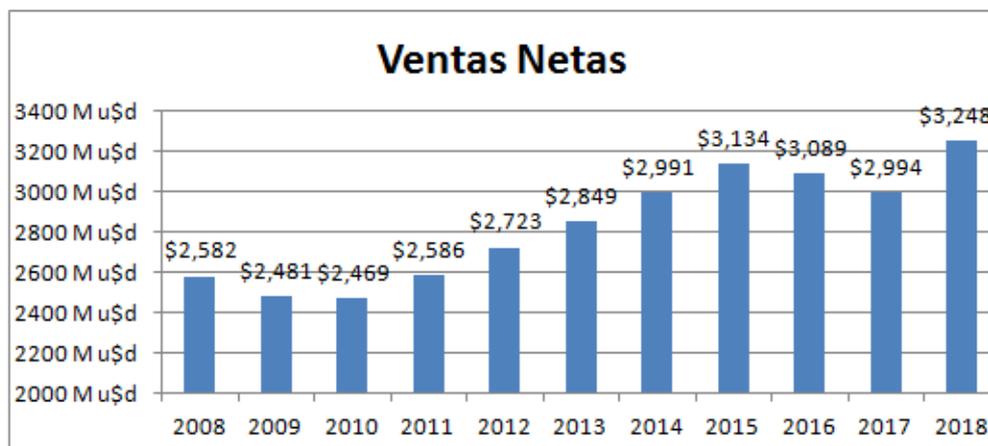
Resulta imprescindible hacer un análisis minucioso de los conceptos que expone el cuadro de resultados. A simple vista las cuentas de Brown-Forman, son estables, robustas y sólidas. De todas maneras, este trabajo evalúa un horizonte de tiempo aún más prolongado con la intención de no dejar de lado ningún detalle.

#### 2.4.1.1 Evolución de las ventas

A continuación se muestra el crecimiento de las ventas en los últimos 11 años.

* en M u\$D	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	3,282	3,192	3,226	3,404	3,614	3,784	3,946	4,096	4,011	3,857	4,201
Impuestos	700	711	757	818	891	935	955	962	922	863	953
Impuestos/Ing. Brutos	21%	22%	23%	24%	25%	25%	24%	23%	23%	22%	23%
Ingresos Netos	2,582	2,481	2,469	2,586	2,723	2,849	2,991	3,134	3,089	2,994	3,248
Vs Año Previo		-3.9%	-0.5%	4.7%	5.3%	4.6%	5.0%	4.8%	-1.4%	-3.1%	8.5%

\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

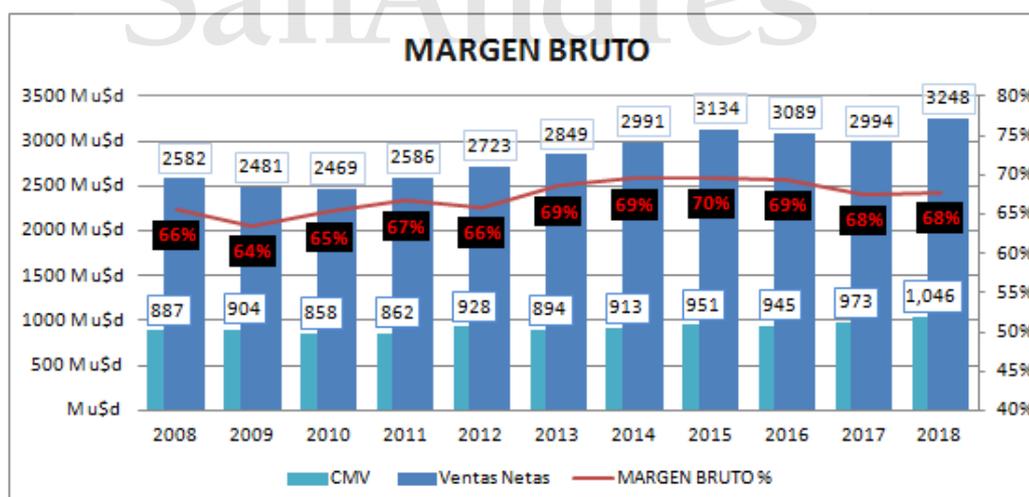


\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

La serie histórica expone un crecimiento desde el 2008 al 2018 de un 26%. El promedio anual es del 2,4%. De todas maneras este promedio está fuertemente distorsionado por caídas fuertes en 2016 y 2017. Caídas que se explican a partir de una serie de factores. El principal factor es el fortalecimiento del U\$D frente a otras monedas en el pasado inmediato, producto de las nuevas políticas del gobierno de Estados Unidos y la suba de tasas de la Fed. El U\$D fuerte, sobre todo frente a la libra esterlina, y al peso mexicano, provocaron caídas en sendos mercados. Tanto el Reino Unido como México representan una venta muy significativa en mercados extranjeros, para la compañía, especialmente en México por la venta del Tequila Herradura.

#### 2.4.1.2 Evolución de los costos

Debajo se expone la evolución de los costos en los últimos 11 años, en función de las ventas.



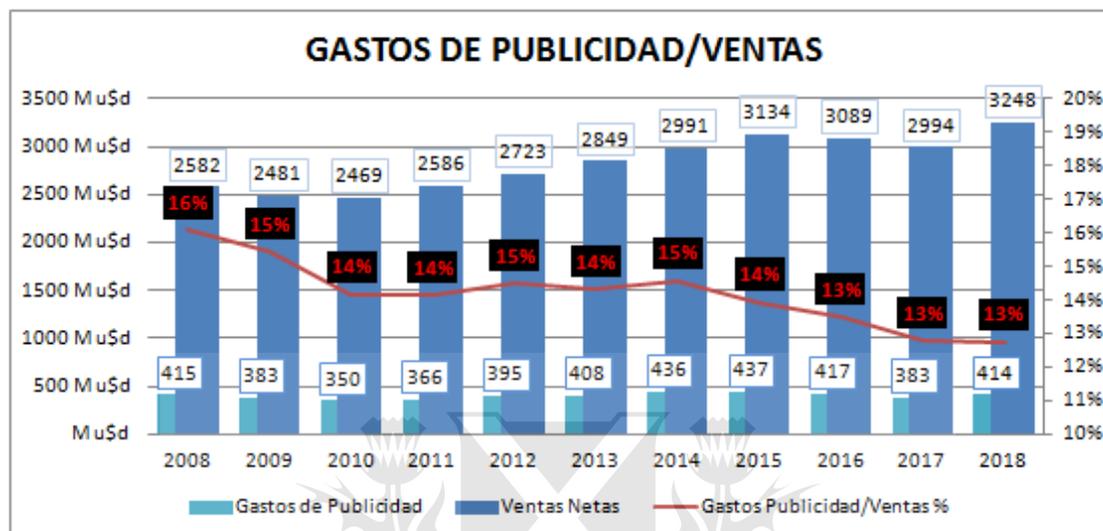
\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

Si se analiza el costo de la mercadería vendida sobre las ventas, se observa una gran estabilidad. Porcentualmente nunca supera el 34.5% ni cae por debajo del 30%. Vale destacar que desde el 2008 al 2012, el porcentaje fue más cercano al 34% y a partir del

2013 se evidencia una optimización en costos, ya que no superaron el 32,5%. El margen bruto así alcanza valores elevados, entre el 64% y 70%.

### 2.4.1.3 Evolución de los gastos

#### 2.4.1.3.1 Gastos de Publicidad



\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

La publicidad en Brown-Forman es de una relevancia significativa. Todos los años la compañía invierte con fuerza en construir y promocionar sus marcas. Los últimos años se ha destinado parte del gasto en impulsar fuertemente la marca Premium Woodford Reserve. Cabe mencionar que sólo esta marca, reportó un crecimiento en volumen del 23% en el último año. Estados Unidos resultó significativamente el mercado más importante, pero aun así el ímpetu de la marca se extendió al resto de los mercados.

También ocuparon un lugar prioritario en los gastos de publicidad las erogaciones destinadas a posicionar la marca de tequila Herradura. Es de gran relevancia para el directorio de la compañía, ganar cuota de mercado a su competidora José Cuervo, marca de Diageo.

No obstante esto, el gasto publicitario se mantiene estable porcentualmente sobre la venta. Los últimos tres años, no representaron más del 13.5% sobre los ingresos netos. Al igual que con los costos de mercadería vendida, los años, en los cuales el gasto fue mayor, medido porcentualmente, fueron 2008 y 2009, registrando un porcentaje mayor al 15,4% para luego marcar una tendencia bajista a lo largo de los años.

Esta optimización de los gastos, está en gran parte, explicada por los nuevos canales. En los últimos años, Brown-Forman transformó su estrategia de marketing utilizando una herramienta como "Tableau". La misma es una empresa de software líder en utilización de "big data" y reconocida como una de las principales herramientas para el análisis e inteligencia de negocio. Las redes sociales, han sido un canal muy fructífero para posicionar eficientemente las marcas nuevas.

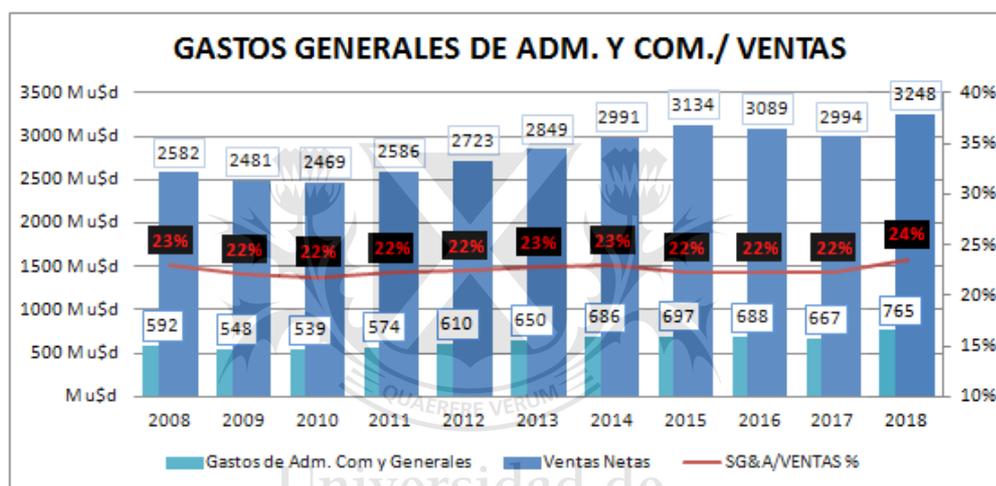
Con Tableau, Brown-Forman puede rastrear el retorno de la inversión para gastos de marketing. Con estas ideas, el equipo de marketing puede pronosticar el éxito de la

promoción para futuras campañas, al mismo tiempo que ahorra dinero y aumenta el conocimiento de la marca.<sup>19</sup>

Históricamente la compañía ha empleado canales más tradicionales como por ejemplo publicidades en T.V., o anuncios gráficos, pero el cambio de paradigma a nivel comunicacional ha producido un efecto favorable en la estrategia comunicacional de Brown-Forman.

Se desprende de este análisis que a pesar de una reducción porcentual en los gastos de publicidad sobre las ventas, esto no se tradujo en menor venta, sino todo lo contrario. La penetración de la marca y el uso comunicacional en función de los objetivos de la compañía son muy fuertes.

#### 2.4.1.3.2 Gastos Generales, de Administración y Comercialización



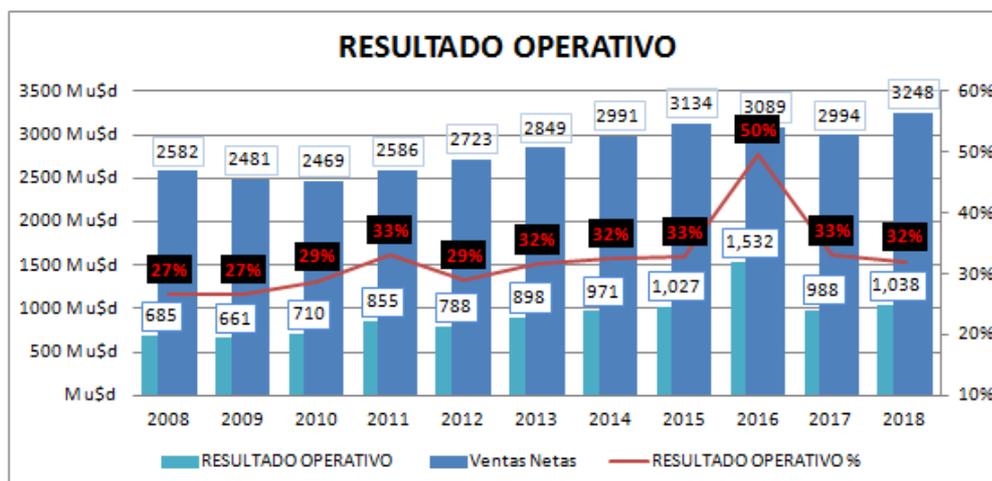
\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

En cuanto a los gastos generales, de administración y comercialización, queda en evidencia una dinámica estable también. En este caso, medido porcentualmente el gasto, no representa nunca más de un 23,6% sobre los ingresos netos. Se puede decir, que la disciplina en gastos de esta compañía es realmente destacable.

Cómo último análisis es pertinente hacer una evaluación del margen operativo.

<sup>19</sup> Fuente: <https://www.tableau.com/solutions/customer/brown-forman-maker-jack-daniels-scales-1000-users-month-subscription-pricing>

### 2.4.1.4 Resultado Operativo



\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

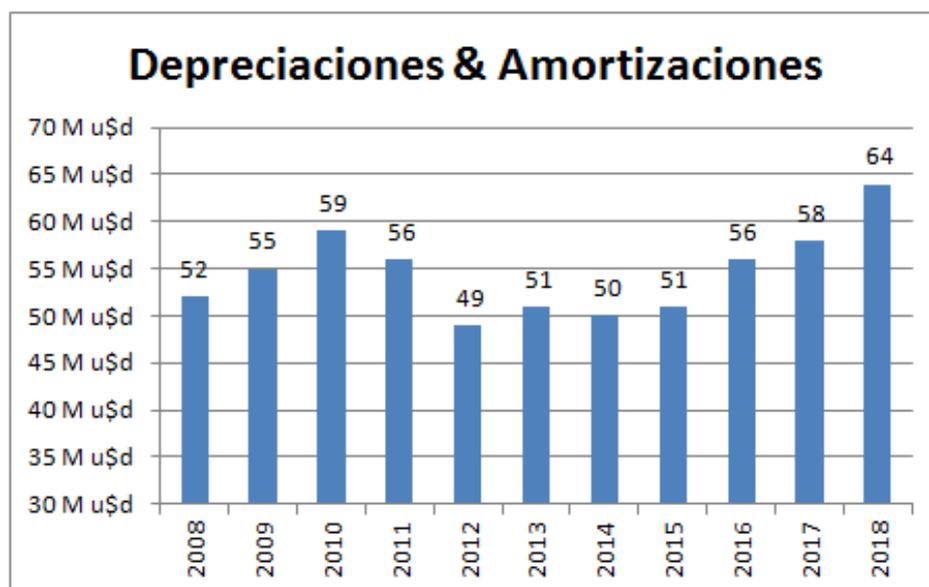
El margen operativo sobre las ventas ha ido creciendo a lo largo de los años. La tendencia alcista es marcada. En el 2018, alcanzó un 32% frente a un 27% en el año 2008. Sólo se generó un desvío en el año 2016. En este periodo Brown-Forman vendió una unidad de negocio por un valor de U\$D 485 millones, como se destaca en el cuadro de resultados. Eso generó un margen porcentual de 50% sobre la venta. La venta hace referencia a las marcas Southern Comfort y Tuaca trademarks. La primera es una marca de licor estadounidense, a base de alcohol rectificado con frutas, especias y sabores de whiskey. La segunda, en cambio es más bien un licor “brandy” de origen italiano, con sabores de naranja y vainilla. En ambos casos, las marcas fueron adquiridas por Sazerac Company.

Sazerac Company, Inc. es una compañía privada estadounidense de bebidas alcohólicas y, al igual que Brown-Forman tiene sede en Louisville, Kentucky. Cuenta con nueve destilerías, tiene 2,000 empleados y opera globalmente. Posee ingresos anuales de aproximadamente U\$D mil millones provenientes de la venta de aproximadamente 300 marcas de licores.<sup>20</sup>

### 2.4.1.5 Depreciaciones y Amortizaciones

Debajo se muestra la evolución de las depreciaciones y amortizaciones en los últimos 11 años para luego analizar el EBITDA.

<sup>20</sup> Fuente: [https://en.wikipedia.org/wiki/Sazerac\\_Company](https://en.wikipedia.org/wiki/Sazerac_Company)



*\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.*

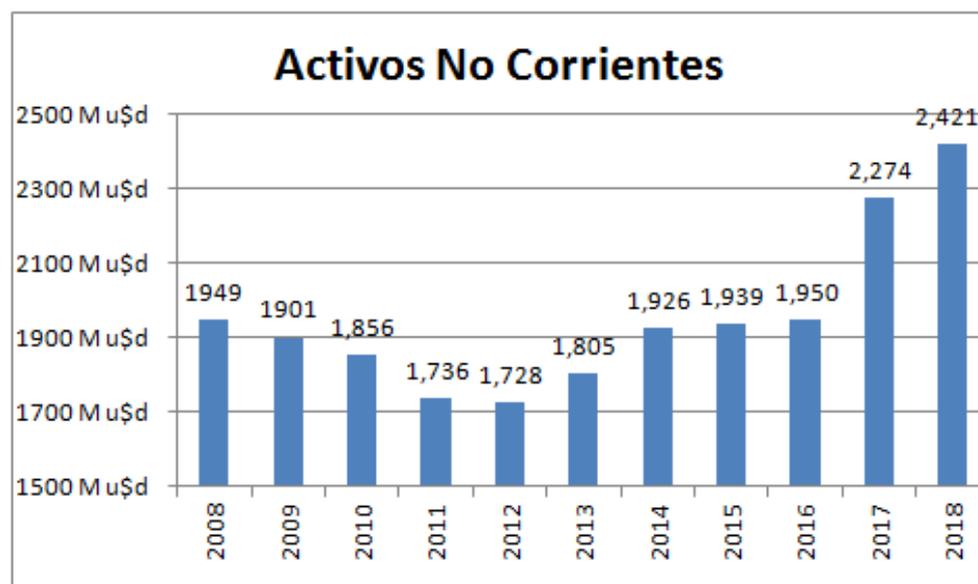
Las depreciaciones y amortizaciones evidencian una tendencia alcista en los últimos años. En el año 2018, totalizaron U\$D 64 millones. Esto representa un incremento de 23% respecto del año 2008.

La media fue de U\$D 54,6 millones, por lo que el último año, las depreciaciones y amortizaciones representaron un 17% por encima de la misma. A priori, esto puede resultar llamativo. De todas maneras, una vez interiorizado en los últimos movimientos e inversiones de la compañía, el análisis resulta justificado.

La compañía invirtió fuertemente en ampliación de destilerías, ampliación de depósitos e instalaciones los últimos años, y esto repercute directamente en este asiento contable.

Es importante observar el comportamiento de los activos no corrientes a la hora de profundizar el análisis, ya que hay una correlación directa y lógica, entre ambos conceptos.

#### **2.4.1.6 Activos no Corrientes**



*\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.*

En cuanto a activos no corrientes, claramente se nota una tendencia alcista a partir del año 2012, con un crecimiento marcado a partir del 2016.

En el año 2018, el total fue U\$D 2.421 millones. Esto representa una suba de 24% respecto del año 2008. Lo importante es estudiar el salto de los últimos años, fuertemente impulsado por inversiones de capital más agresivas. Inversiones que se tradujeron en equipos, plantas y propiedades y por consiguiente afectan esta cuenta.

#### 2.4.1.7 CAPEX

En cuanto a inversiones de capital, desde el año fiscal 2016 hasta el año fiscal 2018, los gastos de capital totalizaron aproximadamente U\$D 350 millones y se centraron en permitir el crecimiento de las marcas de whisky Premium:

- Jack Daniel's: ampliación de instalaciones de depósito de envío y un almacén adicional.
- Woodford Reserve: Ampliación de instalaciones de embotellado y cuatro nuevos almacenes.
- Viejo Forester: construcción de Old Forester destilería y el centro de visitantes en Main Street en Louisville, Kentucky.
- Slane Irish Whisky: apertura de experiencia de consumo en el histórico Slane Castle Estate

Los gastos de capital en tres años fiscales desde 2016 hasta 2018 fueron, en promedio, 32% más altos que el promedio de los cinco ejercicios anteriores al 2016.

Se ha invertido capital para ampliar la capacidad de producción, emprender nuevas iniciativas empresariales y ahorrar costos.

Los proyectos de expansión de capacidad fueron significativos e incluyeron la expansión de sus instalaciones de almacenamiento de envío, un almacén para Jack

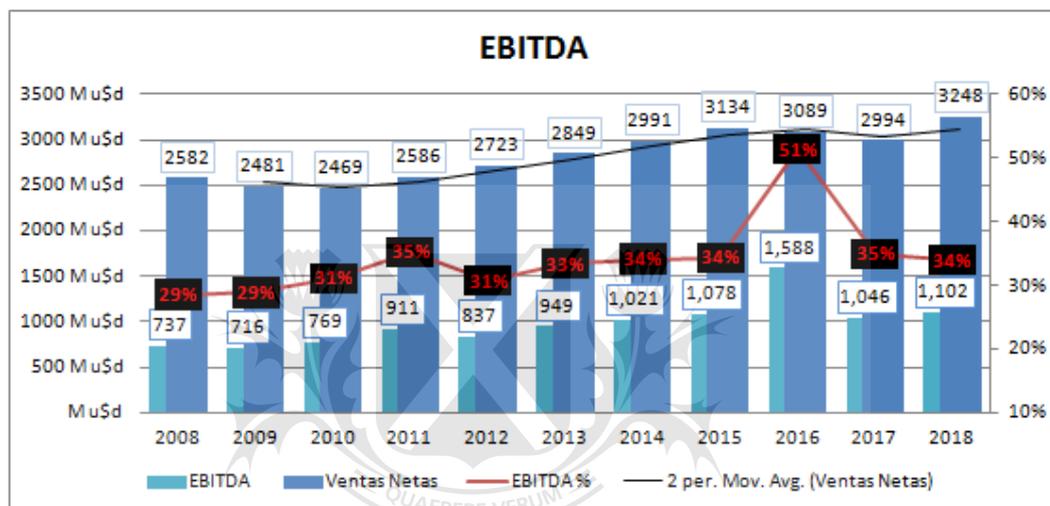
Daniel's, una instalación de embotellado ampliada y cuatro almacenes nuevos para Woodford Reserve.

Los proyectos integrados de destilería y sedes en Old Forester y Slane Irish Whiskey fueron los principales nuevos negocios.

La iniciativa de ahorro de costos más importante fue el proyecto de automatización en curso, en sus instalaciones de Brown-Forman Cooperage.

Finalmente, se expone la evolución del EBITDA, sobre las ventas.

#### 2.4.1.8 EBITDA



\*Fuente: Elaboración Propia en base a los formularios 10-K presentados a la SEC.

Se incorpora al análisis, para mayor visualización, la tendencia promedio de dos periodos. Para el concepto de EBITDA, es concluyente el mismo diagnóstico que el realizado en el resultado operativo.

Habiendo realizado un análisis de los costos y gastos, se puede expresar que la empresa conserva una prolijidad financiera sobresaliente que repercute favorablemente en el EBITDA, junto a un sólido crecimiento en ventas, año tras año.

## 2.4.2 Evolución del estado de Situación Patrimonial (2018-2017)

Brown - Forman Balance Consolidado

(U\$D en millones)

	2018	2017	Var en	
			%	u\$D
<b>Activos</b>				
Caja	239	182	31%	57
Cuentas a Cobrar	639	557	15%	82
Inventarios:				
Whiskey Barril	947	873	8%	74
Productos Terminados	225	186	21%	39
Productos en Proceso	117	119	-2%	(2)
Materia Prima	90	92	-2%	(2)
Total Inventario	1,379	1,270	9%	109
Otros Activos Corrientes	298	342	-13%	(44)
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>2,555</b>	<b>2,351</b>	<b>9%</b>	<b>204</b>
Propiedades, Planta, Equipos	780	713	9%	67
Bienes Intangibles	763	753	1%	10
otros Bienes Intangibles	670	641	5%	29
Impuestos Diferidos	16	16	0%	-
Otros Activos No corrientes	192	151	27%	41
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>2,421</b>	<b>2,274</b>	<b>6%</b>	<b>147</b>
<b>Total Activos</b>	<b>4,976</b>	<b>4,625</b>	<b>8%</b>	<b>351</b>
<b>Pasivos</b>				
Cuentas a Pagar	581	501	16%	80
Provisiones	25	9	178%	16
Deuda Corto Plazo	215	211	2%	4
Porcion Corriente Deuda Largo Plazo	249	249	-100%	(249)
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>821</b>	<b>970</b>	<b>-15%</b>	<b>(149)</b>
Deuda Largo Plazo	2,341	1,689	39%	652
Impuestos Diferidos	85	152	-44%	(67)
Provisiones Pension y Beneficios	191	314	-39%	(123)
Otros Pasivos	222	130	71%	92
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>2,839</b>	<b>2,285</b>	<b>24%</b>	<b>554</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>3,660</b>	<b>3,255</b>	<b>12%</b>	<b>405</b>
Resultados Acumulados	1,730	4,470		
Otros Ingresos o Perdidas netas de Impuestos	(378)	(390)		
Acciones Ordinarias Clase A	25	25		
Acciones Ordinarias Clase B	47	43		
Adicionales de Capital	4	65		
Acciones de Tesoreria	(112)	(2,843)		
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>1,316</b>	<b>1,370</b>	<b>-4%</b>	<b>(54)</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>4,976</b>	<b>4,625</b>	<b>8%</b>	<b>351</b>

\* Fuente: Formulario 10-K presentado a la SEC. Abril 30, 2018.

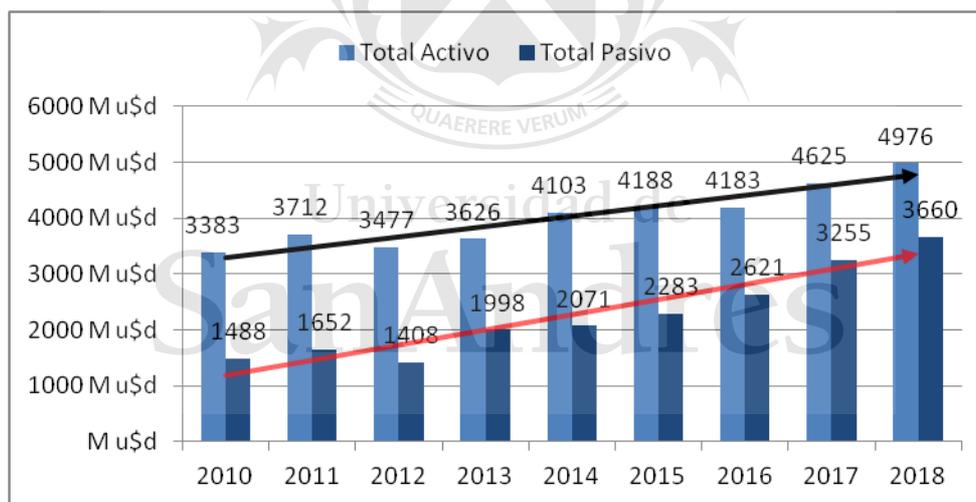
### 2.4.2.1 Estructura de Capital

Valores expresados en millones.



\*Fuente: Elaboración Propia en base al Formulario 10-K presentado a la SEC. Abril 30, 2018.

Debajo se expone la evolución de activos y pasivos, tanto corrientes como no corrientes, en los últimos 9 años.



\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

Tal como lo indica la línea de tendencia, es levemente más pronunciado el crecimiento del pasivo total, y eso se explica a partir de la deuda emitida, los últimos años. Deuda que permitió tomar decisiones de inversión para continuar creciendo, como también para recomprar acciones.

Al igual que muchas compañías, en los últimos tiempos, tomaron deuda, como parte de un programa integral de recompra de acciones, aprovechando la deuda barata, anticipándose a la suba de intereses por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Dado que las empresas obtienen capital social mediante la venta de acciones, puede parecer contrario a la intuición que una empresa pueda optar por devolver ese dinero.

Sin embargo, existen numerosas razones por las que puede ser beneficioso para una empresa recomprar sus acciones, incluida la consolidación de la propiedad, la subvaluación y el aumento de sus ratios financieros clave. En definitiva, la recompra de acciones en circulación puede ser una forma simple de pagar a los inversores y reducir el costo general del capital.

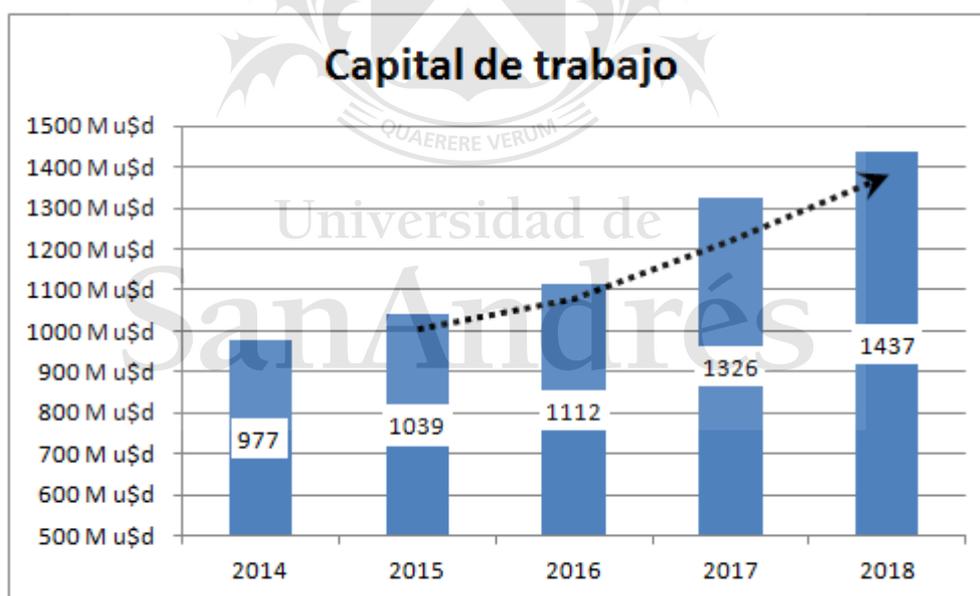
Recientemente, en Julio de 2018, el Directorio de la compañía aprobó una recompra por un valor de U\$D 200 millones tanto en acciones clase A, como clase B.

El sólido balance y el flujo de efectivo de Brown-Forman le brindan la flexibilidad financiera para realizar movimientos amigables para los accionistas, así como un margen para la innovación de productos y la expansión de las operaciones en los mercados emergentes. La compañía tenía efectivo y equivalentes del mismo por un valor de U\$D 239 millones al final del año fiscal 2018.

Cabe mencionar que la recompra más agresiva fue en el año 2016 cuando se autorizó una recompra por un valor de U\$D 1.000 millones.

#### 2.4.2.2 Capital de Trabajo

Cabe hacer un breve análisis de la evolución del capital de trabajo de Brown-Forman, en los últimos 4 años.



*\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC*

Tal como lo indica la línea de tendencia promedio móvil de 2 períodos, hay un crecimiento pronunciado desde el año 2015 al 2018.

El capital de trabajo se conforma por las cuentas contables de inventario, cuentas a cobrar y pago a proveedores. El inventario totalizó U\$D 1.379 millones en 2018, mostrando un crecimiento del 56% respecto del año 2014, mientras que las cuentas a cobrar crecieron un 12%, totalizando U\$D 639 millones el último año. En cuanto a pago a proveedores, la cuenta creció un 23%, también respecto del año 2014. El total del capital de trabajo, creció un 47% durante este periodo.

### 2.4.3 Indicadores Financieros

Debajo el análisis de los principales indicadores que se desprenden del balance consolidado y del cuadro de resultados. El parámetro que elegí en este caso para realizar la comparativa es el de Diageo. El mismo, es el competidor más grande de Brown-Forman, como ya se ha mencionado.

#### 2.4.3.1 Ratios de liquidez

	DIAGEO	BROWN - FORMAN	
	2018	2018	2017
Corriente = Activo Cte. / Pasivo Cte.	1.37	3.11	2.42
Ácida = (Activo Cte. - Inventarios) / Pasivo Cte.	0.6	1.4	1.1
Rotación de inventarios = Ventas / Inventarios	2.4	2.4	2.4

\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

En el análisis de los indicadores de liquidez podemos observar que la empresa cuenta con cierta robustez al mostrar estabilidad en el paso de los años, teniendo bajo control su rotación de inventarios y presentando a su vez un fuerte test ácido. En cuanto al test corriente es notable la diferencia que mantiene con un competidor directo como Diageo.

#### 2.4.3.2 Ratios de gestión de activos

	DIAGEO	BROWN - FORMAN	
	2018	2018	2017
Periodo promedio de cobro = Ctas. a Cobr. / (Vtas./360)	81.2	70.8	67.0
Rotación del activo fijo = Ventas / Activo no Cte. neto	0.6	1.3	1.3
Rotación del activo total = Ventas / Activo	0.4	0.7	0.6

\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

Por el lado de la gestión de activos, el periodo promedio de cobro presenta un aumento interanual (+6%). Al aumentar el plazo de cobro debería disminuir el saldo de Caja y aumentar el saldo de Cuentas a cobrar. Al disponer de menos efectivo, también aumentarían la Cuentas a pagar. De todas maneras no es alarmante la suba en este indicador aunque es una señal concreta para monitorear en los años próximos. Por otro lado, expone un mejor indicador que Diageo, en este rubro. En cuanto al índice de rotación del activo, se observa estabilidad.

#### 2.4.3.3 Ratios de gestión de deuda

	DIAGEO	BROWN - FORMAN	
	2018	2018	2017
Deuda total-Activo total = (Activo - P.N.) / Activo	61%	74%	70%
Apalancamiento o Deuda-Capital Propio = (Activo - Patrimonio Neto) / Patrimonio Neto	1.5	2.8	2.4
Cobertura de intereses = EBIT / Intereses	7.3	14.0	16.0

\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

En cuanto a la gestión de deuda, observamos lo que ya se ha mencionado en cuanto al apalancamiento. Crece un 17% el último año desde el valor de 2.4 en 2017, e indica la agresividad de la empresa, emitiendo deuda para crecer orgánicamente y traduciendo estas fuertes inversiones en mejores ventas. Analizando el ratio de cobertura de intereses es llamativo como en la competencia, es mucho mayor el peso de los intereses sobre el EBIT.

### Composición de la deuda financiera

Brown-Forman Corporation anunció el 22 de marzo del año corriente bonos con cupón fijo de 3.5%, con vencimiento en abril de 2025, y bonos con cupón fijo de 4% a vencer dentro de 20 años, en abril de 2038.

Debajo la composición de la deuda financiera, que totaliza U\$D 2.341 millones. Se detalla la moneda de emisión y el principal. Cabe recordar que estas “notas” son bonos, que tienen prioridad sobre otras notas no garantizadas en caso de quiebra. Las notas senior deben pagarse primero, si los activos están disponibles en el caso de una liquidación de la empresa. Una nota sénior paga una tasa de interés de cupón más baja en comparación con los bonos junior no garantizados, ya que la deuda sénior tiene un mayor nivel de seguridad y un menor riesgo de incumplimiento.

Los pagos de la deuda requeridos durante los próximos cinco años fiscales consisten en U\$D 0 en 2019, U\$D 0 en 2020, U\$D 0 en 2021, y U\$D 0 en 2022.

<b>30 de Abril</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
1.00% Nota senior, u\$d 250 principal, vence 15 Enero 2018	249	
2.25% Nota senior, u\$d 250 principal, vence 15 Enero 2023	248	248
3.50% Nota senior, u\$d 300 principal, vence 15 Abril 2025	-	296
1.20% Nota senior, € 300 principal, vence 7 Julio 2026	324	361
2.60% Nota senior, £ 300 principal, vence 7 Julio 2028	383	408
4.00% Nota senior, u\$d 300 principal, vence 15 Abril 2038	-	293
3.75% Nota senior, u\$d 250 principal, vence 15 Enero 2043	248	248
4.50% Nota senior, u\$d 500 principal, vence 15 Julio 2045	486	487
	<b>1,938</b>	<b>2,341</b>
Menos Porción corriente	<b>249</b>	
	<b>1,689</b>	

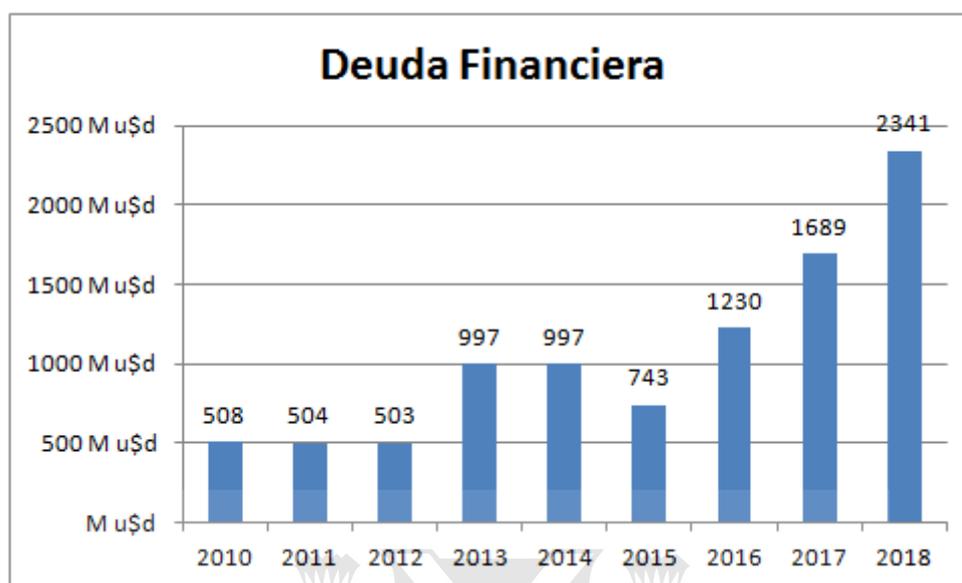
\*Fuente: Formulario 10-K presentado a la SEC, Abril 2018.

Debajo se expone el crecimiento de la deuda de largo plazo. Al cierre del año fiscal 2018, el balance consolidado exhibe un valor total de U\$D 2.341 millones. Si se compara con el valor de U\$D 743 millones del año 2015, el crecimiento es del 215%. Este dato explica el crecimiento de la empresa, pero también de alguna forma explica cuan artificial puede ser la capitalización bursátil.

En las últimas décadas puede notarse claramente un cambio en la forma en la cual las empresas distribuyen efectivo a sus accionistas. Cada vez son menos las que eligen pagar altos dividendos y en cambio se vuelcan más hacia las recompras de sus propias acciones.

Existe una clara relación positiva entre la cotización de un instrumento financiero y sus ganancias o su valor patrimonial por ejemplo. Si la empresa hace una recompra sus beneficios totales son los mismos pero la cantidad que se negocia en el mercado disminuye. Al incrementarse las ganancias correspondientes a cada acción, su precio

de debería aumentar también. Además el hecho de establecer un comprador recurrente y estable contribuye a los aumentos de la cotización en forma directa.<sup>21</sup>



\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

#### 2.4.3.4 Ratios de rentabilidad

	DIAGEO		BROWN - FORMAN	
	2018	2018	2018	2017
Margen de beneficio neto = Resultado Neto / Ventas	26%	22%	22%	22%
Potencial de generación de beneficios operativos = EBIT / Activo	12%	21%	21%	21%
ROA = Resultado Neto / Activo	11%	14%	14%	14%
ROE = Resultado Neto / Patrimonio Neto	27%	54%	49%	49%

\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC

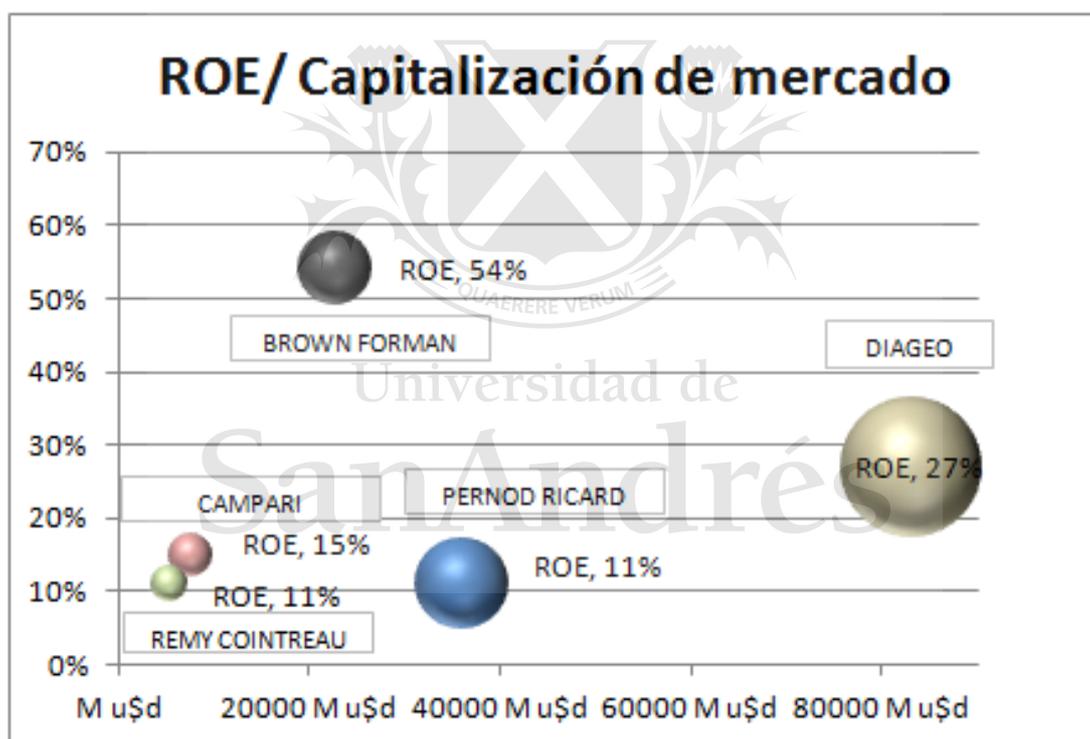
Finalizado el análisis de los indicadores de endeudamiento se procede a evaluar la rentabilidad. Los márgenes exponen robustez; sobre todo el parámetro de potencial de generación de beneficios operativos. Lo que puede inferir una “espalda” financiera sólida en caso de caída en ventas en uno o incluso dos años por temas de mercado o incluso malas decisiones a nivel gerencial.

Tanto el ROA, como el ROE, son dos de los indicadores financieros más importantes, y utilizados por las empresas para medir su rentabilidad. En este caso muestran números similares interanualmente. Siempre es importante, analizar ambos indicadores, ya que el ROE; pasa por alto el ratio de endeudamiento, el cuál es una medida del riesgo de la empresa (a mayor endeudamiento, mayor probabilidad de incumplimiento); mientras que el ROA se concentra en la rentabilidad de los activos de la empresa, lo cual es indistinto a las fuentes de financiamiento. Otro punto a considerar es el efecto apalancamiento positivo, producido ya que el ROE es superior al ROA. Esto sugiere que el costo medio de la deuda es inferior a la rentabilidad económica (ROA). En este caso, la financiación de parte del activo con deuda podría haber posibilitado el crecimiento de la rentabilidad financiera (ROE).

<sup>21</sup> Fuente: <http://www.saladeinversion.com/>

El ROE simplemente manifiesta cuánta deuda se está empleando, no cuán efectiva es, y esto se debe tener en cuenta dado que puede ocultar potenciales inconvenientes. Si los inversores no son cautos, puede desviar la atención de los fundamentos comerciales y dar lugar a imprevistos. Las empresas pueden recurrir a estrategias financieras para mantener artificialmente un ROE saludable (por un tiempo) y ocultar el desempeño deteriorado en los fundamentos de negocios. El aumento del apalancamiento de la deuda y la recompra de acciones financiadas a través del efectivo acumulado puede ayudar a mantener el ROE de una empresa, aunque la rentabilidad operativa se esté erosionando. La creciente presión competitiva combinada con tasas de interés artificialmente bajas, características de las últimas dos décadas, crea un incentivo potente para participar en estas estrategias para mantener contentos a los inversores.

El análisis amerita extender las variables al resto de la competencia. Debajo, el resultado del último año en los principales jugadores del mercado.



*\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC*

Se observa que Diageo, cuya capitalización bursátil supera los U\$D 80.000 millones, tiene un ROE del 27%, mientras que Brown-Forman alcanza el 54%, con una capitalización de mercado de U\$D 22.700 millones al 10 de Octubre del 2018. Resulta muy interesante el dato, ya que supera a todos los grandes competidores. El promedio arroja un 12% entre el resto de la competencia.

Como mencionado, la compañía se encuentra muy apalancada y así el ROE, puede guiar a conclusiones equivocadas, si no se lo estudia en profundidad.

Un factor relevante a considerar es la salud financiera. Para ello, es pertinente el estudio del balance. Como hemos visto, los números son robustos.

Por otro lado, el ROE se puede dividir en tres razones útiles: margen de ganancia neta, rotación de activos y apalancamiento financiero. Esto se llama la Fórmula Dupont.

El sistema DuPont de análisis financiero conjunta las razones y proporciones de actividad con las de rendimiento sobre ventas, dando como resultado la forma en que ambas interactúan para determinar el rendimiento de los activos. Este método también es conocido como Rendimiento sobre Activos Totales y mide la eficiencia de la empresa en el aprovechamiento de los recursos involucrados en ella.

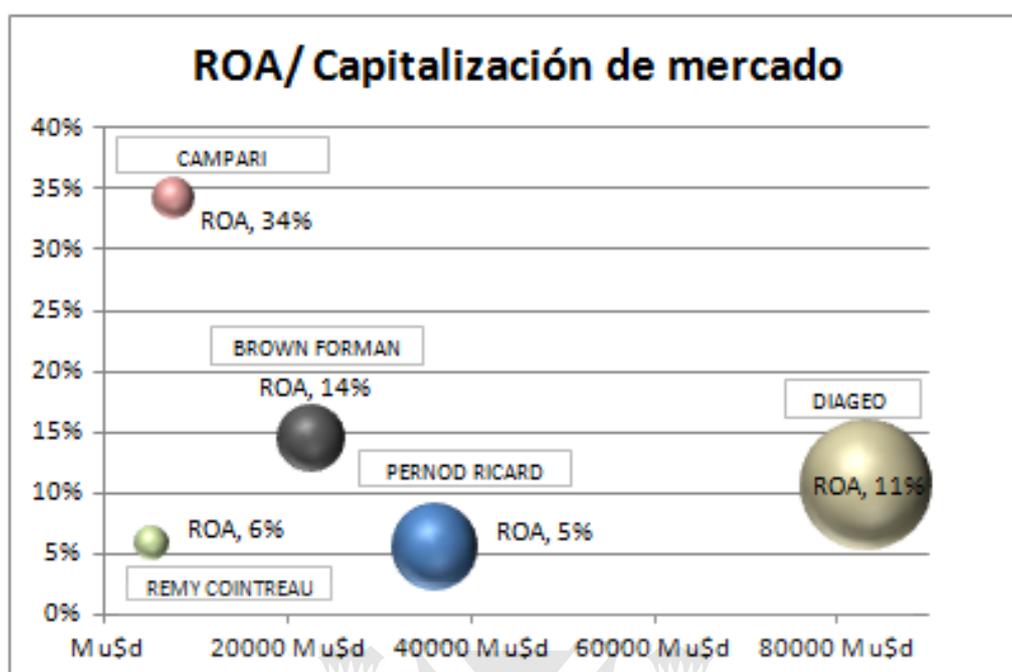
	DIAGEO	BROWN - FORMAN	
	2018	2018	2017
<i>Margen de ganancia neta</i>	25.8%	22.1%	22.3%
<i>Rotación de Activos</i>	40.9%	65.3%	64.7%
<i>Apalancamiento Financiero</i>	253.7%	378.1%	337.6%
<b>ROE</b>	<b>26.84%</b>	<b>54.48%</b>	<b>48.83%</b>

*\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC*

Esencialmente, el margen de ganancia neta indica cuánto dinero gana la compañía después de pagar todos sus gastos. El otro componente, la rotación de activos, ilustra la cantidad de ingresos que Brown-Forman puede obtener de su base de activos. La proporción más interesante, y que refleja la sostenibilidad de su ROE, es el apalancamiento financiero. Podemos evaluar si Brown-Forman está alimentando el ROE aumentando excesivamente la deuda. Idealmente, Brown-Forman debería tener una estructura de capital equilibrada, que podamos verificar observando la relación histórica de deuda sobre capital de la empresa. Actualmente, la deuda de corto plazo es de U\$D 215 millones, mientras la deuda de largo plazo alcanza los U\$D 2.341 millones, como lo indica el balance consolidado. Ahora bien, esta proporción (deuda/patrimonio neto) se sitúa en el 194,22%, que es relativamente alta. Esto significa que el ROE superior al promedio es impulsado por su alto apalancamiento y su capacidad para aumentar las ganancias depende de una gran carga de deuda.

No resulta llamativo, considerando el historial financiero de la compañía, la estabilidad de los ratios interanuales. Es interesante ver el comparativo con la competencia. En este caso Diageo, supera en margen de ganancia neta a Brown-Forman, pero sin embargo tanto en rotación de activos como en apalancamiento financiero es superado.

Una vez hecho el análisis del ROE, se avanza sobre la evaluación del ROA.



*\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC*

En este caso, el promedio de las 5 compañías es de 14%. Por lo cual Brown-Forman, exhibe un correcto desempeño financiero. Más aún si se lee que el ROA, de Campari, con una capitalización bursátil de U\$D 7.700 millones, está muy por encima de la media.

Tanto Remy Cointreau, cuya capitalización de mercado es aproximadamente U\$D 5.500 millones, como Pernod Ricard, cuya capitalización bursátil, supera los U\$D 36.000 millones exponen los peores indicadores.

Por último cabe destacar la evolución de estos 2 indicadores en Brown Forman, en los últimos 4 años, para tener una fotografía aún más completa.

	2015	2016	2017	2018
<b><u>ROA</u></b>	16%	26%	14%	14%
<b><u>ROE</u></b>	36%	68%	49%	54%

*\*Fuente: Elaboración Propia en base a formularios 10-K presentados a la SEC*

El ROA, por lo general se mantiene estable, mientras que el ROE varía, aunque siempre con valores elevados. Las razones de esto último, fueron expuestas anteriormente y explican estos valores.

### **3 Valuación**

#### **3.1 Valuación por método de Flujo de Fondos Descontados**

La valuación de la compañía fue realizada a través del método de flujo de fondos descontados, el cual considera el valor presente de los flujos de fondos futuros que la compañía objeto de análisis podría generar en un determinado periodo de tiempo. Dicho de otro modo, el flujo de caja descontado, que permite cuantificar los recursos propios de una empresa, como su valor de explotación disponible para todos los inversores, neto del valor del endeudamiento y, otros derechos de los inversores. En síntesis, el DCF consiste en medir la capacidad que posee la empresa de generar riqueza futura.

Adicionalmente, este método permite identificar cuáles son las áreas clave de apalancamiento y ayuda a encontrar puntos de valor. Por otro lado, se puede aplicar de modo coherente a distintos niveles de agregación, como por ejemplo, la empresa en su conjunto o cada una de las unidades de negocio.

A fin de llevar a cabo la valuación por el método indicado, se realizaron diferentes pasos:

- Análisis de la compañía, la industria en la que se desarrolla sus actividades y determinación de supuestos.
- Estimación de las proyecciones de flujo de fondos libre de la compañía
- Cálculo de la tasa de descuento o costo de capital a ser utilizado en esta valuación
- Determinación del valor terminal
- Cálculo del valor presente y determinación del rango de valuación de la compañía.

##### **3.1.1 Flujo de Fondos**

El Flujo de fondos libre o FCF<sup>22</sup> es la caja generada por las operaciones de la empresa, después de impuestos, sin tomar en consideración la deuda de la misma. Representa todos los fondos disponibles en la empresa después de haber cubierto todos los requerimientos de Activos fijos y de capital de trabajo sin tener en cuenta los pagos de deuda (capital e interés) de la empresa.

Estos flujos van a ser proyectados en función de la información financiera histórica, como así también de los factores claves que hacen a la industria de las destilerías, que fueron explicadas previamente. Además, se pueden incluir determinados factores macroeconómicos que la afecten directamente. En cuanto al horizonte temporal, considero que es necesario proyectar estos flujos a siete años.

---

<sup>22</sup> De las sigla en inglés Free Cash Flow

De acuerdo al autor Damodaran en su libro “Applied Corporate Finance” las tasas de crecimiento pueden ser obtenidas a partir de la historia de la firma, o a través de la opinión de múltiples analistas sobre lo que puede ocurrirle a la empresa en su industria.<sup>23</sup>

El FCF se calcula como = EBIT \* (1-T) + Depreciaciones & Amortizaciones – Inversiones de Capital (CAPEX) – Variación de Capital de Trabajo.

Se proyectan estos flujos nominales en dólares a la firma a siete años más un término adicional denominado “valor terminal”. La valuación se realizará sobre 3 escenarios. A continuación se desarrolla el escenario base.

**Para la construcción del flujo de fondos se utilizaron determinados supuestos:**

- A fin de proyectar las futuras ventas de la compañía, se abrió el análisis en 2 periodos:
  - Para los primeros 4 años, la proyección de ventas, se construyó a partir de una fuente especializada en la industria de las bebidas espirituosas y sus pronósticos de crecimiento de ventas<sup>24</sup>. A su vez se asume un incremento en la cuota de mercado de 1 punto porcentual de acuerdo a un supuesto derivado del análisis realizado en el apartado de estrategia competitiva, del presente trabajo. Esto da un valor de 4% de crecimiento en la tasa compuesta de crecimiento anual o CAGR.

*	CAGR Esperado	
	2019 - 2022	% Vol
EEUU	3.5	47%
EUROPA	1.9	27%
MEXICO	4.3	5%
AUSTRALIA	3.2	5%
Otros	2	16%
<b>CAGR Ponderado</b>	<b>3</b>	

\* Fuente: Statista

- Para los restantes 3 años, la proyección de ventas es de un 3% en línea con la información histórica de la compañía.
- El costo de mercadería vendida representa un 32% sobre las ventas netas, al igual que en el año 2017 y 2018, como se analizó en el apartado de análisis financiero, del presente trabajo.
- Los gastos de publicidad representan un 13% sobre las ventas netas, al igual que en el año 2017 y 2018, como se analizó en el apartado de análisis financiero, del presente trabajo.

<sup>23</sup> Fuente: Damodaran, “Applied Corporate Finance”, Chapter 12: Valuation, principles and practices , página 597

<sup>24</sup> Fuente Statista

- Los gastos de comercialización, de administración y generales representan un 23% sobre las ventas netas, al igual que el promedio de los años 2017 y 2018.
- Las Depreciaciones y Amortizaciones se proyectan en función del crecimiento esperado de las inversiones de capital y de los activos no corrientes.
- El capital de trabajo se asume en función de ventas. Es decir, el Activo Corriente crece al mismo ritmo que las ventas. El Pasivo Corriente, representa un 36% sobre el Activo Corriente, como lo indica el promedio de los últimos 3 años.
- En cuanto a las inversiones de Capital o CAPEX para año fiscal 2019, se espera que los gastos de capital sean de aproximadamente U\$D 130 millones. Para el 2020 y 2021 se mantendrán elevados a medida que completan varios proyectos clave, plurianuales.<sup>25</sup>
- La tasa impositiva utilizada es un promedio simple de las diferentes tasas impositivas vigentes en los diferentes países en que la compañía opera, que en este caso es del 23%.

### 3.1.2 Tasa de Descuento: WACC

Al cotizar en bolsa, se estima la tasa a la cual descontar el flujo de fondos mediante la metodología del Costo Promedio Ponderado del Capital WACC<sup>26</sup> utilizando el modelo CAPM.<sup>27</sup>

$$WACC = k_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{V}\right) + k_e * \left(\frac{E}{V}\right)$$

La estimación del WACC se compone entonces de los siguientes parámetros:

- Ke: Coste de los Fondos Propios (Ke)
- Kd: Coste de la Deuda Financiera (Kd)
- t: Impuesto de sociedades.
- D: Deuda financiera.
- E: Fondos propios.
- V: Deuda financiera + Fondos Propios (D+E).

Dónde Ke, que se refiere al costo del equity, se estimará como:

$$Ke = R_f + \beta \times ERP$$

<sup>25</sup> Fuente: FY18 Reporte Anual Brown-Forman

<sup>26</sup> De su sigla en inglés: Weighted Average Cost of Capital

<sup>27</sup> Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros, conocido por las siglas en inglés de Capital Asset Pricing Model

- Tasa libre de riesgo o  $r_f$ <sup>28</sup>: Se utilizará la tasa de los bonos a 10 años del tesoro de Estados Unidos a la fecha de corte de esta valuación (10/10/2018).  $R_f = 3,22\%$
- Beta: Para calcularlo, se parte de la definición de Sharpe (1964) que plantea que el Beta de un activo no es el coeficiente de volatilidad del activo, el cual nos muestra cuanto varia el rendimiento del activo en función de las variaciones del rendimiento del mercado en el cual se encuentra dicho activo. Es así como el Beta puede tomar valores mayores o menores a 1, dichos valores muestran la relación del activo con el mercado, de tal forma que:
  - Un Beta mayor a 1 nos indica que el activo es agresivo, es decir, una variación del mercado provoca una variación mayor a este en el activo. Lo anterior es favorable cuando el mercado está en etapa de crecimiento pero no cuando está en etapa de recesión, por eso estos activos poseen un mayor riesgo sistemático.
  - Un Beta igual a 1 nos indica que el activo es neutral, es decir, una variación del mercado provoca la misma variación en el activo.
  - Un Beta menor a 1 nos indica que el activo no es agresivo, es decir, una variación del mercado provoca una variación menor a este activo. Lo anterior indica que dichos activos varían menos que el mercado en su conjunto, por eso estos activos poseen un menor riesgo sistemático.

Existen diferentes metodologías para calcular el Beta. Se puede calcular de varias maneras, ya sea como una relación entre los rendimientos del precio de la acción versus el rendimiento del índice del mercado o se puede plantear su cálculo de manera contable, es decir, utilizando los estados financieros de la empresa para calcular el ROE y el ROA como índices de rentabilidad de la empresa y enfrentarlos contra el índice del mercado.

No existe una verdad única o generalizada sobre cuál es la mejor forma a la hora de obtener el beta de una empresa. Hoy en día incluso, a la hora de valuar las empresas, algunas valuaciones optan por tomar el beta de una fuente secundaria con lo cual hacen caso omiso de los problemas que pueda tener esto.

En este caso, se toma en consideración la regresión entre Brown – Forman, compañía listada en el NYSE y el índice S&P 500 (Standard & Poor's). Los datos empleados fueron mensuales, considerando un periodo de tiempo de 8 años.

**La fórmula se expone a continuación:**

$$R_i = \alpha + \beta \cdot R_M$$

Donde

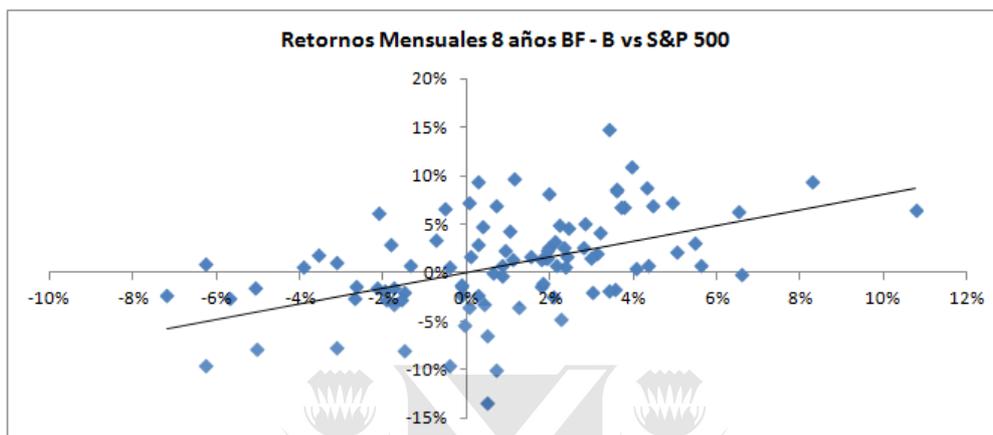
- $R_i$  : Rendimiento de la inversión i.

---

<sup>28</sup> De su sigla en inglés Risk Free

- $\alpha$  : Intercepto
- $\beta$  : Pendiente de la línea recta que representa el Beta.
- $R_m$  : Rendimiento del mercado.

Teniendo como base lo anterior, se calculó la pendiente de dicha regresión, cuyo resultado se muestra en el siguiente gráfico de dispersión:



\*Fuente: Elaboración Propia en base a información obtenida de Finance Yahoo.

El resultado de la pendiente es de 0.77. Se contrastó este resultado a su vez con sus principales competidores. Por un lado Diageo muestra un Beta de 0.61 mientras que Pernod Ricard expone un Beta de 0.52<sup>29</sup>. El análisis derivado del des apalancamiento por industria (Damodaran) en este caso no resulta convincente, ya que la industria de bebidas alcohólicas engloba al sector cervecero con correlaciones más precisas respecto del índice S&P, lo que genera una distorsión.

a. *Prima de Riesgo o E.R.P.*<sup>30</sup>: Se estima como el retorno estimado del mercado menos la tasa libre de riesgo  $R_f$ .<sup>31</sup> (ERP = Retorno del Mercado –  $R_f$ )

Retorno del Mercado: Para estimar el retorno del Mercado se utilizaron los retornos anuales promedio de los últimos 50 años del S&P 500. Retorno del Mercado = 8,38%

Al restarle al Retorno del Mercado la tasa libre de Riesgo (3.22%) obtenemos un ERP = 5,16%

Luego el  $K_e$  resulta:

$R_f$	3.22%
Beta ( $\beta$ )	0.77
Equity Risk Premium	5.16%
<b>Costo del Equity (<math>K_e</math>)</b>	<b>7.2%</b>

<sup>29</sup> Fuente: Yahoo finance. Retornos anuales, para un periodo de 3 años al 10.10.2018

<sup>30</sup> De su sigla en inglés, Equity Risk Premium

<sup>31</sup> De su sigla en inglés, Risk Free

2) Costo de la Deuda (Kd): se utiliza el rendimiento de 4.46 % (rendimiento al vencimiento) con fecha de 10.10.2018. Dicho rendimiento corresponde con la última emisión de Notas Senior cuyo vencimiento es el 15 de Julio del 2045, y cuyo cupón fijo es de 4.5%.

3) Estructura de capital:

*en millones u\$d	2018
Deuda Corto Plazo (D)	\$ 215
Deuda Largo Plazo (D)	\$ 2,341
<b>Deuda Total (D)</b>	<b>\$ 2,556</b>
Market Cap BF	\$ 22,700
<b>D/(D + E)</b>	<b>10.12%</b>
<b>E/(D + E)</b>	<b>89.88%</b>

Luego el WACC obtenido resulta:

<b>Ke</b>	<b>7.18%</b>
<b>Kd</b>	<b>4.46%</b>
<b>t</b>	<b>21.00%</b>
<b>D/(D + E)</b>	<b>10%</b>
<b>E/(D + E)</b>	<b>90%</b>
<b>Kwacc</b>	<b>6.81%</b>

### 3.1.3 Valor terminal

A efectos de la valuación y que los flujos a considerar no se prolonguen en el tiempo indefinidamente, se utiliza un valor, denominado “valor terminal”, que cuantifica el valor de los flujos una vez terminado el periodo de proyección (en este caso bajo análisis, de siete años). Es decir, considera el valor del flujo del último año proyectado como una perpetuidad que crecerá a una tasa constante asumida.

El valor terminal se calcula como:

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCFF}_t \times \frac{\text{FCFF}_t \times (1 + g)}{(\text{WACC}_t - g)}$$

La tasa “g” de crecimiento utilizada será del 3.6%. Esta tasa es el resultado de una ponderación a partir de diversas fuentes especializadas y considerando el volumen de venta por mercado de la compañía. Las principales fuentes surgen de la proyección por parte del Congressional Budget Office (CBO) en su Suplemento de información de Abril

2018 “The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028”<sup>32</sup>, y de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

### 3.1.4 Resultado de Valuación. Enterprise Value. Equity Value.

La valuación realizada en el escenario base presentado, mediante la suma de cada uno de los flujos de fondos, incluyendo el valor terminal, descontados al presente, obtiene como resultado el denominado “enterprise value”

El enterprise value de la compañía a Octubre 2018, resultado de la valuación realizada es de **U\$D 23.227 millones** y el valor del equity obtenido es U\$D 20.432 millones.

VALUACIÓN	
Suma de Flujos Descontados ( Millones u\$D)	23,227
Caja e Inversiones de Corto Plazo (Millones)	454
Deuda Financiera ( Millones u\$D)	2,341
<b>Valor del Equity (Millones u\$D)</b>	<b>20,432</b>
Acciones (en millones)	480
Precio por Accion (u\$D)	43

### 3.1.5 Escenario Pesimista

En el escenario pesimista se tomaron en consideración los siguientes supuestos:

- A diferencia del escenario base, las ventas crecen el primer año un 4,5% en lugar del 6%, producto principalmente de un mayor fortalecimiento al esperado, del U\$D frente a otra monedas y menor penetración en mercados emergentes. Luego se asume una caída en ventas del 3% en el 2020 y 2% en el 2021, producto de una caída generalizada en la industria principalmente. Por lo cual no se estarían cumpliendo las proyecciones de la fuente especializada, remitida en el escenario base. De cumplirse este pronóstico, la compañía estaría retornando a niveles del año fiscal 2018. Se asume que retoma la senda del crecimiento recién a partir del año 2023, para crecer un 1%, luego un 1,5% en 2024 y un 2% en 2025.
- El margen bruto se comprime, producto de un mayor costo de mercadería vendida, que en este caso representa un 34% sobre las ventas netas, lo que significa 200 puntos básicos por sobre el 32% del el escenario base.
- Con relación al punto anterior, Brown Forman también pierde eficiencia y sus gastos de comercialización, de administración y generales comienzan un crecimiento en la misma proporción que la inflación esperada, y representan un 25% sobre las ventas netas, en lugar de un 23%.
- Se asume un incremento del CAPEX a partir del año 2022, en línea con el estancamiento de ventas.

<sup>32</sup> Fuente: <https://www.cbo.gov/publication/53651>

- Se asume un incremento de depreciaciones y amortizaciones en línea con el incremento de CAPEX, a partir del año 2023.
- El crecimiento a perpetuidad es menor respecto del escenario base y la tasa de crecimiento es del 3,1% en lugar de 3,6%.

En este escenario el valor de la firma obtenido es **U\$D 13.205 millones** y el valor del equity es U\$D 10.410 millones.

VALUACIÓN	
Suma de Flujos Descontados ( Millones u\$D)	13,205
Caja e Inversiones de Corto Plazo (Millones u\$D)	454
Deuda Financiera ( Millones u\$D)	2,341
<b>Valor del Equity (Millones u\$D)</b>	<b>10,410</b>
Acciones (en millones)	480
<b>Precio por Accion (u\$D)</b>	<b>22</b>

### 3.1.6 Escenario Optimista

En este caso fueron alterados los supuestos considerados en el escenario base presentado anteriormente para alcanzar un escenario optimista para la valuación de Brown Forman:

- A diferencia del escenario base, las ventas crecen 50 puntos básicos más por año hasta el valor terminal, impulsado por una combinación de mejores perspectivas en la industria y mayor penetración de mercado. Este último supuesto se apoya principalmente en mejores acciones del departamento de marketing, a través de diversas herramientas vía redes sociales, como analizado en el apartado de análisis financiero en la sección de gastos de publicidad, del presente trabajo.
- El margen bruto mejora, debido a una optimización en los costos y retornando a niveles del año fiscal 2015, cuando el costo de mercadería vendida representaba un 30% sobre las ventas netas.
- Con relación al punto anterior, Brown Forman también optimiza sus gastos de comercialización, de administración y generales. En este caso, representan un 21% sobre las ventas netas en lugar de un 23%
- Los gastos de publicidad son menores medidos porcentualmente sobre las ventas netas. Se asume una optimización en los canales de comunicación y herramientas de promoción, impulsado por mejoras tecnológicas. En este caso representan un 11%, en lugar de un 13%.

En este escenario el valor de la firma obtenido es **U\$D 28.791 millones** y el valor del equity es U\$D 25.996 millones.

VALUACIÓN	
Suma de Flujos Descontados ( Millones u\$d)	28,791
Caja e Inversiones de Corto Plazo (Millones u\$d)	454
Deuda Financiera ( Millones u\$d)	2,341
<b>Valor del Equity (Millones u\$d)</b>	<b>25,996</b>
Acciones (en millones)	480
<b>Precio por Accion (u\$d)</b>	<b>54</b>

### 3.2 Valuación por método de Múltiplos Comparables

En este método de valuación por comparables, el valor de un activo se deriva del precio de mercado de activos comparables. En este caso, la valuación se basa en el uso de referencias de mercado (compañías con cotización pública), lo que permite obtener estimaciones de valor de una forma simple y más rápida que con la metodología de flujo de fondos descontado.

A su vez, resulta indispensable para un respaldo en la toma de decisiones, dentro del análisis fundamental, para complementar las valuaciones realizadas anteriormente, con un análisis de ratios de Brown – Forman Corp. y sus competidores.

Estas comparaciones son de gran utilidad para obtener una mejor comprensión de la posición de la compañía en diferentes aspectos respecto a la situación de sus competidores.

Los competidores seleccionados para este análisis son Diageo PL (Reino Unido), Remy Cointreau (Francia), Pernod Ricard SA. (Francia), Davide Campari-Milano SpA (Italia).

En el presente trabajo se calcularon los ratios financieros que son los siguientes:

- Múltiplo de Valor de Mercado del Equity sobre las ventas
- Múltiplo de Valor de Mercado del Equity sobre EBITDA

A continuación se presentan los principales ratios identificados de los competidores del segmento de destilerías:

	Valor de Mercado del Equity/ Valor de Libros	Valor de Mercado del Equity/ Ventas	Valor de Mercado del Equity / EBITDA
Brown Forman Corp (BF)	17.25	5.40	20.59
Davide Campari-Milano SpA (CPR.MI)	3.26	3.48	14.01
Diageo PLC (DEO)	5.40	5.20	14.07
Pernod Ricard SA. (RI.PA)	2.09	3.44	12.03
Remy Cointreau (RCO.PA)	3.33	4.15	20.99
<b>Promedio Ponderado por Valor de Mercado</b>	<b>6.18</b>	<b>4.70</b>	<b>14.79</b>

*\*Fuente: Elaboración Propia en base a información obtenida de Finance Yahoo.*

Cómo se puede observar BF Corp mantiene un altísimo ratio de “Valor de Mercado del Equity/ Valor de Libros” respecto a sus competidores. Recordemos que la compañía está muy apalancada y el efecto deuda incide en el número que refleja el patrimonio neto. De lo contrario estaríamos hablando de un ratio entre 35 – 40% más bajo. Aun así sería muy superior a sus competidores.

En lo que respecta al ratio de “Valor de Mercado del Equity/ EBITDA” podemos observar que BF Corp. se encuentra muy por encima de sus competidores a excepción de Remy Cointreau, evidenciando una sobrevaloración de la compañía respecto a este ratio que se puede explicar en una expectativa de mejora de sus márgenes, apoyada probablemente en altas expectativas de crecimiento.

En cuanto al ratio de “Valor de Mercado del Equity sobre ventas” se observa que el valor es considerablemente elevado, por lo que a priori, podría ser un indicador de una sobrevaloración por parte del mercado.

Valuación por Múltiplos: Valor de Mercado del Equity/ Ventas	
Promedio Destilerías VME/Ventas	4.70x
Brown - Forman Corp. Ventas (millones USD)	4,201
Valor del Equity (millones USD)	19,739
Millones de Acciones	480
Precio por Acción (USD)	41.10

Valuación por Múltiplos: Valor de Mercado del Equity/ EBITDA	
Promedio Destilerías VME/EBITDA	14.79x
Brown - Forman Corp. EBITDA (millones USD)	1,102.3
Valor del Equity (millones USD)	16,303
Millones de Acciones	480
Precio por Acción (USD)	33.94

#### 4 Conclusión

Analizada la compañía, queda en evidencia el potencial de crecimiento de la misma, para los próximos años, principalmente por la deuda contraída para inversiones de capital y sus objetivos de penetración en diferentes mercados. La compañía tiene como objetivo cercano crecer en forma robusta y orgánica, especializándose en su portafolio tradicional pero sin perder de vista un mercado objetivo más joven. A su vez Brown Forman parece haber logrado una penetración importante en el mercado Premium con números promisorios que se superan año tras año.

Los riesgos de una moneda fuerte en Estados Unidos pueden ser fuertemente contrarrestados ya que a diferencia de la competencia posee una variedad en precio dentro de su portafolio, que le permite alcanzar diversos mercados y adaptarse a ciertos contextos globales macro más complejos.

Los números de la compañía son saludables y no presenta grandes desequilibrios financieros en los últimos diez años. Sin embargo, y como se ha analizado en el presente trabajo, ha contraído deuda de una magnitud considerable.

A priori, y en un contexto macroeconómico global favorable, el fuerte endeudamiento, no pareciera representar una amenaza, al menos en el corto plazo. La deuda está bien cubierta por el flujo de caja operativo y los pagos de intereses de la deuda están también cubiertos por las ganancias.

Aún en el supuesto de una recesión en EE.U.U, en el mediano plazo, resulta probable que Brown Forman logre los márgenes planteados en el escenario base.

A partir de las valuaciones por DCF para el escenario base y sus alternativas se obtuvieron los siguientes resultados entonces:

	Escenario		
	Optimista	Base	Pesimista
<b>Enterprise Value *</b>	28,791	23,227	13,205
<b>Precio por acción</b>	54	43	22

\* en millones u\$D

La cotización al 10/10/2018 refleja un precio de U\$D 47.26 por acción, lo que significa que la compañía esté sobrevaluada en un 11%, si se toma como referencia el escenario base. El mercado así confirmaría una proyección más optimista.

Respecto del análisis de múltiplos, podemos concluir que estamos en rangos similares a los de los escenarios proyectados.

El múltiplo de Valor de Mercado del Equity/Ventas, pareciera respaldar en mayor medida al escenario base, mientras que el múltiplo de Valor de Mercado del Equity/EBITDA, se acerca en mayor medida a un escenario intermedio entre el base y el pesimista.

El resultado del escenario pesimista pareciera ser un indicador poco probable. Se afirma luego, que el mercado interpreta y avala una proyección más favorable a la compañía.



Universidad de  
**San Andrés**

## 5 **Bibliografía**

Brealey, Richard A. Myers, Steward C., Allen, Franklin, 2011. "Principles of Corporate Finance. Tenth Edition.

Copeland T, Koller T and Murrin, 2005. "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", Addison Wesley, USA.

Damodaran, Aswath, 2001. "Applied Corporate Finance", John Wiley & Sons. Second Edition.

Damodaran, Aswath, 2002. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition.

Oded, Jacob, and Allen Michel, 2007. "Reconciling DCF Valuation Methodologies". Journal of Applied Finance. 17, no. 2: 21-32.

Trugman, Gary R, 2008. "Understanding Business Valuation". Third Edition.

### **Apéndice de links de internet relevantes**

Brown Forman - Inversores. <https://www.brown-forman.com/investors/annual-report/>

Campari Group - Inversores. <https://www.camparigroup.com/en/investor>

Congressional Budget Office - Outlook económico  
<https://www.cbo.gov/publication/53651>

CSI Market - Brown Forman, Indicadores  
<https://csimarket.com/stocks/growthrates.php?code=BF>

Diageo - Inversores <https://www.diageo.com/en/investors/>

IMF - Indicadores <https://www.imf.org/external/index.htm>

Pernod Ricard - Inversores <https://www.pernod-ricard.com/en/investors/>

R.C. – Inversores <https://www.remycointreau.com/en/finance/publications/>

Statista – Indicadores de la industria <https://www.statista.com/topics/1550/spirits-market/>

## 6 Anexos

### 6.1 Anexo I. Escenario Base

#### Flujo de Fondos Proyectado

Crecimiento %

\* en millones u\$

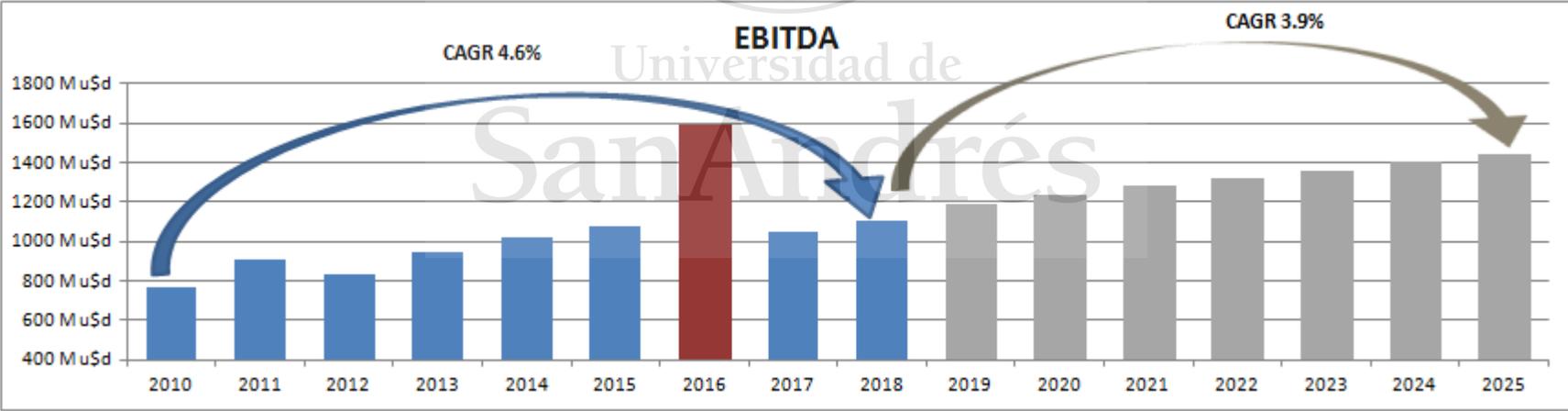
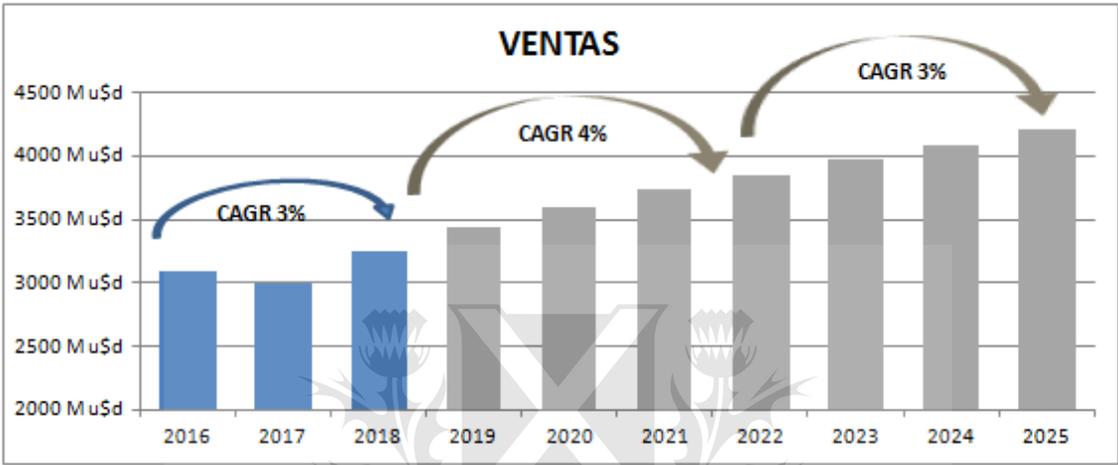
		6.0%	4.5%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%			
		Proyectado									
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Netos		3,089	2,994	3,248	3,443	3,598	3,742	3,854	3,970	4,089	4,211
CMV		945	973	1,046	1,109	1,159	1,205	1,241	1,278	1,317	1,356
CMV/VENTAS %		31%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Gastos Publicidad		417	383	414	439	459	477	491	506	521	537
Gastos Publicidad/Ventas %		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Gastos Generales, de Adm. Y Com		688	667	765	792	828	861	886	913	940	969
GG/VENTAS %		22%	22%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Ganancia venta de unidad de negocio/Otros		(494)	(18)	(16)	(17)	(18)	(19)	(19)	(20)	(20)	(21)
Ajuste Otro %		-16%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
CMV + GASTOS		1,556	2,005	2,209	2,322	2,427	2,524	2,600	2,678	2,758	2,841
% CMV + Gastos / VENTAS		50%	67%	68%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
Resultado Operativo		1,533	989	1,039	1,121	1,171	1,218	1,254	1,292	1,331	1,371
Depreciaciones & Amortizaciones		56	58	64	65	67	68	69	70	70	71
<b>EBITDA</b>		<b>1,589</b>	<b>1,047</b>	<b>1,103</b>	<b>1,186</b>	<b>1,238</b>	<b>1,286</b>	<b>1,323</b>	<b>1,362</b>	<b>1,401</b>	<b>1,442</b>
<b>EBITDA/ VENTAS %</b>		<b>51%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>							
CAPEX		108	112	127	130	130	130	117	105	95	85
Variación Capital de Trabajo		146	(61)	353	-1	78	102	57	90	94	65
Impuestos (t)					254	266	276	285	293	302	311

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Valor Terminal
<b>Free Cash Flow</b>	802	764	778	864	873	910	981	\$ 31,575
<b>Costo de Capital</b>	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %
<b>Factor de Descuento</b>	1.07	1.14	1.22	1.30	1.39	1.48	1.59	1.69
<b>DCF</b>	<b>751</b>	<b>670</b>	<b>638</b>	<b>664</b>	<b>628</b>	<b>613</b>	<b>619</b>	<b>18,643</b>

<b>VALUACIÓN</b>	
<b>Suma de Flujos Descontados ( Millones u\$)</b>	23,227
<b>Caja e Inversiones de Corto Plazo (Millones)</b>	454
<b>Deuda Financiera ( Millones u\$)</b>	2,341
<b>Valor del Equity (Millones u\$)</b>	<b>20,432</b>
<b>Acciones (en millones)</b>	480
<b>Precio por Accion (u\$)</b>	<b>43</b>



Universidad de  
**SanAndrés**



## 6.2 Anexo II. Escenario Optimista

### Flujo de Fondos Proyectado

Crecimiento %

\* en millones u\$d

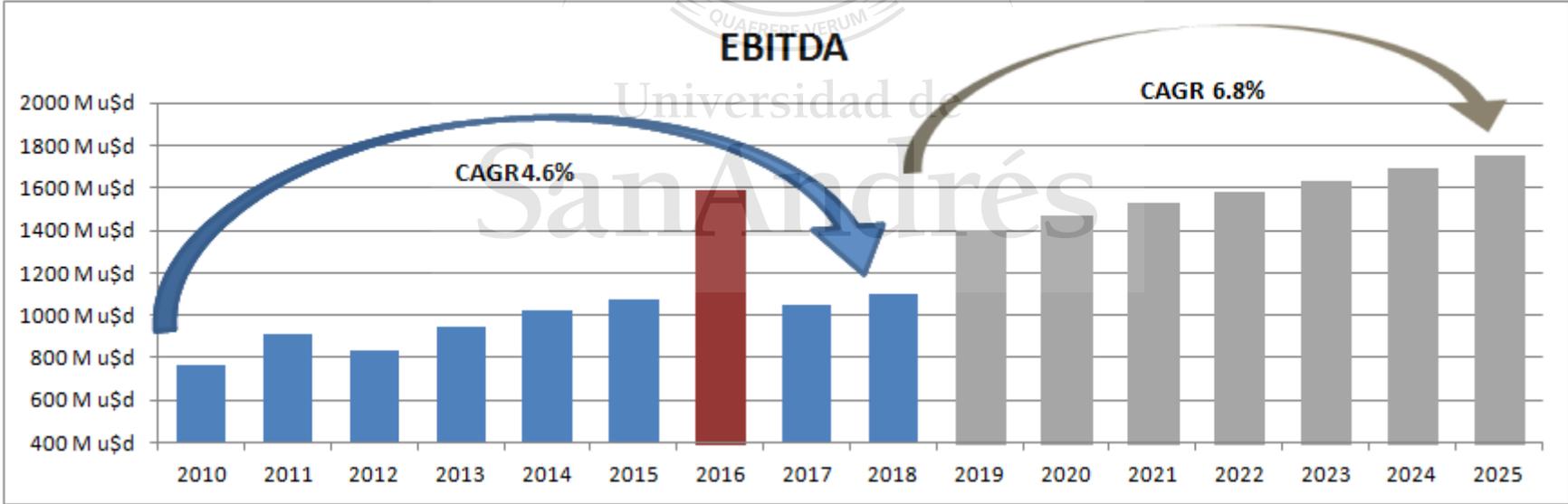
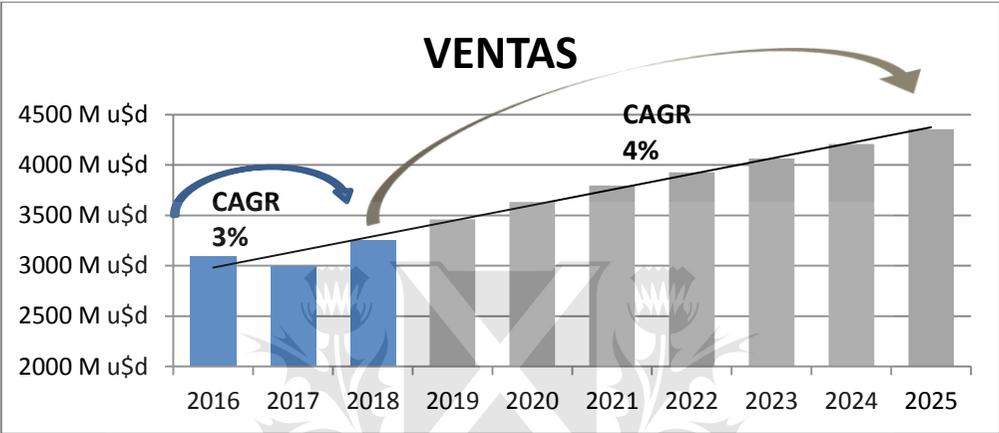
	-14%	-3.1%	8.5%	6.5%	5.0%	4.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Ingresos Netos</b>	3,089	2,994	3,248	3,459	3,632	3,796	3,929	4,066	4,208	4,356
<b>CMV</b>	945	973	1,046	1,038	1,090	1,139	1,179	1,220	1,262	1,307
<i>CMV/VENTAS %</i>	31%	32%	32%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>Gastos Publicidad</b>	417	383	414	381	400	418	432	447	463	479
<i>Gastos Publicidad/Ventas %</i>	13%	13%	13%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
<b>Gastos Generales, de Adm. Y Com</b>	688	667	765	726	763	797	825	854	884	915
<i>SGRA/Ventas %</i>	22%	22%	24%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>Ganancia venta de unidad de negocio/Otros</b>	(494)	(18)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(20)	(21)	(22)
<b>Ajuste Otro %</b>		-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>CMV + GASTOS</b>	1,556	2,005	2,209	2,127	2,234	2,334	2,416	2,501	2,588	2,679
<b>% CMV + Gastos / VENTAS</b>	50%	67%	68%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
<b>Resultado Operativo</b>	1,533	989	1,039	1,332	1,398	1,461	1,512	1,565	1,620	1,677
<b>Depreciaciones &amp; Amortizaciones</b>	56	58	64	65	67	68	69	70	70	71
<b>EBITDA</b>	1,589	1,047	1,103	1,397	1,465	1,530	1,581	1,635	1,690	1,748
<b>EBITDA/ VENTAS %</b>	51%	35%	34%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
<b>CAPEX</b>	108	112	127	130	130	130	117	105	95	85
<b>Variación Capital de Trabajo</b>	146	(61)	353	-1	78	102	57	90	94	65
<b>Impuestos (t)</b>				302	317	332	343	355	368	380

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Valor Terminal
<b>Free Cash Flow</b>	966	940	966	1,064	1,084	1,134	1,217	\$ 39,194
Costo de Capital	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %
Factor de Descuento	1.07	1.14	1.22	1.30	1.39	1.48	1.59	1.69
<b>DCF</b>	<b>904</b>	<b>824</b>	<b>793</b>	<b>817</b>	<b>780</b>	<b>764</b>	<b>768</b>	<b>23,142</b>

<b>VALUACIÓN</b>	
Suma de Flujos Descontados ( Millones u\$d)	28,791
Caja e Inversiones de Corto Plazo (Millones u\$d)	454
Deuda Financiera ( Millones u\$d)	2,341
<b>Valor del Equity (Millones u\$d)</b>	<b>25,996</b>
Acciones (en millones)	480
<b>Precio por Accion (u\$d)</b>	<b>54</b>



Universidad de  
**SanAndrés**



### 6.3 Anexo III. Escenario Pesimista

#### Flujo de Fondos Proyectado

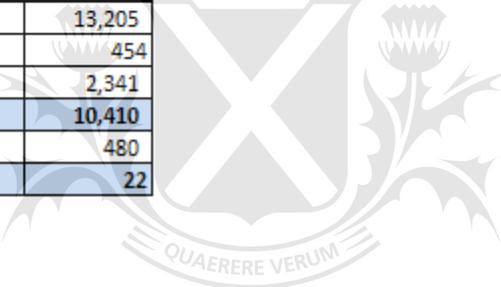
Crecimiento %

\* en millones u\$s

	-1.4%	-3.1%	8.5%	4.5%	-3.0%	-2.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%
	Actual	Actual	Actual	Proyectado						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Ingresos Netos</b>	3,089	2,994	3,248	3,394	3,292	3,227	3,227	3,259	3,308	3,374
<b>CMV</b>	945	973	1,046	1,154	1,119	1,097	1,097	1,108	1,125	1,147
<i>CMV/VENTAS: %</i>	31%	32%	32%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
<b>Gastos Publicidad</b>	417	383	414	441	428	419	419	424	430	439
<i>Gastos Publicidad/Ventas: %</i>	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
<b>SG&amp;A</b>	688	667	765	849	823	807	807	815	827	843
<i>SG&amp;A/Ventas: %</i>	22%	22%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Ganancia venta de unidad de negocio/Otros</b>	(494)	(18)	(16)	(17)	(16)	(16)	(16)	(16)	(17)	(17)
<i>Ajuste Otro %</i>		-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>CMV + GASTOS</b>	1,556	2,005	2,209	2,427	2,354	2,307	2,307	2,330	2,365	2,412
<b>% CMV + Gastos / VENTAS</b>	50%	67%	68%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
<b>Resultado Operativo</b>	1,533	989	1,039	967	938	920	920	929	943	962
<b>Depreciaciones &amp; Amortizaciones</b>	56	58	64	65	67	68	69	73	74	75
<b>EBITDA</b>	1,589	1,047	1,103	1,033	1,005	988	988	1,002	1,016	1,036
<b>CAPEX</b>	108	112	127	130	130	130	143	143	143	143
<b>Increase W.C.</b>	146	(61)	353	-1	78	102	57	90	94	65
<b>Impuestos (t)</b>				219	213	209	209	211	214	218

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Valor Terminal
<b>Free Cash Flow</b>	684	584	547	579	558	566	610	\$ 16,922
Costo de Capital	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %	6.81 %
Factor de Descuento	1.07	1.14	1.22	1.30	1.39	1.48	1.59	1.69
<b>DCF</b>	<b>640</b>	<b>512</b>	<b>449</b>	<b>445</b>	<b>401</b>	<b>381</b>	<b>385</b>	<b>9,991</b>

<b>VALUACIÓN</b>	
Suma de Flujos Descontados ( Millones u\$d)	13,205
Caja e Inversiones de Corto Plazo (Millones u\$d)	454
Deuda Financiera ( Millones u\$d)	2,341
<b>Valor del Equity (Millones u\$d)</b>	<b>10,410</b>
Acciones (en millones)	480
<b>Precio por Accion (u\$d)</b>	<b>22</b>



Universidad de  
**SanAndrés**

