



Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magíster en Finanzas

Trabajo final de graduación
Valuación del Capital Accionario de
Constellation Brands

Autor: Ramiro Fernández

DNI: 34.842.125

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, 24 de junio de 2022

Contenido

Glosario.....	4
Resumen Ejecutivo.....	5
1. Descripción del Negocio.....	6
1.1. Aspectos generales del Negocio.....	6
1.2. Mercado de Capitales.....	11
1.3. Perfil de la compañía y reseña histórica.....	13
1.4. Estrategia.....	15
1.5. Segmentos Operativos.....	16
1.6. Producción y distribución	18
2. Análisis de la Industria y posicionamiento Competitivo de Constellation Brands	21
2.1. El Mercado global de cerveza.....	21
2.2. Categorías de segmentación.....	23
2.3. Mercado de cerveza de Estados Unidos.....	25
2.4. Competencia	28
2.5. Distribución de cerveza.....	29
2.6. Influencia gubernamental.....	30
2.7. El Mercado global de vino.....	31
2.8. Segmentación.....	33
2.9. Mercado de vino en Estados Unidos.....	34
2.10. Competencia	35
2.11. El Mercado global de bebidas espirituosas	38
2.12. El mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos.....	40
2.13. Competencia	42
2.14. Análisis Competitivo de la Industria.....	45
2.15. Posicionamiento Competitivo de Constellation Brands.....	47
2.16. Análisis FODA.....	48
3. Análisis Financiero	50
3.1. Ratios de Rentabilidad de Constellation Brands.....	50
3.2. Ratios operativos de Constellation Brands	57
3.3. Indicadores de Gestión Financiera de Constellation Brands.....	59

3.4.	Comparación con Pares del Mercado.....	62
4.	Valuación	64
4.1.	Valuación por Flujo de Fondos Descontados.....	64
4.2.	Flujo de Fondos disponibles para la Firma	66
4.3.	Proyección de Ventas.....	67
4.4.	Proyección de Márgenes	71
4.5.	Depreciaciones y Amortizaciones.....	71
4.6.	Impuestos	72
4.7.	Capital de Trabajo.....	72
4.8.	CAPEX	72
4.9.	Tasa de Descuento y estructura de capital	73
4.10.	Costo del Capital Accionario (K_e).....	74
4.11.	Tasa libre de riesgo	75
4.12.	Prima de Riesgo del Mercado	75
4.13.	Beta	76
4.14.	Costo de la Deuda Financiera (K_d).....	80
4.15.	Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).....	82
4.16.	Valor Terminal.....	82
4.17.	Inversiones en Empresas Asociadas.....	83
4.18.	Resultados de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados	84
4.19.	Análisis de Sensibilidad.....	85
4.20.	Valuación por Múltiplos	88
5.	Anexos	91
5.1.	Anexo A: Escenario base	91
5.2.	Anexo B: Escenario optimista.....	92
5.3.	Anexo C: Escenario pesimista	93
6.	Bibliografía	94
6.1.	Académica.....	94
6.2.	Reportes y Artículos.....	94
6.3.	Páginas Web.....	95

Glosario

CAGR: Tasa de crecimiento promedio anual compuesta (en inglés, “Compound Annual Growth Rate”).

CAPEX: Inversiones de capital (en inglés, “Capital expenditures”).

CAPM: Modelo de valoración de activos (en inglés, “Capital asset pricing model”).

DCF: Flujo de fondos descontados (en inglés, “Discounted Cash Flow”).

EBIT: Utilidades antes de intereses e impuestos (en inglés, “Earnings Before Interest and Taxes”).

EBITDA: Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (en inglés, “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”).

EV: Valor total de la compañía (en inglés, “Enterprise Value”).

FCFF: Flujo de fondos disponibles para la firma (en inglés, “Free Cash Flow to the Firm”).

ROA: Retorno sobre activos, ratio de rentabilidad que mide la ganancia operativa sobre el total de activos (en inglés, “Return On Assets”).

ROE: Retorno sobre el patrimonio neto, ratio de rentabilidad que mide la ganancia neta sobre el capital accionario contable o patrimonio neto. (en inglés, “Return On Equity”).

ROIC: Rendimiento del capital invertido (en inglés, “Return On Invested Capital”).

TIR: Tasa interna de retorno.

USD: Dólar estadounidense.

WACC: Costo promedio ponderado del capital (en inglés, “Weighted Average Cost of Capital”).

WK: Capital de trabajo neto (en inglés, “Working Capital”).

Resumen Ejecutivo

El objeto del presente trabajo es valorar el capital accionario de Constellation Brands, una empresa dedicada a la importación, producción y comercialización de cerveza, vino y bebidas espirituosas. Su mercado objetivo se ubica principalmente en los Estados Unidos, pero cuenta con operaciones en México, Nueva Zelanda e Italia.

Como punto de partida se presenta la descripción del negocio, luego se realiza un análisis de la industria y del posicionamiento competitivo de la empresa. Posteriormente, se efectúa un análisis financiero de Constellation Brands en base a la evolución de distintos indicadores de rentabilidad, gestión operativa y financiera. Por último, se hace una comparación de su desempeño respecto a firmas semejantes.

La valuación se realizará al 28 de febrero de 2021 y se utilizarán dos metodologías de valuación distintas. En primer lugar, se valorará la compañía mediante el método de flujos de fondos descontados. En segunda instancia, se llevará a cabo una valuación relativa por múltiplos para validar resultados.

Para el método de flujos de fondos descontados se utilizan los Flujos de Fondos Libres para la firma (FCFF) y como tasa de descuento el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) estimado en base al modelo “Capital Asset Pricing Model” (CAPM).

Mediante esta metodología, se obtuvo un valor del capital accionario de Constellation Brands de USD 146,85 por acción. Adicionalmente, del análisis de sensibilidad modificando las proyecciones de ventas y márgenes se desprende que, utilizando diferentes premisas el precio de la acción puede variar entre USD 129,28 y USD 156,76.

En cuanto a la valuación por múltiplos, se utiliza el múltiplo $EV / EBITDA$, considerando una muestra de empresas comparables, dedicadas a la producción y venta de bebidas alcohólicas con cotización en la bolsa de Estados Unidos. Como resultado, se obtuvo un valor por acción dentro del rango de los USD 234,45 y USD 302,04. Para este método también se realizó un análisis de sensibilidad considerando diferentes supuestos para determinar valores alternativos.

Al 28 de febrero del 2021 el precio de mercado de la acción de Constellation Brands cerró en USD 214,14, ubicándose por encima del rango considerado en la valuación por flujo de fondos descontados y por debajo del rango obtenido en la valuación relativa. Esto podría indicar que los supuestos considerados por el mercado en dicho momento contemplan perspectivas de crecimiento y de riesgo diferentes a las asumidas en el presente trabajo.

1. Descripción del Negocio

1.1. Aspectos generales del Negocio

Constellation Brands es una compañía internacional dedicada a la producción y comercialización de cerveza, vino y bebidas espirituosas con operaciones en los Estados Unidos, México, Nueva Zelanda e Italia, con importantes marcas conectadas a los consumidores como Corona Extra, Modelo Especial, Roberto Mondavi, Kim Crawford, Meiomí y el vodka SVEDKA. La empresa es la tercera cervecera más grande de los Estados Unidos y es líder en el segmento alto de cervezas y segmento medio-alto de vinos.

La compañía se centra en pensar más allá del presente e invertir en el futuro con un portafolio de productos que satisfacen las necesidades de los consumidores en la actualidad y una sólida línea de proyectos para el mediano y largo plazo. La innovación es parte de la cultura de la organización.

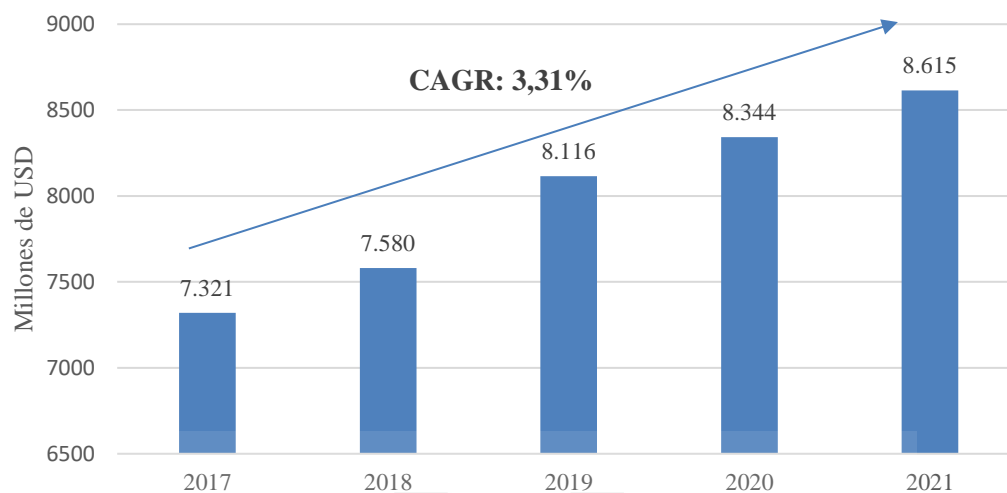
Complementan su estrategia con la participación significativa en la empresa canadiense Canopy, dedicada a la elaboración de productos con cannabis, lo que le permite expandir su cartera en categorías adyacentes. Esta inversión es consistente con la estrategia a largo plazo para identificar, abordar y adelantarse a las tendencias cambiantes de los consumidores.

Los orígenes de la firma se remontan a 1945 cuando inició sus actividades como una embotelladora de vinos en el estado de Nueva York. Hoy en día, sus productos son distribuidos por todo Estados Unidos y cuenta con más de 9000 empleados.

Las operaciones de la empresa incluyen propiedades como cerveceras, bodegas, plantas destiladoras y plantas embotelladoras, muchas de las cuales también incluyen depósitos y centros de distribución. También operan conjuntamente con otra compañía una planta de fabricación de vidrio.

Geográficamente, las cerveceras se ubican en México junto a la planta productora de vidrio, mientras que las bodegas y destiladoras se ubican en el estado de Nueva York, California, Nueva Zelanda y en Florencia, Italia. En el periodo fiscal 2021 las ventas alcanzaron los USD 8,615 millones y tal como se muestra en el gráfico 1 la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) ha sido del 3.31% para el período comprendido entre 2017 y 2021.

Gráfico 1: Evolución de ventas netas de Constellation Brands



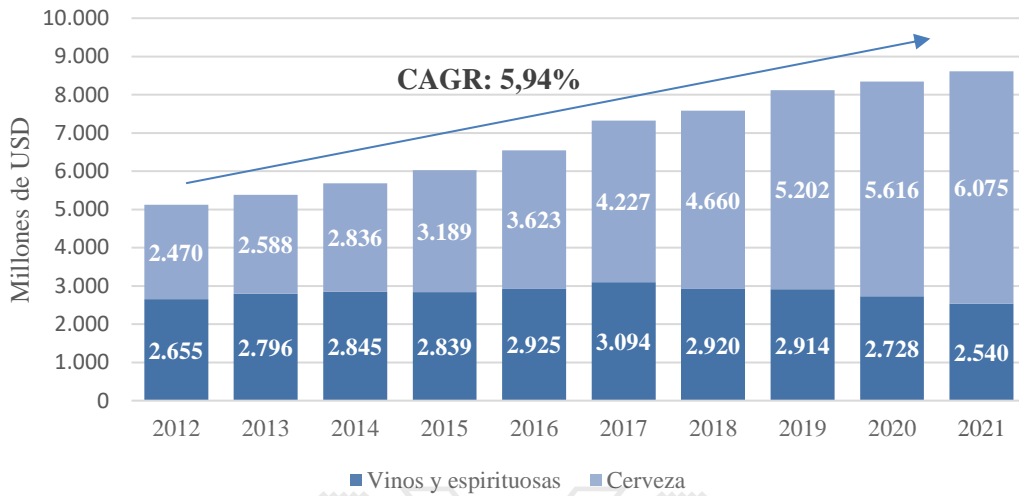
Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Constellation Brands

Observando el Gráfico 1 es posible observar que las ventas por USD 8,615 millones del ejercicio fiscal 2021 se encuentran un 3.3% por encima de las ventas por USD 8,344 millones del año 2020. Este crecimiento se explica en primer lugar por el crecimiento de las ventas netas de cerveza, generado principalmente por aumento de volumen y, en segundo lugar, por impactos favorables derivados de mejores precios y mezclas de productos. La cerveza se benefició por la demanda continua de los consumidores, presentaciones de nuevos productos y extensiones de línea.

La empresa reporta ventas en dos segmentos: Cerveza, por un lado, y Vinos y Bebidas espirituosas por el otro. La estrategia de la compañía migró su negocio de una cartera de productos con prácticamente partes iguales de vinos y espirituosas comparado con el de cervezas, hacia una mezcla de productos en la que la cerveza tiene un rol fundamental y protagónico.

Como se menciona anteriormente, el incremento histórico en las ventas de Constellation Brands es principalmente explicado por el crecimiento de las ventas de cervezas importadas. La familia de marcas Modelo y Corona evidenciaron aumentos interanuales de dos dígitos en el volumen de ventas.

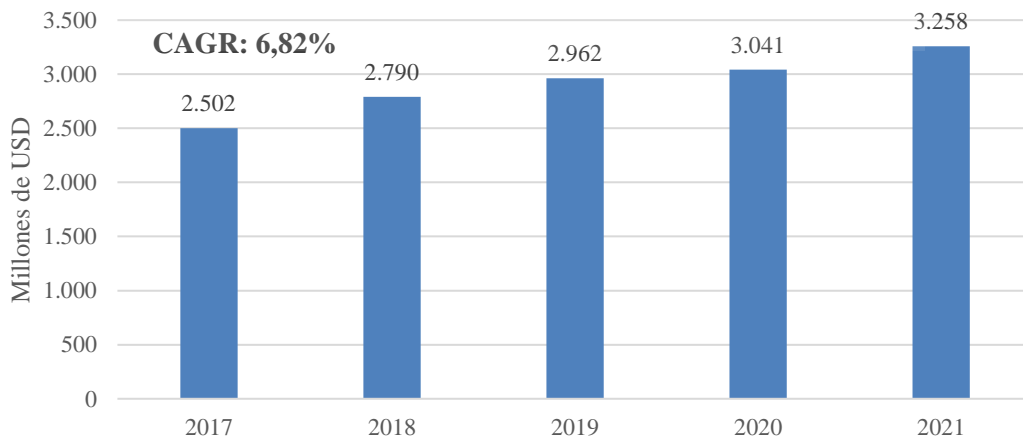
Gráfico 2: Evolución de ventas por segmento de Constellation Brands



Fuente: Elaboración propia en base a los estados contables de Constellation Brands

Mientras que la participación en las ventas de bebidas espirituosas se ha mantenido estable los últimos años, en lo que respecta al vino, las ventas netas disminuyeron. Esta tendencia se ha mantenido los últimos cinco años. En el siguiente gráfico se puede ver la evolución del EBITDA de Constellation Brands. El desempeño favorable es atribuible a la cerveza cuyos resultados operativos se han incrementado consistentemente con el correr de los años.

Gráfico 3: Evolución del EBITDA de Constellation Brands



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Constellation Brands

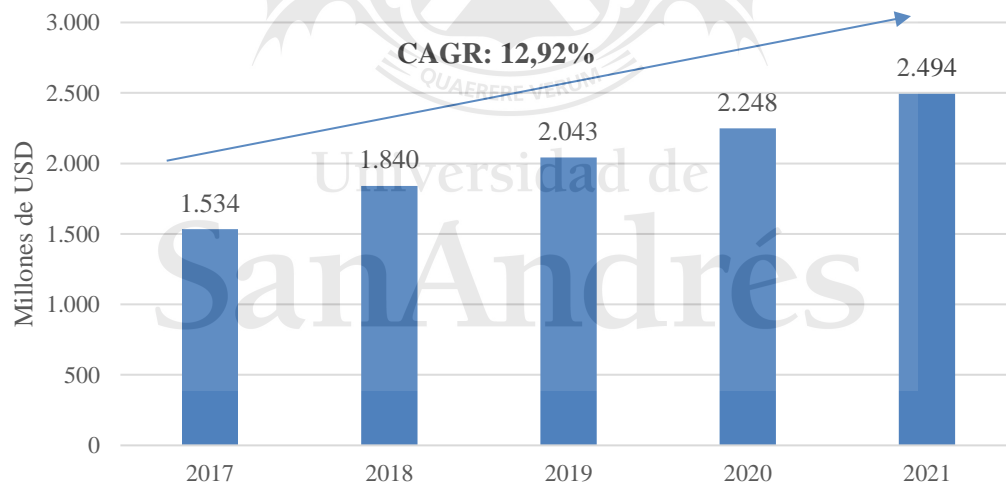
La estrategia comercial para el segmento Cerveza se enfoca en liderar el segmento de alta gama de Estados Unidos. Esto incluye un enfoque continuo en el crecimiento de la cartera de productos a través de la expansión de la distribución de marcas clave existentes, así como la innovación en nuevas marcas.

Para ello, es necesario garantizar la continua expansión de las operaciones en México. En un esfuerzo por competir más plenamente en sectores en crecimiento, han aprovechado para introducir nuevas marcas que se alinean con las tendencias de los consumidores.

La empresa ha triplicado la capacidad de producción de la Cervecería de Nava desde su adquisición en 2013. A principios del año fiscal 2022, ha completado parte de una expansión planificada de la Cervecería de Obregón. Los esfuerzos de expansión continúan para alinearse con las expectativas de crecimiento futuras esperadas.

En el siguiente gráfico se puede apreciar el crecimiento del resultado operativo del segmento cerveza motivado tanto por el incremento en las ventas como también por la mejora de los márgenes.

Gráfico 4: Evolución del EBIT del segmento cerveza de Constellation Brands



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Constellation Brands

Como aspectos destacados del año fiscal 2021 para el segmento cerveza se puede señalar:

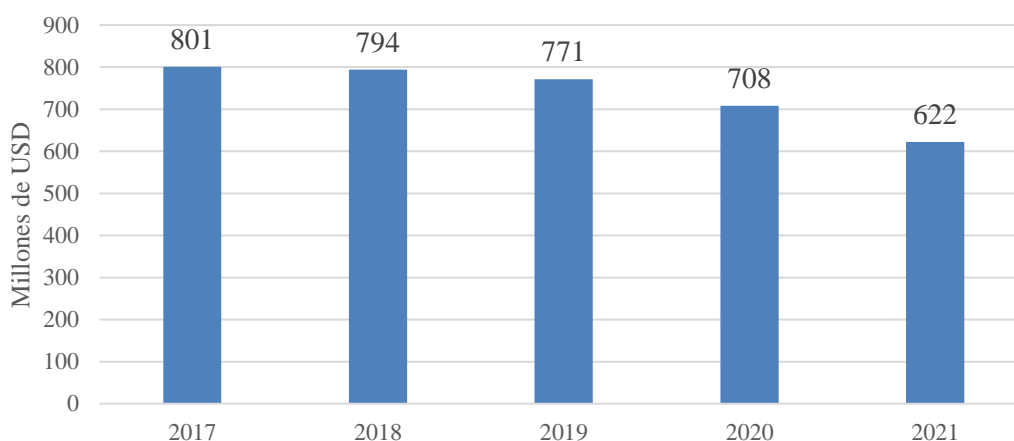
- Se registró un crecimiento del 7% en las ventas de los distribuidores a los comercios. El sólido desempeño en los canales fuera de premisas compensó con creces el impacto del COVID-19 de la reducción del 51% en los canales dentro de premisas como bares y restaurantes.

- El año fiscal 2021 marcó el undécimo año consecutivo de crecimiento de volumen, lo que reforzó la posición de Constellation Brands como líder en el segmento de la industria cervecera de los Estados Unidos
- Modelo Especial se convirtió en la cerveza número 3 en ventas y continuó siendo una de las principales marcas de cerveza importada de más rápido crecimiento, incrementándose un 12%.
- El crecimiento de la familia de la marca Corona fue impulsado por el lanzamiento exitoso de Corona Hard Seltzer y el crecimiento de casi el 20% de Corona Premier.
- El margen operativo aumentó 110 puntos básicos a 41,1%.

La estrategia para el segmento de Vinos y bebidas espirituosas es crear una cartera líder en el segmento premium de la industria. La empresa ha ido invirtiendo para satisfacer las necesidades cambiantes de los consumidores, incluido el lanzamiento de plataformas de comercio electrónico y directas al consumidor. Se enfocan en construir marcas teniendo en cuenta los conocimientos del consumidor, la experiencia sensorial y la innovación como así también renovar las marcas existentes.

El objetivo es lograr una cartera de marcas de mayor margen y crecimiento. Esperan optimizar el valor de la cartera de vinos y licores impulsando un mayor enfoque en las marcas de gama alta. Tal como se puede ver en el gráfico 5, el resultado operativo del segmento vinos y bebidas espirituosas ha ido en declive durante los últimos cinco años. Esta circunstancia motivó a que se replantee su estrategia para consolidar marcas correspondientes a segmentos premium.

Gráfico 5: Evolución del EBIT del segmento vino y bebidas espirituosas de Constellation Brands



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Constellation Brands

Como aspectos destacados del año fiscal 2021 para el segmento vinos y bebidas espirituosas se pueden señalar:

- Los esfuerzos para aumentar puntos de distribución de marcas clave dieron como resultado ganancias de distribución de dos dígitos en los canales fuera de premisas para Kim Crawford, Meiomi, The Prisoner y High West.
- Las ventas netas de la cartera retenida aumentaron un 5 % impulsadas por un crecimiento de volumen de dos dígitos de las marcas Meiomi, Kim Crawford y The Prisoner, así como mejores precios de Woodbridge y SVEDKA.
- Impactantes lanzamientos impulsaron sólidas contribuciones de crecimiento que incluyen Meiomi Cabernet Sauvignon, Kim Crawford Illuminate y The Prisoner Unshackled, que fue la nueva marca de gama alta número 1 en los canales de IRI para el año fiscal 2021.

Constellation Brands se mantiene comprometida con el modelo financiero a largo plazo de: aumentar las ventas, expandir los márgenes y aumentar el flujo de efectivo para lograr un crecimiento de las ganancias por acción, mantener un índice de apalancamiento objetivo y brindar rendimientos a los accionistas a través del pago de dividendos y recompras periódicas de acciones.

Los resultados de operación y condición financiera no se han visto afectados significativamente por la inflación y los precios cambiantes. En el caso de futuros costos crecientes, la gerencia tiene la intención de transferir los mismos a través de precios más altos, sujeto a condiciones competitivas normales.

1.2. Mercado de Capitales

Las acciones de Constellation Brands cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE) bajo el símbolo de cotización (STZ) desde el año 1973. Al 28 de febrero de 2021 la empresa tenía en circulación un total de 194.011.154 acciones. El precio de la acción cerró ese día en USD 214,14, dando como resultado un capital accionario de USD 41.546 millones.

Los principales accionistas de la compañía son Richard y Robert Sands, que llevaron el negocio familiar de su padre a una de las empresas más grandes de la industria de bebidas alcohólicas en Estados Unidos. Juntos poseen aproximadamente un 15% del total de las acciones, pero de carácter preferente lo que les da un poder de voto de cerca del 60%.

Además de ellos, se destacan en su mayoría fondos de inversión según el siguiente detalle:

Tabla 1: Principales propietarios institucionales de Constellation Brands

	% Total Acciones
The Vanguard Group, Inc.	7.21%
Capital Research & Management Co.	5.37%
SSgA Funds Management, Inc.	4.32%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	4.17%
Scout Capital Management LLC	4.16%
Wellington Management Co. LLP	3.92%
Abigail J. Bennett	3.34%
Lone Pine Capital LLC	3.00%
Artisan Partners LP	2.67%
Systematic Financial Management LP	2.55%

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo finance

El Gráfico 6 ilustra el retorno total acumulado de las acciones de Constellation Brands con una frecuencia semanal desde el 29/02/2016 al 22/02/2021. Se incluye como referencia el retorno total acumulado del índice S&P 500, y dos de los principales competidores de Constellation Brands: Anheuser Busch Inbev y Molson Coors.

Gráfico 6: Retorno total acumulado de la acción de Constellation Brands, S&P500 y comparables



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

El retorno total acumulado de Constellation Brands fue, aproximadamente, del 59% durante el período de cinco años analizado. En ese mismo tiempo, el índice S&P 500 alcanzó un rendimiento del 90%. Por otro lado, sus principales competidores acumularon rendimientos similares con pérdidas de entre 40% y 45%. Es posible afirmar que, a pesar de que el retorno acumulado de Constellation Brands fue menor al rendimiento del índice S&P 500, su desempeño fue notablemente superior al del resto de los competidores de la industria.

1.3. Perfil de la compañía y reseña histórica

Durante 75 años, la cultura de la empresa le ha permitido sobresalir respecto a sus competidores. La misión de la compañía es crear marcas que la gente ame. Se dedican a crear nuevas experiencias que unan a las personas y eleven sus vidas. La visión se puede resumir en la frase “Lo vale”. En Constellation Brands creen en el valor de hacer, en su capacidad de crear oportunidades para todos, colaborar para generar bienestar en la comunidad, conservar el medio ambiente y crecer junto con sus colaboradores y comunidades.

Los valores de la compañía son los siguientes:

- *Integridad:* La empresa no sólo busca alcanzar sus metas, la forma en que las alcanza tiene la misma importancia. Actúan con los más altos estándares morales y éticos, y siempre hacen lo correcto, incluso cuando es lo más difícil.
- *Colaboradores:* La verdadera fortaleza se logra cuando se escucha la voz de todos. Por esto han creado una cultura basada en la inclusión y diversidad de pensamiento, donde todos se sientan cómodos de presentarse como son y emitir sus distintos puntos de vista para impulsarse hacia el futuro.
- *Calidad:* Su promesa es buscar calidad en los procesos y productos al mejorar continuamente lo que hacen y cómo lo hacen.
- *Clientes:* La empresa es implacable al anticipar lo que los consumidores quieren hoy, mañana y en el futuro. Siempre listos, para ofrecerles lo mejor.
- *Emprendimiento:* Como líder en la industria, actúan con un enfoque atrevido y calculado para lograr su visión y generar nuevas oportunidades de crecimiento.

El presente de la compañía puede comprenderse mejor al dimensionar el extenso recorrido que tuvo a lo largo de los años.

Tabla 2: Reseña histórica de Constellation Brands

1945	A la edad de 21 años, Marvin Sands, fundador de la compañía compra Canandaigua Industries ubicada al norte del estado de Nueva York. Con tan solo 8 empleados comienza a vender barricas de vino a embotelladores.
1951	Canandaigua Industries registra \$1 millón de dólares en ventas, en partes iguales de vino por mayor y etiquetado.
1954	La introducción de la marca Richard's Wild Irish Rose impulsa el crecimiento de la empresa permitiendo que se incorpore una nueva línea de producción.
1961	Canandaigua Industries duplica sus ventas brutas en tan solo dos años, incrementándolas de USD4 millones a USD8 millones.
1973	La empresa cambia su nombre a Canandaigua Wine Company, Inc. y comienza a cotizar en la bolsa de Nueva York.
1974	En 1974 adquieren el interés mayoritario de Bisceglia Brothers Winery en el estado de California, lo que le da acceso al mercado de diferentes variedades.
1979	La marca de Champagne J. Roget se convierte en la segunda más vendida de Estados Unidos.
1980	Canandaigua Wine Company se convierte en el octavo mayor productor de vino de Estados Unidos, alcanzando ventas netas de USD 50,5 millones.
1987	Widmer Wine Cellars, uno de los más exitosos y populares productores de vino de mesa de la costa Este, se suma a la compañía.
1990	Canandaigua Wine Company comercializa cien marcas en todas las clasificaciones de vinos.
1993	Con la incorporación de Barton Incorporated, la empresa duplica su tamaño y diversifica su portafolio sumando cerveza importada y bebidas espirituosas.
1997	La compañía pasa a llamarse Canandaigua Brands Inc. como resultado de una década de adquisiciones, lo que resulta en un portafolio de productos diversificado con ventas netas que alcanzan los USD1.1 mil millones.
2000	Luego de tres años, vuelve a modificar su nombre a Constellation Brands Inc. para reflejar el amplio rango de marcas.
2003	Pacific Wine Partners, una alianza comercial compuesta un 50% de Constellation Brands y un 50% de BRL Hardy se fusiona y se convierte en el mayor productor y comercializador de vinos del mundo.
2005	Standars & Poor's incorpora a Constellation Brands al índice S&P 500 debido al éxito de la empresa, su crecimiento y el incremento de valor para el accionista.
2006	Grupo Modelo y Constellation Brands realizan un convenio por diez años para importar el portafolio de productos de cerveza mexicana a los Estados Unidos. Esto incluye a las marcas Corona y Modelo Especial.
2009	Constellation Brands completa la venta de su línea de bebidas espirituosas de menor jerarquía para enfocarse en marcas con mayores márgenes.
2013	La empresa adquiere todo el negocio de Grupo Modelo en Estados Unidos que incluye una cervecería en Nava, Coahuila-México y el uso a perpetuidad de la marca Corona y Modelo dentro de los Estados Unidos.
2014	Constellation Brands perfecciona un acuerdo comercial con Owens-Illinois y adquiere una planta productora de vidrio adyacente a la cervecería ubicada en Nava, Coahuila-México.
2015	Se forma una unidad de negocios llamada Constellation Ventures, concentrada en identificar oportunidades de inversión a menor escala relacionadas con categorías emergentes dentro de las bebidas alcohólicas.
2017	Para mantenerse adelante en las nuevas tendencias, la compañía firma un convenio para adquirir una participación minoritaria de Canopy Growth Corporation, empresa canadiense dedicada a la elaboración de cannabis.

Fuente: Elaboración propia en base a la historia de Constellation Brands detallada en su página web.

1.4. Estrategia

La estrategia general de Constellation Brands es impulsar el crecimiento y dar forma al futuro de la industria, creando marcas que la gente ame y, a su vez, brindar valor a los accionistas. Centran los esfuerzos en posicionar su cartera para beneficiarse de la tendencia hacia marcas premium, impulsando tasas de crecimiento más altas en las partes superiores de las categorías de cerveza, vino y licores.

Para capitalizar estas tendencias y volverse más competitivos han empleado una estrategia dedicada a combinar crecimiento orgánico y adquisiciones, con el foco puesto en las categorías con mayores márgenes y crecimiento. Los elementos centrales de la estrategia de la empresa incluyen:

- Aprovechar la posición de liderazgo y escalar con mayoristas y minoristas para ampliar la distribución de la cartera de productos.
- Fortalecer las relaciones con los mayoristas y minoristas, proporcionando información sobre el consumo y las bebidas alcohólicas.
- Invertir en actividades de creación de marca e innovación.
- Posicionarse para el éxito con productos orientados al consumidor que identifiquen, satisfagan y se mantengan a la vanguardia de las tendencias cambiantes de los consumidores y la dinámica del mercado.
- Lograr eficiencias operativas mediante la expansión y mejora de las capacidades de producción.

En el segmento de cerveza, la empresa ha consolidado su posición en la gama alta en Estados Unidos, ha mejorado sus márgenes, resultados de las operaciones y flujo de efectivo operativo, proporcionando nuevas vías para el crecimiento. Constellation Brands ha realizado inversiones de capital para aumentar la capacidad de producción y se ha enfocado en la innovación dirigida al consumidor.

En el segmento de vino y bebidas espirituosas, la compañía continúa enfocándose en las marcas de gama alta, en la mejora de márgenes y creando eficiencias operativas. Lleva a cabo la estrategia al adquirir marcas de vino y licores con fuerte crecimiento, incluyendo la incorporación de las marcas Meiomi y Prisoner a la cartera que han refinado en los últimos años.

Estratégicamente han optimizado el valor del negocio a través de la reducción de inversiones y en los segmentos con bajos márgenes. En contrapartida, se incorporaron bebidas espirituosas de alta gama al portafolio mediante la adquisición de Casa Noble Tequila, SVEDKA, High West Craft whiskeys y cocteles preparados, esto último para capitalizar el crecimiento del segmento de bebidas listas para consumir. Adicionalmente, han fortalecido su posición en el acelerado canal de comercio electrónico con la adquisición de Empathy Wine y Booker Vineyard.

1.5. Segmentos Operativos

Si bien la empresa expone en sus estados contables cuatro segmentos: (i) Cerveza, (ii) Vinos y Bebidas Espirituosas, (iii) Operaciones Corporativas y otros y (iv) Canopy, solamente se reportan ventas netas en dos segmentos: Cerveza, por un lado, y Vinos y Bebidas Espirituosas por el otro.

Tabla 3: Ventas netas por segmento de Constellation Brands

	Febrero 28 2021	Febrero 29 2020
(en millones de USD)		
Cerveza	6.074,6	5.615,9
Vino y Bebidas Espirituosas:		
Vino	2.208,4	2.367,5
Bebidas Espirituosas	331,9	360,1
Total Vino y Bebidas Espirituosas	2.540,3	2.727,6
Canopy	378,6	290,2
Consolidaciones y eliminaciones	(378,6)	(290,2)
Ventas Netas Consolidadas	<u>8.614,9</u>	<u>8.343,5</u>

Fuente: Reporte anual del periodo fiscal 2021 de Constellation Brands

Constellation Brands es el productor y comercializador número uno de cerveza importada en el mercado de los Estados Unidos. Son líderes en el segmento alto de cerveza, el cual incluye cervezas importadas, artesanales y categorías ABA. Cuentan con el derecho exclusivo de producir, importar y comercializar las siguientes marcas mexicanas de cerveza en los 50 estados de Estados Unidos:

Tabla 4: Marcas de cerveza comercializadas por Constellation Brands

Familia de la marca Corona		Familia de la marca Modelo	Otras marcas importadas
Corona Extra	Corona Light	Modelo Especial	Pacifico
Corona Premier	Corona Refresca	Modelo Negra	Victoria
Corona Familiar	Corona Hard Seltzer	Modelo Chelada	

Fuente: Reporte anual del periodo fiscal 2021 de Constellation Brands

Posee nueve de las quince cervezas importadas más vendidas. Modelo Especial es la cerveza importada con mayores ventas y la tercer cerveza más vendida de la totalidad del mercado, también es la cerveza importada con mayor crecimiento en los Estados Unidos. Corona Extra es la segunda marca más vendida entre las importadas y la sexta en todo el mercado de cervezas.

En los últimos ocho años, Constellation Brands ha triplicado la capacidad productiva en México, lo que permitió expandir la posición de liderazgo en el segmento de gama alta de cerveza. Durante el año fiscal 2021 han fortalecido su posición competitiva en la categoría de Hard Seltzers, expandiendo el alcance de la distribución y mejoró la participación de mercado en los altos segmentos. Después del exitoso lanzamiento de Corona Refresca en el 2020, la compañía lanzó Corona Hard Seltzers a principios del 2021. Este último alcanzó el cuarto lugar entre los Seltzers más vendidos.

Los esfuerzos de la empresa para expandir los proyectos de cerveza mexicana continúan. Desde la adquisición del negocio de cerveza importada en 2013, han invertido USD5 mil millones en proyectos en México de los cuales USD700 millones fueron realizados durante el año fiscal 2021. En el año fiscal 2022 se encuentran completando parte de la planeada expansión en la cervecería de Obregón, logrando incrementar la capacidad productiva a aproximadamente 39 millones de hectolitros, lo cual contribuye a satisfacer las necesidades de mediano plazo.

Por otro lado, Constellation Brands es una de las principales compañías en la parte superior de los segmentos de vino y bebidas espirituosas. La cartera de productos incluye marcas con altos márgenes y alto crecimiento respecto al promedio de la industria. Las uvas para la producción de vino son adquiridas a productores independientes en los Estados Unidos y Nueva Zelanda y plantaciones propias en los Estados Unidos, Italia y Nueva Zelanda. Estos productos son principalmente comercializados en los Estados Unidos y en menor medida exportados a Canadá y otras partes del mundo.

En Estados Unidos la empresa posee ocho de las cien marcas de vino más vendidas, con Meiomi y Kim Crawford logrando posicionarse cuarta y séptima respectivamente.

El portafolio de marcas incluye:

Tabla 5: Marcas de vino y bebidas espirituosas comercializadas por Constellation Brands

Marcas de vino		Marcas de bebidas espirituosas	
7 Moons	Meiomi	Charles Smith	Casa Noble
Cook's California Champagne	Mount Veeder	Prisoner	High West
Cooper & Thief	Ruffino	Robert Mondavi	Mi CAMPO
Crafters Union	SIMI	Schrader	Nelson's Green Brier
Kim Crawford	The Dreaming Tree		SVEDKA

Fuente: Reporte anual del periodo fiscal 2021 de Constellation Brands

Ha incrementado la inversión en apoyo a la innovación de productos dado que la empresa confía en que esto es uno de los impulsores más importantes para el crecimiento de las categorías de bebidas alcohólicas. También ha extendido los varietales de las marcas más relevantes como en el caso de The Prisoner Cabernet Sauvignon y Chardonnay, Woodbridge añejados en barricas, Meiomi Cabernet Sauvignon. También ha lanzado cócteles premezclados SVEDKA y High West en el segmento de bebidas listas para consumir.

1.6. Producción y distribución

Al 28 de febrero de 2021 la capacidad productiva de las cervecerías de México fue de aproximadamente 34 millones de hectolitros. Para el final del año fiscal 2025 se espera complete la expansión planeada para incrementar la capacidad a 54 millones de hectolitros para satisfacer el crecimiento de las marcas mexicanas. Durante este tiempo, explorarán opciones para construir una planta adicional al sureste de México, donde hay amplio acceso al agua y mano de obra calificada para satisfacer necesidades de largo plazo.

La planta de Daleville ubicada en Roanoke, Virginia, sostiene el negocio de cervezas artesanales junto a las innovaciones domésticas.

En Estados Unidos, Constellation Brands opera 11 bodegas que utilizan muchos de los varietales que crecen en las regiones californianas de Napa, Sonoma, Monterey y San Joaquín. También operan dos bodegas en Nueva Zelanda y seis bodegas en Italia. Las uvas son cosechadas de septiembre a noviembre en los Estados Unidos e Italia y de marzo a mayo en Nueva Zelanda. Los inventarios de vino se encuentran

en niveles máximos durante y después de la cosecha de cada año.

Actualmente operan cuatro destilerías en los Estados Unidos. Dos para West Whiskey, una para Copper & Kings American Brandies y la última para Nelson's Green Brier Bourbon y otros whiskeys. Como muchos productos deben ser añejados, los inventarios de la empresa suelen mantenerse altos respecto a sus ventas a diferencia de otras industrias.

Los principales componentes de la cerveza incluyen agua, productos agrícolas como levadura y granos, y materiales para el empaquetado del producto como vidrio, aluminio y cartón. Para las marcas mexicanas de cerveza, los materiales para el empaquetado representan el mayor costo de producción, siendo el vidrio el insumo más utilizado. Para el año fiscal 2021 la proporción del formato utilizado para embotellar cerveza fue 67% botellas de vidrio, 32% latas de aluminio y 1% barriles de hierro.

Las cervecerías de Nava y Obregón reciben agua desde reservas acuíferas. La empresa considera que cuentan con un adecuado acceso al agua para soportar requerimientos futuros de las plantas, incluso luego de concretarse los planes de expansión. Ambas plantas también cuentan con un proceso de tratamiento de agua para poder reutilizar gran parte de la que se usa en la producción.

Como parte de los esfuerzos de la compañía para consolidar la estrategia de provisión de vidrio a largo plazo, Constellation Brands ha formado una unión transitoria de empresas junto a Owens-Illinois, uno de los principales fabricantes de contenedores de vidrio del mundo. Esta unión es dueña de una fábrica de última generación de botellas y se encuentra ubicada de manera adyacente a la cervecería ubicada en Nava. Dicha planta tiene cinco hornos de fundición y provee aproximadamente el 55% del total anual de botellas de las marcas de cerveza mexicanas. Para el porcentaje restante, se han firmado convenios de largo plazo con otros productores de vidrio.

En el caso del vino y bebidas espirituosas, los principales componentes son: productos agrícolas como uvas y granos y materiales para el envasado, principalmente vidrio. La mayoría de los requerimientos anuales de uvas son satisfechos por 180 cultivadores independientes en Estados Unidos, y 55 en Nueva Zelanda e Italia. Los precios pactados varían año a año y dependen de las condiciones del mercado de ese momento.

Al 28 de febrero de 2021, Constellation Brands era dueña o había firmado leasings por 18.200 acres de tierra y viñas. Esta extensión de tierras solamente abastece un pequeño porcentaje de las necesidades totales de uvas para la producción de vino. Sin embargo, éstas son las que generalmente proveen las uvas para los vinos de gama más alta.

Los licores y destilados que producen e importan requieren varios insumos agrícolas que se obtienen a través de arreglos contractuales y mercado abierto.

Se utilizan materiales como vidrio, botellas de plástico, tapas, corchos, etiquetas y cartones para embotellar licores y destilados. Después de la compra de uvas, las botellas de vidrio son el mayor componente del costo de mercaderías vendidas. En Estados Unidos la industria de botellas de vidrio es altamente concentrada. En la actualidad solamente un proveedor satisface la mayoría de la demanda de botellas de la empresa.

Cabe destacar que la industria de bebidas alcohólicas tiene un nivel alto de estacionalidad en prácticamente todas sus categorías. Las ventas de cerveza son típicamente más altas durante el primer y segundo cuarto del año fiscal, coincidentes con la primavera y el verano en los Estados Unidos. Las ventas de vino y bebidas espirituosas son típicamente mayores durante el tercer cuarto del año fiscal, debido a la temporada de festividades.

En el año fiscal 2021 las ventas netas de cerveza fueron mayores en el segundo y tercer trimestre, ya que los niveles de inventario en los canales de distribución se repusieron luego de una desaceleración de la producción relacionada con el COVID-19.

En cuanto a la distribución, en Estados Unidos, los productos de Constellation Brands son principalmente distribuidos por mayoristas que generalmente tienen redes de distribución separadas para cartera de cervezas, por un lado, y vinos y bebidas espirituosas por el otro. Adicionalmente, en algunos Estados en donde el gobierno actúa como un distribuidor, canalizan los productos a través de agencias estatales de control de bebidas alcohólicas, las cuales definen el precio al consumidor de los productos. Lo vendido a través de estas agencias está sujeto a determinadas obligaciones de realizar y mantener listados de precios.

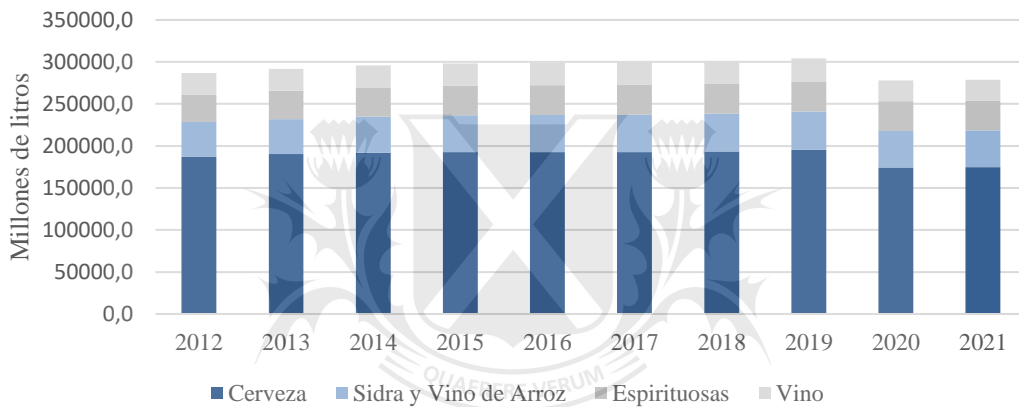
Aproximadamente el 70% del volumen de vino etiquetado, el portafolio de destilados y licores se distribuye a través de la relación comercial con un único distribuidor.

2. Análisis de la Industria y posicionamiento Competitivo de Constellation Brands

2.1. El Mercado global de cerveza

Son consideradas cervezas aquellas bebidas fermentadas producidas a partir de la Malta. Mundialmente hablando, la producción de cerveza tiene una participación de mercado prominente:

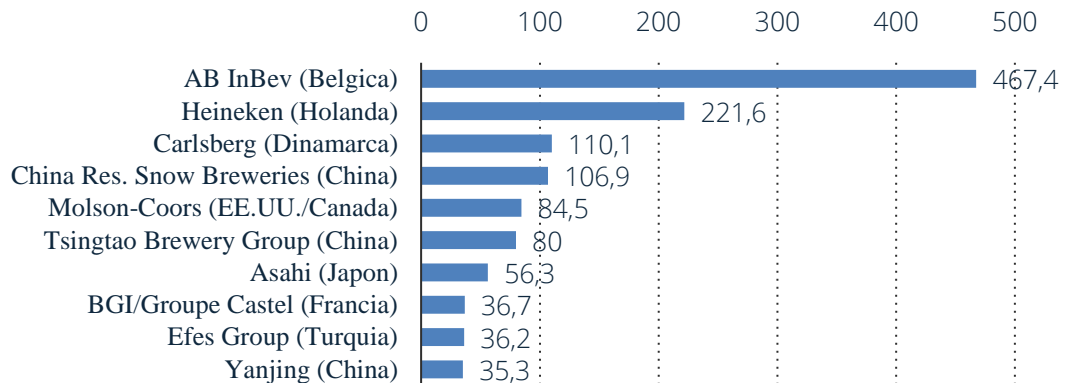
Gráfico 7: Volumen de producción mundial por tipo de bebida alcohólica



Fuente: Statista, dossier del mercado global de bebidas alcohólicas.

Globalmente Anheuser-Busch InBev, Heineken, China Resources, Carlsberg y Molson Coors constituyen las compañías más importantes en este sector.

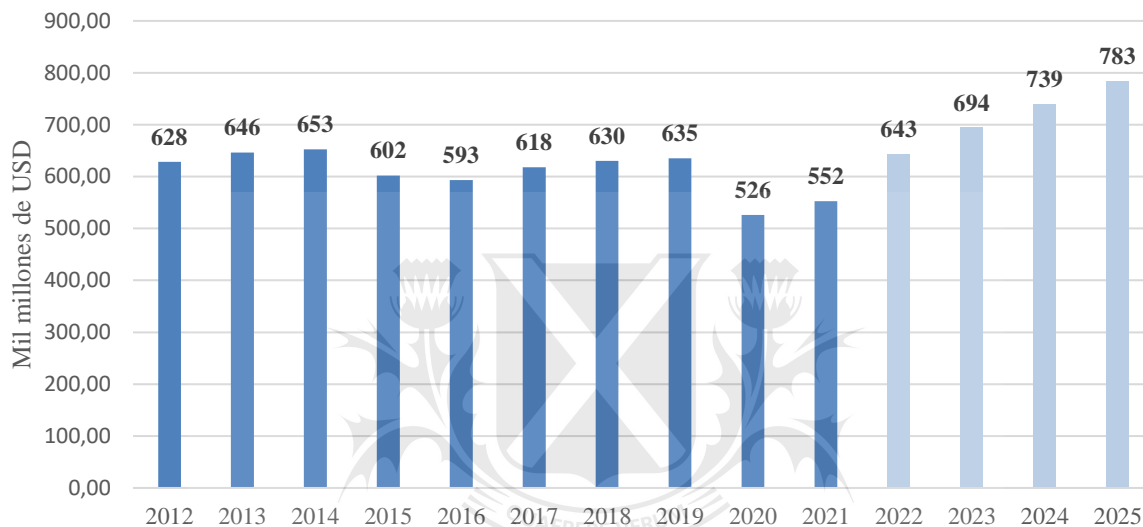
Gráfico 8: Volumen de cerveza producido por compañía en millones de hectolitros en 2020



Fuente: Statista, dossier del mercado global de cerveza.

Por si sola Ab InBev representa el 30% de la producción mundial luego de una década de continuas adquisiciones. En conjunto, las cinco compañías mencionadas constituyen una participación del 60% de la producción global.

Gráfico 9: Ventas mundiales de Cerveza en mil millones de dólares



Fuente: Statista, dossier del mercado global de cerveza.

En término de ventas, el tamaño del mercado global de cerveza fue de USD525,80 mil millones en 2020 y USD552,40 en 2021. Proyecciones de la industria indican que esta cifra podría incrementarse a USD783,40 mil millones para 2025, lo que implica una CAGR del 9.13% aproximadamente. Debido al impacto del COVID-19, la tasa de crecimiento se ha retraído en los últimos dos años, sin embargo, se espera que, a medida que las consecuencias de la pandemia mermen, la industria vuelva a retomar el ritmo de años anteriores.

Una característica de la evolución proyectada para todas las categorías de bebidas alcohólicas es que el fuerte crecimiento de los primeros años se encuentra principalmente potenciado por las reaperturas y la postergación de eventos que se acumularon a raíz de la pandemia. Es esperable que la recuperación de ventas en premisas sea el principal potenciador del incremento en los niveles de ventas de la industria.

Las nuevas tendencias siguen atrayendo consumidores los cuales, a su vez demandan nuevos sabores, traccionando favorablemente la evolución del mercado. El surgimiento de nuevas tecnologías de fermentación también impacta favorablemente en los patrones de consumo.

Factores generales de desarrollo:

- Incremento de ingreso disponible y occidentalización de consumidores: Las mejores condiciones económicas y el crecimiento del PBI en países en desarrollo son factores que contribuyen al crecimiento del mercado de bebidas alcohólicas, principalmente en regiones como Sudamérica, África y el sudeste asiático. A su vez, la aceptación de la cultura occidental y la modernización entre consumidores contribuye a un crecimiento global de la industria de la cerveza.
- Prevalencia del alcohol en reuniones sociales: Históricamente las bebidas alcohólicas han ocupado un rol protagónico en reuniones sociales y deseos individuales. La cerveza es una de las más famosas debido a su baja graduación alcohólica, lo permite mayor penetración entre consumidores. La escalada de nuevos grupos de consumidores que intentan mantener un determinado estatus promueve el crecimiento del mercado.
- Nuevas tendencias y variedades: El mercado de cervezas se ha ido diversificando y sofisticando con el surgimiento de micro cervecerías. Esto implica contar con un mayor abanico de variedades a la hora de captar nuevos consumidores que, a su vez, demandan mayor cantidad de productos.

Posibles limitantes:

- Incorporación de hábitos más saludables y limitaciones en la publicidad: En los últimos años las personas se han enfocado en el bienestar y han incorporado una mayor cantidad de prácticas saludables. Esto conlleva a un menor consumo de bebidas alcohólicas. Haciéndose eco de estas tendencias, muchos entes gubernamentales han dispuesto limitaciones en lo que se refiere a prácticas de marketing.

2.2. Categorías de segmentación

La industria de la cerveza se puede segmentar según su tipo, canal de distribución, envasado, categoría, producción y región.

Basado en el tipo de cerveza, el mercado se encuentra dividido en Lager, Ale, Stout, Porter, Maltas y otros. Las Lager son el tipo de cerveza más famosa del mundo debido a su noble proceso de fermentación en el que se obtiene un producto refrescante. Es fermentada en el fondo y se obtiene un graduación alcohólica entre 5% y 11%.

En la búsqueda de productos de mayor categoría por parte de los consumidores, han surgido Lagers premium. Las Ales son fermentadas en la parte superior y, a diferencia de la levadura utilizada en las Lager,

esta es más tolerante al alcohol. Este tipo de cervezas son más comunes entre las cervecerías artesanales porque tiene un proceso de fermentación más corto, de tan solo siete días. Esto resulta más conveniente para pequeños productores que no cuentan con grandes tanques de fermentación.

Es esperable que aumente la demanda de Ales en un futuro debido a la inclinación de jóvenes hacia bebidas con menor graduación alcohólica. Las Porters son conocidas por su color oscuro y sus aromas a malta tostada. Pueden ser frutadas o secas dependiendo de la malta que se use. Las Stout al igual que las anteriores son Ales tostadas, pero su sabor es menos dulce y con notas a café.

Con la proliferación de las micro cervecerías y la producción artesanal han surgido nuevos subtipos de cervezas y un gran abanico de variedades. La sofisticación de los consumidores dió lugar a que se incorporen nuevos ingredientes en la producción de cerveza, por lo que es probable que esta clasificación evolucione a lo largo del tiempo.

En lo que respecta a los canales de distribución, se puede dividir a la industria en aquellos cuyo consumo se realiza en el momento y los que no. Por estos últimos nos referimos a las tiendas como supermercados, licorerías, vinotecas y otros que, en rasgos generales, ofrecen el producto a un bajo costo. Por el contrario, los canales con consumo en las premisas como los restaurantes, bares y discotecas se caracterizan por vender cerveza a precios más elevados.

El impacto del Covid-19 disminuyó fuertemente las ventas dentro de estos establecimientos mientras que incrementó las ventas hogareñas. Incluso se dió el surgimiento de canales de venta directa de manera online. Es de esperarse que, a medida que se levanten restricciones, las ventas en premisas vuelvan a la normalidad.

Basado en el envasado, el mercado se divide en vidrio, latas y otros. Los dos primeros son los métodos más importantes, siendo el segmento de botellas de vidrio el que lidera la participación de mercado. Los consumidores lo eligen debido a que es confiable, saludable y sustentable. También tiene un costo de procesamiento muy bajo, durable, no es poroso e impermeable al oxígeno. Los fabricantes de cerveza consideran que la experiencia de consumo con botella de vidrio tiene un appeal de mayor categoría.

Sin embargo, hay una creciente preferencia por las latas debido a sus propiedades beneficiosas relacionadas con la conveniencia para almacenar y limitar la exposición a rayos UV que podrían alterar el sabor.

En lo que se refiere a categoría, la industria se puede segmentar en populares, premium y super premium. El segmento premium es el que tiene mayor participación de mercado y es esperable que se mantenga dominante. Este tipo de cervezas se obtiene utilizando granos de mayor calidad y usualmente son consumidas en bares y restaurantes.

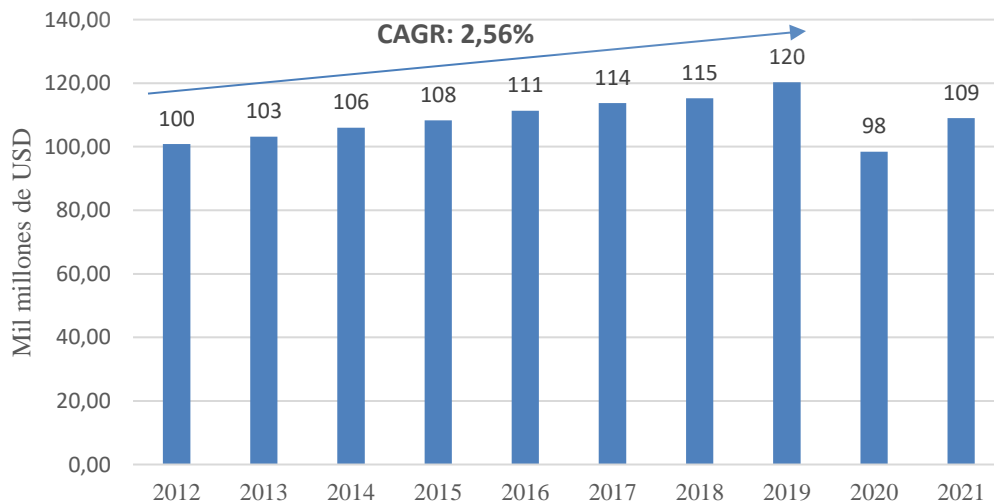
Por otro lado, basados en el tipo de producción, se puede catalogar en macro cervecías, micro cervecías y productores artesanales. Las macro cervecías dominan ampliamente el mercado. Esto se debe a que ha habido una ola de adquisiciones y fusiones que transformaron el mercado global de cerveza concentrado en compañías multinacionales. Si bien también han surgido numerosas micro cervecías, generalmente son absorbidas por estas empresas cuya estrategia depende de incorporar nuevas marcas a su portafolio de productos.

Por último, a nivel regional, Europa se destaca dado que la cerveza ocupa un rol importante pues forma parte de su patrimonio cultural. Europa es considerada una de las principales regiones de producción del mundo con 11.000 cervecías. Los países de Asia que dan al Pacífico conforman otra región liderada por países como India, China y Australia. En este caso los consumidores vienen aceptando la occidentalización de patrones por lo que han proliferado varios canales de producción y distribución de cerveza. Norte América cuenta con el mayor mercado del mundo y es el lugar por excelencia para la venta de cerveza.

2.3. Mercado de cerveza de Estados Unidos

El mercado de cerveza de Estados Unidos alcanzó ventas por USD98,40 mil millones en el año 2020 y USD109 mil millones en el año 2021. Como muestra el gráfico 10, se puede apreciar un declive en los dos últimos años derivado de las consecuencias de la pandemia.

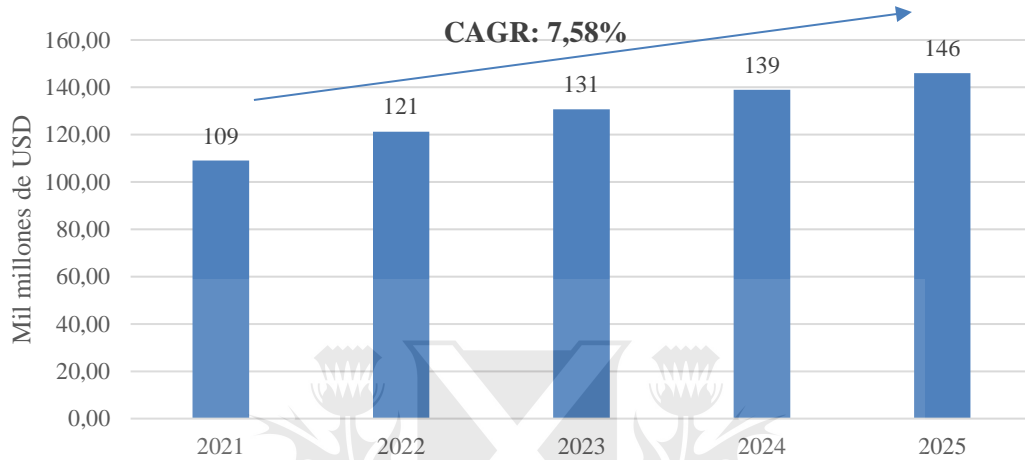
Gráfico 10: Ventas de cerveza en Estados Unidos



Fuente: Statista, dossier del mercado de cerveza de Estados Unidos

Aislado los últimos dos períodos, el mercado de cervezas de Estados Unidos presenta un crecimiento sostenido con una tasa CAGR de 2,56% para el periodo 2012-2019. En el año 2021 ya se puede apreciar una recuperación, se espera que las ventas retomen una tendencia alcista para los próximos años.

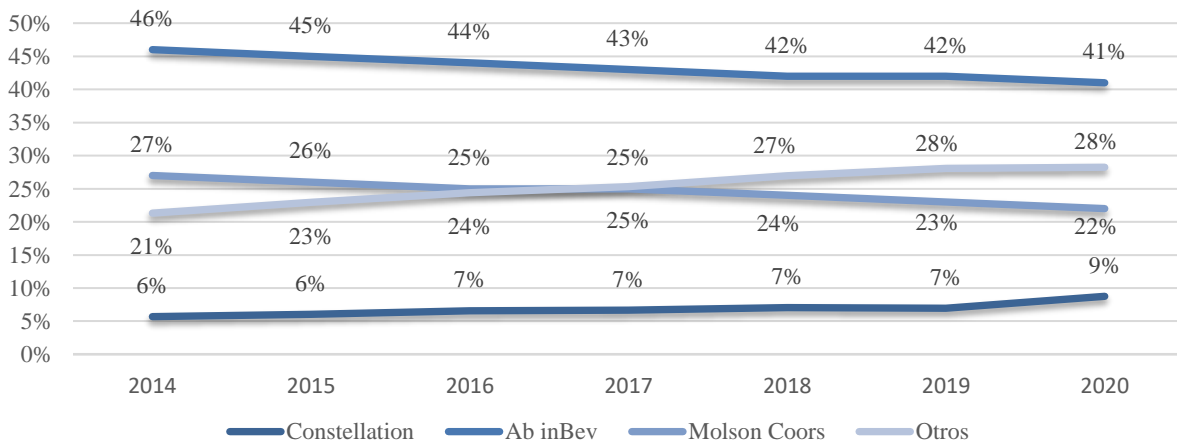
Gráfico 11: Ventas de cerveza proyectadas en Estados Unidos



Fuente: Statista, dossier del mercado de cerveza de Estados Unidos

Las dos cervecerías más importantes de los Estados Unidos son Anheuser-Busch InBev y Molson Coors Beverage Company. En conjunto conservan el 65% del mercado nacional de cerveza medido por nivel de ventas, lo que da cuenta del alto grado de concentración del mercado. La primera contaba con el 41% de participación de mercado en 2020 mientras que la segunda se estima poseía un 22%. Otros competidores significativos incluyen a Heineken y Boston Beer Company.

Gráfico 12: Cuotas de mercado de cerveza en Estados Unidos



Fuente: Statista, dossier del mercado de cerveza de Estados Unidos

El gráfico 12 muestra la evolución histórica de la cuota de mercado de las empresas líderes de la industria. La de Constellation Brands ha ido evolucionando favorablemente con un marcado salto en el 2020. A pesar de que Anheuser-Busch InBev y Molson Coors continúan dominando el mercado, el número de cervecerías se ha incrementado significativamente. Por ejemplo, en 1.983 existían apenas 100 cervecerías mientras que, en 2020, 6.406 establecimientos reportaron producción de cerveza. Sin embargo, el 90% de ellos son pequeños dado que reportaron una producción menor a los 15.000 barriles.

La cerveza vendida en Estados Unidos es usualmente segmentada basada en su precio y calidad percibida. Estos segmentos van evolucionando con el correr del tiempo. Si se toma como referencia a Anheuser-Busch InBev, ellos agrupan sus cervezas en cinco segmentos en orden ascendente de precio y calidad: “value”, “core”, “core plus”, “premium” y “super premium”. Otras segmentaciones diferencian importadas, bebidas de malta y micro cervecerías.

Marcas de cerveza en el segmento más bajo incluyen Busch Light y Keystone Light, en el segmento “core” Miller Lite y Budweiser. En el “coreplus” Michelob Ultra. Las marcas de cerveza en el segmento “premium” incluyen cervezas importadas como Corona Extra y Heineken. Por último, el segmento “Super Premium” lo ocupan otras cervezas importadas y artesanales.

Mientras que los dos segmentos inferiores acaparan la mayoría del mercado, las preferencias de los consumidores migraron recientemente hacia cervezas importadas mexicanas como así también hacia cervezas artesanales. Esto implica que los dos segmentos superiores se encuentren en crecimiento y ganen participación de mercado como es el caso de Constellation Brands.

Esta tendencia de mercado ha incrementado las alternativas que tienen los consumidores en los segmentos “Premium”, a medida que las cervecerías fueron poniendo foco para satisfacer la demanda creciente. Los consumidores pueden bajar o subir de segmento en respuesta a cambios en los precios. Sin embargo, las cervecerías en general tienen incentivos a mantener precios bien diferenciados entre segmentos para evitar la canibalización entre sus propios productos.

2.4. Competencia

Anheuser-Busch InBev es una empresa cervecera con más de 500 marcas icónicas. La posición de liderazgo en la mayoría de los mercados y una fuerte presencia global brindan economías de escala, lo que le garantiza el crecimiento de sus marcas en varios países a nivel mundial.

Su estrategia se basa en desarrollar la cartera de marcas que satisfagan las amplias necesidades de los consumidores en términos de rango de precios, perfiles de sabor y significado de marca. Fundada en 1366 y con sede en Bélgica, Ab InBev es uno de los mayores productores en términos de volúmenes y se encuentra entre las cinco principales compañías de consumo del mundo.

Tras la adquisición de SABMiller en octubre de 2016, la empresa ocupa el primer lugar en la industria cervecera. La diversa cartera de la empresa incluye marcas globales como Budweiser, Stella Artois, Corona (fuera de Estados Unidos), Beck's, Hoegaarden, Leffe, Michelob Ultra, Aguila, Antartica, Bud Light, Brahma, Cass, Castle, Castle Lite, Cristal, Harbin, Jupiler, Modelo Especial (fuera de Estados Unidos.), Quilmes, Victoria, Sedrin y Skol.

Comercializa sus cervezas en más de 150 países y generaron ventas por USD54.3 mil millones en 2021. Operan seis unidades de negocio que incluyen Norte América (30% de sus ventas), América Central (23,1 %), América del Sur (17,5 %), Asia Pacífico (12,6 %), EMEA (14,8 %) y Exportación Global y Sociedades Controladoras (2%).

Molson Coors Beverage Company, anteriormente conocida como Molson Coors Brewing Company, se formó mediante la fusión de Molson Inc. y Adolph Coors Co. en febrero de 2005. Este fabricante y vendedor mundial de cerveza tiene una gran cartera diversa de marcas.

Ésta incluye marcas como Blue Moon, Miller Lite, CoorsBanquet, Coors Light, Miller Genuine Draft, Staropramen, Carling, Molson Canadian, Creemore Springs, Henry's Hard, Cobra, Doom Bar y Leinenkugel's. Molson Coors elabora productos innovadores y de alta calidad con el objetivo de deleitar a los bebedores de cerveza de todo el mundo, con el objetivo de convertirse en la primera opción para sus consumidores. Sus principales mercados son Estados Unidos, Canadá y Europa.

La compañía opera en dos segmentos: América del Norte (incluye operaciones en los Estados Unidos, Canadá y el centro corporativo), contribuyó con casi el 82,5 % de sus ventas netas en 2021; y, Europa (opera como un segmento independiente, incluidas las regiones de África y Asia Pacífico) que contribuyó con casi el 17,5 % de las ventas netas de la empresa en 2021.

Heineken es el mayor productor de cerveza de Europa occidental y, tras la adquisición de SABMiller por parte de Anheuser-Busch InBev, es la segunda cervecera más grande del mundo. Tiene la posición de

liderazgo en muchos mercados europeos, incluidos los Países Bajos, Austria, Grecia e Italia.

Su marca insignia, Heineken, es la lager premium internacional líder en el mundo. Otras marcas destacadas de la empresa incluyen Amstel, Desperados, Sol, Tiger, Tecate, Red Stripe y Birra Moretti. La empresa tiene operaciones en América, África, Medio Oriente y Europa del Este, Europa y Asia Pacífico.

The Boston Beer Company, fundada en 1984, es una de las cervecerías artesanales más grandes de los Estados Unidos. La empresa vende bebidas alcohólicas en los Estados Unidos, Canadá, Europa, Israel, Australia, Nueva Zelanda, el Caribe, la Cuenca del Pacífico, México y América Central y del Sur.

Tiene cuatro cervecerías propias de la empresa, en Boston, Cincinnati, Pensilvania y Los Ángeles. Los productos cerveceros se posicionan principalmente en la categoría "Mejor cerveza", que incluye cervezas artesanales, cervezas nacionales especiales y cervezas importadas. La compañía es conocida por sus marcas de cerveza Samuel Adams Boston Lager o Sam Adams Boston Lager bajo las cuales vende alrededor de 60 tipos diferentes de cervezas. Además, la empresa vende 20 cervezas de otras marcas.

2.5. Distribución de cerveza

La 21a enmienda que termino con la prohibición en los Estados Unidos en 1933 incorporó especial deferencia a las leyes estatales en relación con las bebidas alcohólicas. En consecuencia, la regulación estatal tiene un rol significativo en el mercado norteamericano. Muchos estados requieren que las bebidas alcohólicas se vendan a través de una cadena de comercialización de tres niveles en el que pasan del productor al distribuidor y del distribuidor al comerciante.

También se exige que ningún negocio que opere en un nivel en particular sea dueño o ejerza dominio significativo sobre otro que opere en un nivel diferente. Algunos estados como California permiten que los productores sean dueños de su propia distribución. En otros estados, las leyes permiten que se haga una oferta limitada de productos directamente a los consumidores. Sin embargo, estos casos son menores respecto a la totalidad de los productos comercializados.

Para citar un ejemplo, en Indiana se permite que las cervecerías que producen hasta 90.000 barriles por año distribuyan ellas mismas hasta 30.000 barriles dentro del estado. Los grandes productores están obligados a utilizar distribuidores. En otros estados, se permiten 2 niveles en el canal de distribución, es decir que los fabricantes son dueños de los distribuidores.

Durante el 2020 existieron 3.000 distribuidores de cerveza en Estados Unidos. Muchos de estos tienen límites territoriales según lo que establece la ley lo cual limita la competencia entre ellos. Además, en general los distribuidores terminan asociándose con Anheuser-Busch InBev o Molson Coors

reduciéndose el mercado a dos distribuidores principales. Pequeñas cervecerías usualmente se ven obligadas a asociarse a alguno de ellos, lo cual las deja relegadas debido a que los distribuidores se enfocan en el portafolio de marcas de las cervecerías más grandes.

Algunas preocupaciones surgen a medida que los distribuidores crecen. En primer lugar, marcas locales podrían perjudicarse si los distribuidores se enfocan en grandes marcas nacionales a sus expensas. Además, a medida que se van expandiendo geográficamente, los distribuidores le podrían solicitar a las cervecerías que usen sus canales de distribución en múltiples locaciones. Por último, una vez que la cervecería se encuentra establecida con el distribuidor en múltiples estados, si la cervecería quisiera terminar el contrato en un estado en particular, debido a las leyes locales y la relación multi estado, lo encontraría prácticamente imposible. Esto podría constituir una barrera de entrada para las pequeñas cervecerías.

2.6. Influencia gubernamental

El mercado de cerveza se ha vuelto extremadamente concentrado últimamente, entre otros motivos, por la falta de intervención en fusiones y adquisiciones de la empresa en la industria. Ejemplo de esto ocurrió en 2008 cuando SABMiller PLC y Molson Coors Brewing Company se fusionaron siendo la segunda y tercer cervecería más grande de los Estados Unidos. Después de ello, hay evidencia de que el nuevo conglomerado realizó un aumento de precios.

Se podría afirmar que la industria realiza una coordinación tácita entre las grandes firmas, ya sea a la hora de fijar sus precios o creando barreras de entrada conjuntas. La coordinación tácita ocurre cuando compañías en un mercado concentrado, sin realizar un acuerdo, incurren en conductas que bloquean entrantes o comparten poder monopólico.

Por ejemplo, Anheuser-Busch InBev ha aplicado una estrategia de liderazgo de precio en la que pretender incrementar los precios de toda la industria al ser la primera en anunciar los aumentos de precios para el año siguiente. Cuando los rivales siguen los precios del líder permiten que incrementos mayores sean aún redituables para el líder, dado que es menos probable que los consumidores elijan otras marcas.

Contrario a lo comentado anteriormente, ha habido casos en los que se accionó para limitar prácticas que no favorezcan la competencia y frenar, en cierta medida, la consolidación de la industria. Por ejemplo, en 2013 Anheuser-Busch InBev realizó una oferta de USD20.1 mil millones para adquirir Grupo Modelo. Las marcas Corona y las diferentes variaciones de Modelo competían con Budweiser y, al incorporarlas, la empresa tendría mayor poder para incrementar el precio de todo su portafolio. En ese entonces MillerCoors

modificaba sus precios de acuerdo con una estrategia líder seguidor, sin embargo, los productos de la marca Modelo limitaban el poder de las dos compañías, lo que las obligaba a mantener o reducir sus precios.

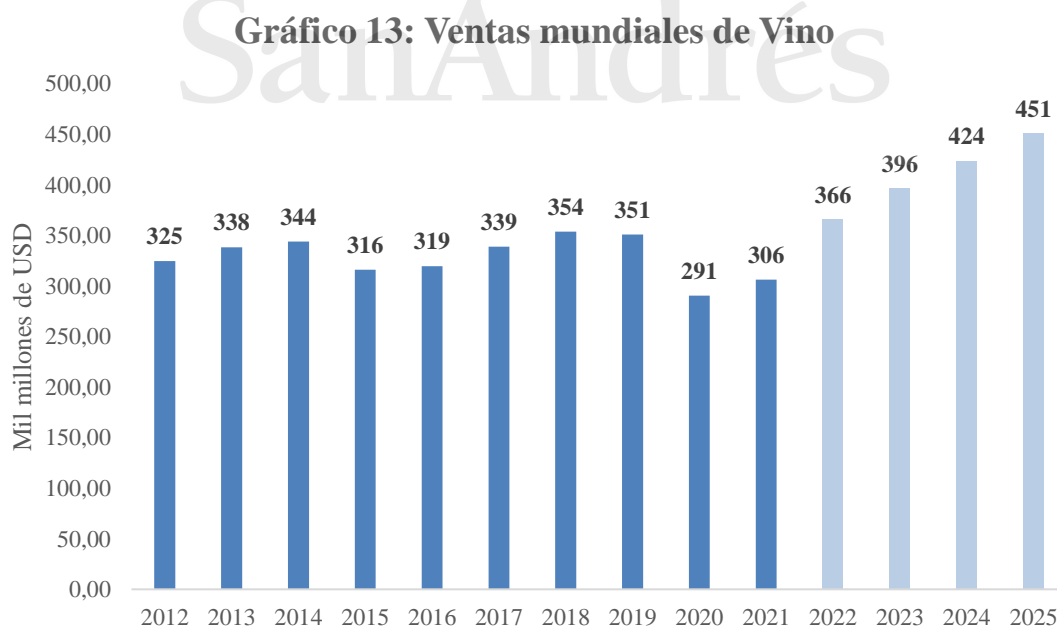
En un acuerdo con Anheuser-Busch InBev, se la obligó a despojarse de todo el negocio en los Estados Unidos de Grupo Modelo y su cervecería en México para que pase a manos de Constellation Brands. Desde entonces Constellation Brands ha sido exitoso en incrementar sus ventas de las marcas Modelo, triplicando la capacidad productiva.

Dos años más tarde, se le prohibió a Anheuser-Busch InBev adquirir el negocio en los Estados Unidos de SABMiller y, efectivamente, monopolizar la industria de la cerveza. La transacción hubiera significado unificar más del 70% de las ventas dentro de los Estados Unidos en un solo proveedor.

2.7. El Mercado global de vino

El mercado de vino incluye aquellas bebidas alcohólicas derivadas de la fermentación de uvas. Por volumen es el menor segmento en la industria global de bebidas alcohólicas.

En relación con la altamente concentrada industria de la cerveza, como en otros negocios cuyo principal insumo es agrícola, la industria vitivinícola se encuentra mucho más fragmentada. Mundialmente, las cinco mayores compañías, E & J Gallo, Constellation Brands, The Wine Group, Treasury Wine Estate y Vina Concha y Toro en conjunto suman una cuota de mercado del 9%.



Fuente: Statista, dossier del mercado global de vino

El tamaño del mercado global de vino en términos de ventas fue de USD290,50 mil millones en 2020 y USD306,20 en 2021. Proyecciones de la industria indican que esta cifra podría incrementarse a USD450,70 mil millones para 2025, lo que implica una CAGR del 10.15% aproximadamente. A pesar de la disminución de los últimos años, se espera que la industria retome un sólido sendero de crecimiento.

El vino cautiva a los consumidores evocando paisajes rurales y experiencia de consumo relajada. La creciente sociabilización y la baja graduación alcohólica respecto a bebidas más fuertes consolidan al vino como una de las bebidas más relevantes de la industria.

Crecimiento del segmento premium e incorporación del vino en lata: El consumo del vino cada vez se encuentra más asociado a un estilo de vida lujoso y sofisticado. Los compradores en economías desarrolladas se han vuelto conocedores, por lo que se encuentran en constante búsqueda de diferentes variedades y mayor calidad. Al haber clientes más capacitados para juzgar el producto, las diferentes empresas se han enfocado recientemente en llevar al mercado marcas premium que brinden una experiencia sensorial evolucionada. El crecimiento del segmento premium es una tendencia consolidada y es fuente de ingresos consistentes de largo plazo. Por el contrario, en los segmentos bajos, la incorporación de la lata como medio de consumo brinda la oportunidad de introducir a jóvenes consumidores dado que resulta más económico y accesible.

Factores de desarrollo: Al igual que lo mencionado anteriormente con la cerveza, la sociabilización del consumo de alcohol y la creciente occidentalización resultan en un incremento de los patrones de consumo del vino. Determinadas bebidas y marcas son vistas como un símbolo de status, lo cual garantiza una demanda sólida de determinados segmentos justificado simplemente por el hecho de querer pertenecer. El surgimiento del comercio electrónico es otra fuente de generación de ingresos. La pandemia aceleró muchos procesos en el sector, por ejemplo, en Europa los volúmenes comercializados en este canal aumentaron un 180%. Se espera que los desarrollos tecnológicos que facilitaron una distribución más eficiente continúen y profundicen esta tendencia.

Factores limitantes: El cambio gradual de los consumidores hacia otras bebidas alcohólicas podría limitar el crecimiento. La innovación de la industria les permite a los productores lanzar nuevos productos con el afán de captar la atención de los consumidores. Sin embargo, ante las preferencias cambiantes, esto podría acotar el crecimiento de productos vigentes.

2.8. Segmentación

La industria del vino se podría segmentar en múltiples formas dependiendo de la profundidad del análisis. De manera muy amplia, se podría dividir en vino tradicional y los espumantes. El vino tradicional es una de las bebidas más antiguas y aún hoy conserva su popularidad. La creciente asociación con ocasiones especiales o tipos de comidas la ha convertido en una bebida muy versátil. Los espumantes también han ganado mucha popularidad y su consumo se lo asocia a eventos o reuniones sociales. En muchas regiones del mundo, el consumo se ha tornado experimental debido a la creciente demanda de variaciones innovadoras.

Otra forma de catalogarlos es entre vino tinto, blanco y rosados. El primero es el segmento dominante históricamente debido a su gusto, la experiencia al tomarlo e incluso sus propiedades saludables cuando se lo consume en justa medida. Los blancos le siguen en popularidad debido a su frescura y especial maridaje con determinadas comidas. Los vinos rosados son más versátiles, combinando la suavidad de los vinos blancos y el cuerpo de los tintos. Son fáciles de beber y populares, especialmente entre mujeres.

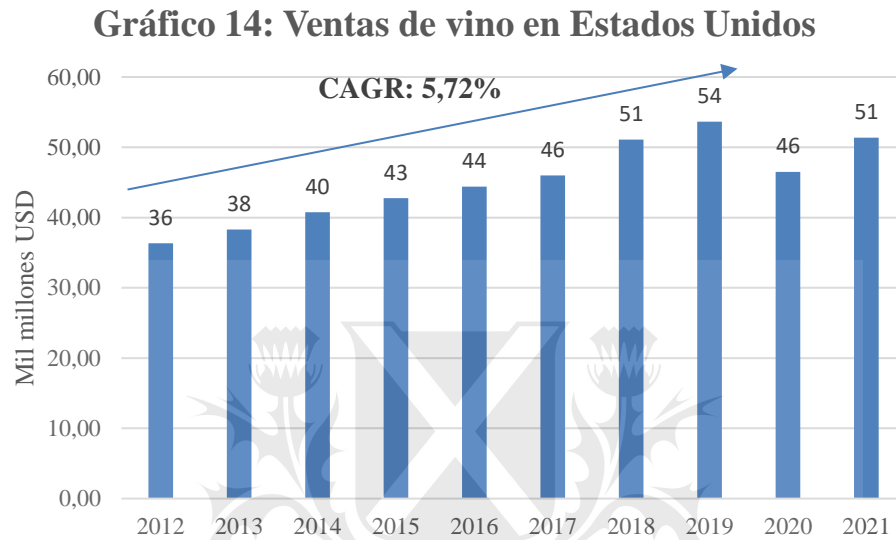
Por otro lado, también se los podría diferenciar según la uva utilizada para su elaboración. Los varietales más populares en los Estados Unidos son el Cabernet Sauvignon y el Chardonnay. Sin embargo, debido a la popularidad creciente de los vinos de corte o “blends”, esta clasificación se torna difusa.

Segmentación geográfica: Europa es la región con mayor participación de mercado, siendo la oferente de los mejores varietales del mundo y, a su vez, el mayor consumidor alcanzando los USD204.94 mil millones en 2020. De acuerdo a la organización internacional “Vine and Wine” en 2020 la Unión Europea produjo el 48% del vino consumido en el mundo, un volumen estimado en 112 millones de hectolitros. Francia encabezó el consumo con un volumen de 24.7 millones de hectolitros seguido por Italia con 24.5 mhl. Norteamérica es el segundo mercado más grande. La región tiene un potencial enorme de crecimiento debido a la inclinación de los millenials hacia tendencias premium. Durante el 2020, Estados Unidos fue el país con mayor consumo, logrando los 33 millones de hectolitros, es decir un 14% del consumo mundial. Las ventas en el estado de California alcanzaron los USD40 mil millones.

En lo que respecta a Asia, se espera que mantenga su participación de mercado con la tendencia creciente por parte de China de desarrollar bodegas locales, aunque se encuentren en una etapa temprana de la industria. Por otro lado, salvo por países particulares, se espera que tanto Sudamérica como África y el medio oriente mantengan la menor participación de mercado debido a la escasa penetración de mercado que tiene el vino.

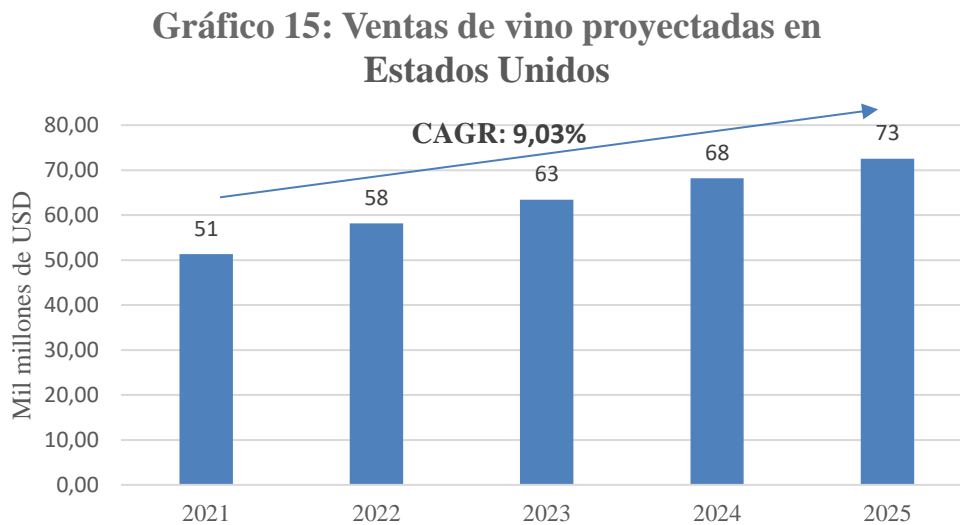
2.9. Mercado de vino en Estados Unidos

El mercado de vino de Estados Unidos alcanzó ventas por USD46,49 mil millones en el año 2020 y USD51,35 mil millones en el año 2021. Como muestra el gráfico 14, se puede apreciar un declive en el 2020, derivado de las consecuencias del COVID-19.



Fuente: Statista, dossier del mercado de vino de Estados Unidos

Aislando los últimos dos períodos, el mercado de vino de Estados Unidos presenta un crecimiento sostenido con una tasa CAGR de 5,72% para el periodo 2012-2019. En el año 2021 ya se puede apreciar una recuperación, por lo que se espera que las ventas retomen tendencia alcista para los próximos años.



Fuente: Statista, dossier del mercado de vino de Estados Unidos

2.10. Competencia

Entre los mayores proveedores de vino de los Estados Unidos se destacan: E. & J. Gallo, Constellation Brands, The Wine Group y Trinchero Family Estates.

E. & J. Gallo es una empresa familiar líder del mercado mundial de vino. Durante varias décadas, E. & J. Gallo fue conocido principalmente por vinos económicos como Carlo Rossi, Thunderbird y Boone's Farm. Estos vinos se conocieron como vinos de calle, como un guiño al lugar donde se consumían habitualmente.

En la década de 1980, se convirtió en el mayor comprador de uvas de Napa y a fines de esa década, era el propietario de viñedos más grande del condado de Sonoma. De vinos económicos pasó a enfocarse a aquellos de mayor calidad vendiendo el Gallo of Sonoma Cabernet a más de USD20.00 la botella. En 2011, E. & J. Gallo presentó Signature Series, con un Cabernet Sauvignon y un Chardonnay que se comercializa a alrededor de USD40,00 la botella.

La empresa continúa agregando nuevos viñedos para respaldar sus vinos premium en Monterey, Paso Robles y Lake County. La compañía también ha establecido presencia en Washington con la compra de las bodegas Covey Run y Columbia. Barefoot Cellars ha sido la marca más exitosa de E. & J. Gallo durante varios años.

The Wine Group se conformó originalmente para comprar Franzia y otros activos de la bodega de Coca-Cola. Desde entonces, la compañía ha crecido a través de una serie de adquisiciones oportunas. Tiene varios centros de producción en California y uno en Nueva York, donde se produce el popular vino kosher Mogen David.

The Wine Group tiene una extensa línea de vinos súper económicos, como Corbett Canyon, Glen Ellen, Foxhorn, Mogen David, Lejon (un vermú nacional), Tribuno y Franzia (líder en las ventas de vino en caja).

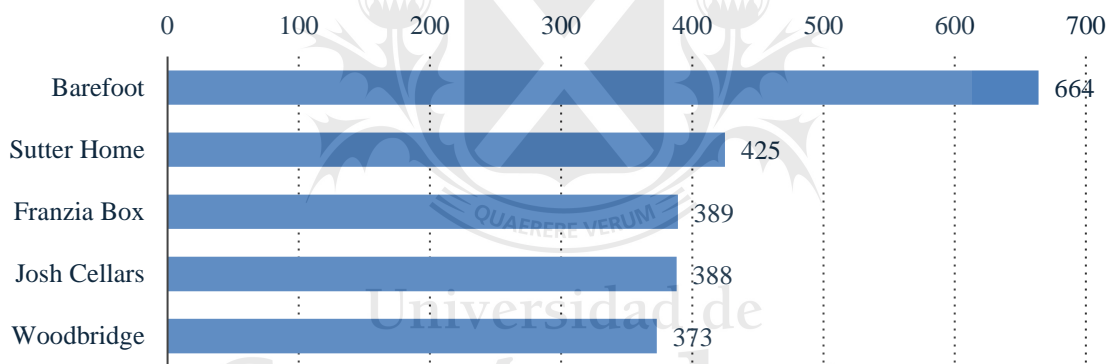
La empresa también está activa en el extremo superior del mercado de vinos de caja, con toda la línea de varietales de Corbett Canyon. Esta marca fue originalmente una bodega de la costa central de California, que ahora usan como etiqueta de importación para vinos, principalmente de Chile. Los vinos de caja se promocionan como un paquete liviano para fiestas, picnics, caminatas y otras actividades al aire libre.

En 2006, The Wine Group creó la división Underdog Wine Merchants para producir y comercializar vinos varietales premium dirigidos a los consumidores jóvenes adultos y Millenials. La cartera de marcas incluye varias marcas importadas, así como vinos de California.

Trincher Family Estates es otro competidor relevante de la industria. Sus inicios se remontan a la adquisición de la bodega Sutter Home Winery en 1948. Luego de vender vinos económicos por varios años, se destacaron por popularizar el varietal Zinfandel a través de su marca Amador. En 1987, Sutter Home White Zinfandel era el vino premium de mayor venta en el país. Sutter Home ha crecido constantemente, tanto por adquisición como por aumento de producción. La familia es propietaria de unos 7000 acres de viñedos, incluida una finca de 250 acres en Napa. Trincher también está haciendo crecer el lado premium del negocio, con énfasis en los vinos Trincher Napa Valley Family Estates, que incluye un Napa Cabernet Sauvignon de USD50,00.

En el siguiente gráfico se detallan las marcas de vino más vendidas durante el año 2020, pertenecientes en su mayoría a las empresas mencionadas anteriormente.

Gráfico 16: Ventas en millones de dólares de las principales marcas de vinos en Estados Unidos en 2020

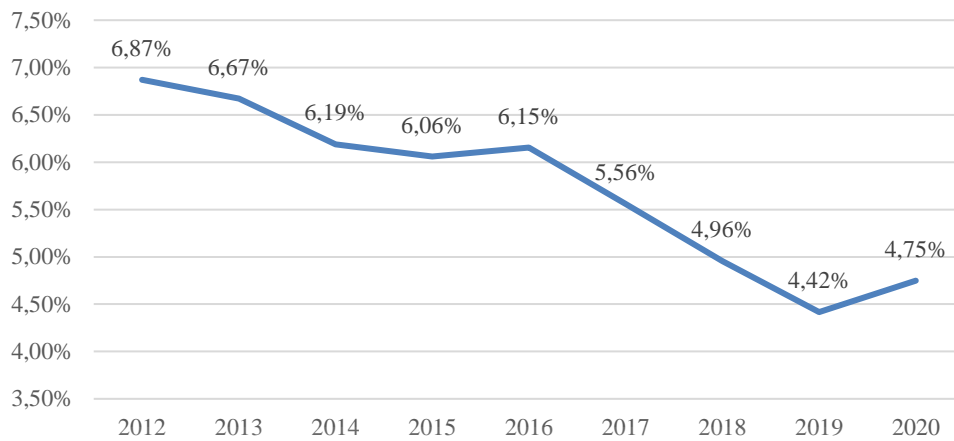


Fuente: Statista, dossier del mercado de vino de Estados Unidos

En el caso de Constellation Brands, la marca Woodbridge by Robert Mondavi se ubica quinta entre las más vendidas.

Como se mencionaba, a nivel global, la industria del vino se encuentra más atomizada. Mientras que Constellation Brands es considerado uno de los principales competidores del mercado, su participación histórica no supera el 7%. De hecho, su evolución es decreciente con el correr de los años.

Gráfico 17: Cuota de mercado de vino de Constellation Brands



Fuente: Statista, dossier del mercado de vino de Estados Unidos y reportes anuales de Constellation Brands

Dentro de las estimaciones de la industria se considera probable que dentro de los próximos tres años habrá una disminución del volumen de las ventas. También, a medida que se van dando las reaperturas, las ventas de vinos premium se van a ver beneficiadas por los eventos que se han ido postergando.

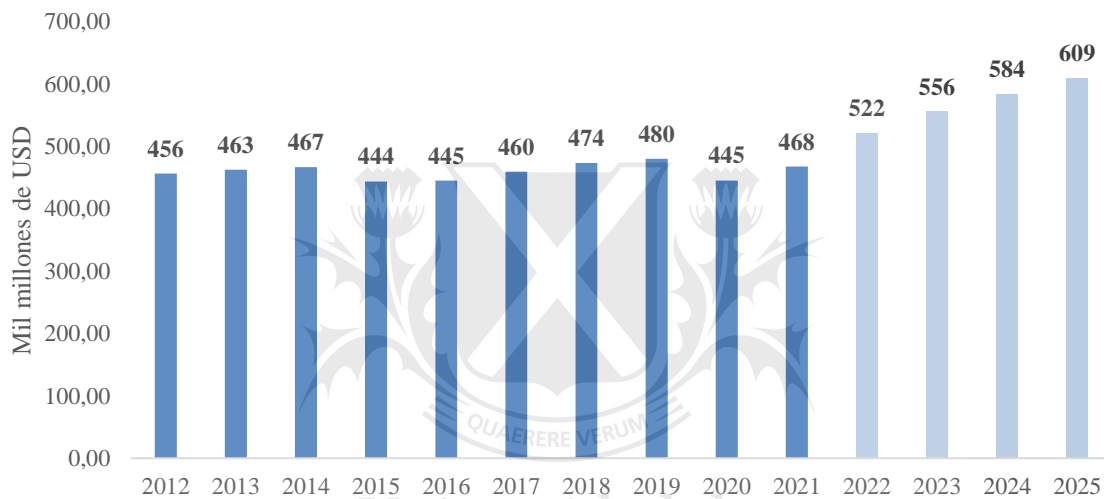
Por otro lado, es probable que la sequía se convierta en un punto central de las discusiones y la planificación de la industria, especialmente en California. Con los crecientes impactos climáticos de la sequía, los incendios, la baja humedad del suelo y los niveles récord de los embalses, habrá aún más presión para que los usuarios agrícolas y residenciales compartan el agua limitada.

En relación con los canales de distribución es esperable que los restaurantes sigan perdiendo importancia para la industria del vino como un canal de ventas viable, debido a los precios excesivos en el menú y a que los consumidores valoran otras bebidas alcohólicas.

2.11. El Mercado global de bebidas espirituosas

La industria global de bebidas espirituosas incluye a las destilerías que compran un rango de ingredientes como granos y azúcar y, a través de un proceso de fermentación o destilado, obtienen diferentes tipos de bebidas. Éstas son comercializadas por mayoristas, bares, casinos, restaurantes, hoteles y comerciantes con licencias.

Gráfico 18: Ventas mundiales de Bebidas Espirituosas



Fuente: Statista, dossier del mercado global de bebidas espirituosas

En 2020 tamaño del mercado global de bebidas espirituosas fue de USD445,40 mil millones y en 2021 USD467,70 mil millones. Las ventas fuera de premisa en la segunda mitad del 2020 amortiguaron la caída de la industria generados por la cuarentena. En 2021 se puede apreciar la recuperación del sector que retoma su tendencia alcista. Para 2025 se espera que alcance los US609,20 mil millones, lo que implica una CAGR del 6,83% aproximadamente.

Existen determinadas tendencias que ejercen influencia sobre el crecimiento de la industria. El firme incremento de la demanda de bebidas alcohólicas en prácticamente todos los segmentos demográficos impulsa el crecimiento del mercado. La influencia de las redes sociales en estudiantes universitarios o adultos jóvenes ha favorecido la penetración de bebidas espirituosas.

El mercado se ha visto impulsado por el crecimiento de ingreso disponible en países desarrollados, lo que propició el cambio de los consumidores hacia Marcas premium. En países en desarrollo, el aumento del ingreso favoreció el cambio de otras bebidas alcohólicas hacia el segmento de destilados y licores. Las

destilerías apuntan a incrementar su participación de mercado al hacer énfasis en sus propuestas de ventas únicas y ofreciendo un portafolio de productos diversos.

A continuación, se detallan las principales bebidas a nivel global:

Vodka: el mercado fue valuado en USD46 mil millones en 2019 y se espera que crezca USD8,81 mil millones para el 2024. El mayor importador de Vodka es Estados Unidos mientras que el mayor exportador Suecia.

Ron: En el 2018 el valor total del mercado global de ron alcanzo los USD15.2 mil millones. Alemania es tanto el mayor exportador como importador de la bebida. Es seguido por Italia en cuanto a la importación y Estados Unidos en lo que respecta a la exportación.

Whisky: El mercado global de Whisky tuvo un tamaño de USD61,7 mil millones en 2019. Se espera que llegue a USD96 mil millones para 2026. Estados Unidos es el mayor importador mientras que Gran Bretaña el mayor exportador.

Tequila: el mercado global de tequila se encontraba valuado en USD5 mil millones en 2020. El mayor importador es Estados Unidos, seguido por Alemania.

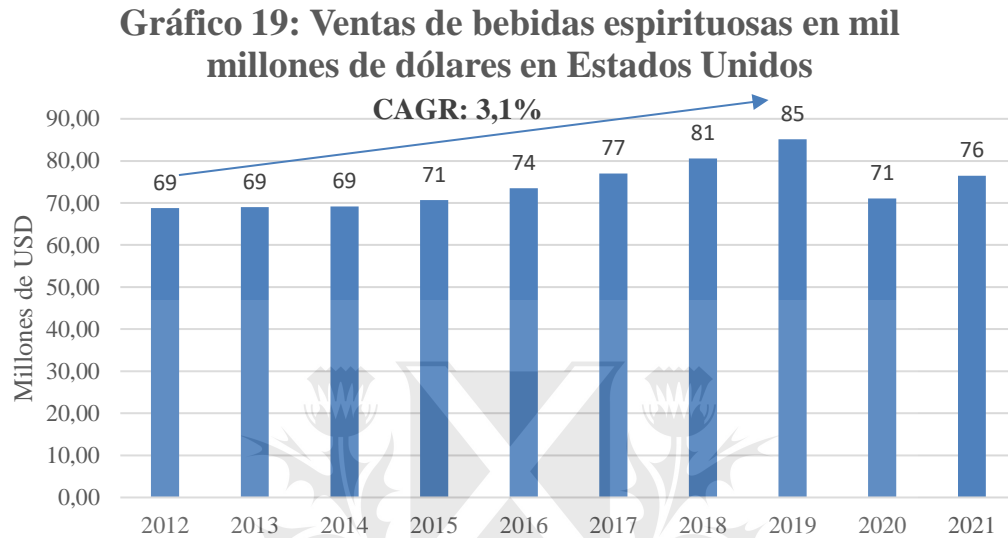
Gin: El valor del mercado de gin durante el 2019 fue USD9 mil millones. Estados Unidos también es el mayor importador mientras que Gran Bretaña el mayor exportador.

Brandy: en 2020 el mercado de Brandy se encontraba valorado en USD21 mil millones. Estados Unidos fue el mayor importador de destilados y licores a base de uva. Francia es el mayor exportador.

Tal como sucede en el mercado de cerveza, las destilerías artesanales son una parte importante de la industria. Los consumidores buscan bebidas más personalizadas y mayor variedad. Otro fenómeno es el de los cócteles listos para tomar, beneficiado por el interés de los consumidores hacia bebidas que sean portables. Entre 2019 y 2020 alrededor de 2.000 nuevas bebidas listas para tomar fueron introducidas en el mercado. En este segmento se encuentran presentes los “Hard Seltzers” cuya popularidad ha crecido notoriamente en los últimos años.

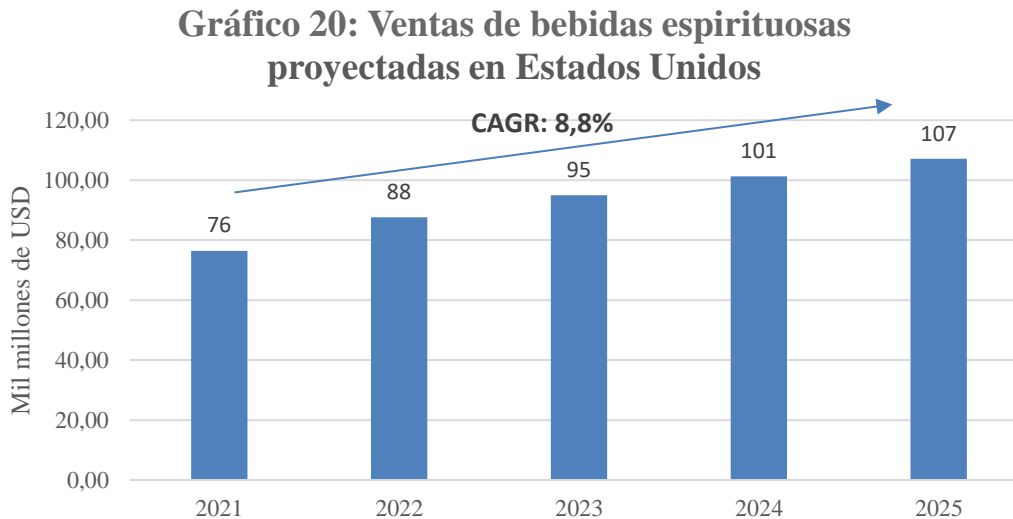
2.12. El mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos

El mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos alcanzó ventas por USD71,07 mil millones en el año 2020 y USD76,43 mil millones en el año 2021.



Fuente: Statista, dossier del mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos

Aislando los últimos dos períodos, el mercado de bebidas espirituosas de Estados Unidos presenta un crecimiento sostenido con una tasa CAGR de 3,10% para el periodo 2012-2019. Al igual que en el mercado de vino, en el año 2021 se puede apreciar una recuperación, por lo que es esperable que las ventas retomen una tendencia alcista. El gráfico 20 muestra la evolución de las ventas proyectadas:



Fuente: Statista, dossier del mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos

El mercado de bebidas espirituosas fue valuado en USD68 mil millones en 2020. En dicho período las ventas de Bourbon, Whiskey de Tennessee y Rye Whiskey aumentaron 8,2%. La tendencia hacia bebidas de calidad incrementó las ventas de los segmentos más altos de productos un 7,6% durante el 2019. En 2020 las exportaciones de bebidas espirituosas alcanzaron los 92,3 millones de gallons.

Los precios tienen una gran dispersión, yendo de productos por debajo de los \$10 a otros que valen cientos o miles de dólares. Los productos más económicos son usualmente fabricados dentro de los Estados Unidos, mientras que los más caros suelen ser importados.

La distribución de vinos y bebidas espirituosas se ha ido consolidando en los últimos años con grandes distribuidores multi estados que fueron absorbiendo compañías regionales o uniéndose con otros grandes distribuidores. El distribuidor más grande del país Southern Glazer's Wine and Spirits, LLC opera en 44 estados. Republic National Distributing Company opera en 35 estados. Breakthru Beverage Group en 13 estados mientras que Johnson Brother's Liquor Company, opera en 20 pero su presencia es menor en muchos de ellos.

Dado el alto grado de concentración, el mercado de distribución de bebidas espirituosas está cerrado para nuevos competidores. En muchos casos, debido a contratos de exclusividad con productores, pequeños distribuidores se ven obligados a adquirir determinadas marcas o productos de distribuidores más grandes.

Al igual que en el mercado de cerveza, algunas acciones fueron llevadas a cabo para evitar fusiones que puedan limitar la competencia. En 2008 Pernod Ricard tuvo intenciones de adquirir V&S Vin & Spirit AB, una empresa sueca dueña de la marca de vodka Absolut. Como Pernod Ricard era dueña de los derechos de vender la marca Stolichnaya, esta transacción implicaría la posesión de las dos marcas líderes en el segmento super premium de vodka. Para evitar eso, se le requirió a Pernod Ricard que termine con los derechos de Stolichnaya dentro de los Estados Unidos.

En el nivel de la distribución se limitaron transacciones, por ejemplo, en 2018 se evitó la fusión entre RNDC y Breakthru Beverage Group, dado que en diferentes estados tenían operaciones solapadas y su fusión significaría una reducción de la competencia en esos lugares.

2.13. Competencia

En el caso de bebidas espirituosas, se destacan Diageo, Beam Suntory, Sazerac, Brown Forman, Bacardi y Pernord Ricard.

Diageo, con sede en Londres, opera en aproximadamente 180 países y participa en la producción, de cerveza, licores y vino. La compañía ofrece sus productos bajo marcas emblemáticas mundialmente reconocidas, como Smirnoff, Johnnie Walker, Captain Morgan, Baileys, Buchanan's, J&B, Crown Royal, Jose Cuervo, Windsor, Ketel One vodka, Cîroc, Tanqueray, Bushmills y Guinness.

En Norteamérica posee cuatro unidades operativas: U.S. Spirits, Diageo-Guinness USA, Diageo Chateau & Estate Wines Co. y Diageo Canada.

Diageo es, por su tamaño, uno de los actores más relevantes del mercado. Johnnie Walker es el whisky escocés mezclado más vendido del mundo, y Smirnoff es el vodka más vendido del mundo. Bailey's es el licor más vendido del mundo, y aunque Guinness no es una bebida espirituosa, el gigante cervecero agrega más peso a la cartera general. J&B y Bell's se encuentran entre las mezclas de whisky escocés más vendidas.

Con más de 30 destilerías y creciendo, Diageo es el productor de whisky más grande del mundo. La compañía también posee el 34% de Moët Hennessy, agregando participaciones en Cognac y Champagne a su bulliciosa línea.

Suntory adquirió Jim Beam en 2014, el acuerdo colocó a la compañía cerca de la parte superior del orden jerárquico, por un precio de USD16 mil millones. Convirtió oficialmente a Beam Suntory en el tercer destilador más grande del mundo.

La trifecta japonesa de Suntory Whisky de Yamazaki, Hakushu y Hibiki, así como Kakubin, se sumó a la fortaleza de Jim Beam en el bourbon, junto con activos clave irlandeses y escoceses, y una gama de marcas en otras categorías, desde Courvoisier hasta Sauza.

Sazerac Company, Inc es una empresa estadounidense de bebidas alcohólicas de propiedad privada con sede en el área metropolitana de Nueva Orleans, propiedad de la familia Goldring. A partir de 2017, opera nueve destilerías, cuenta con 2.000 empleados y opera en 112 países. Es una de las dos compañías de licores más grandes de los Estados Unidos, con ingresos anuales de alrededor de USD1.000 millones entre sus más de 300 marcas.

Brown-Forman Corporation es un productor de bebidas alcohólicas de alto reconocimiento. Sus marcas incluyen Jack Daniel's, Southern Comfort, Finlandia, Canadian Mist, Fetzer, Korbel, Gentleman Jack, el Jimador, Tequila Herradura, Sonoma-Cutrer, Chambord, Tuaca, Woodford Reserve y Bonterra.

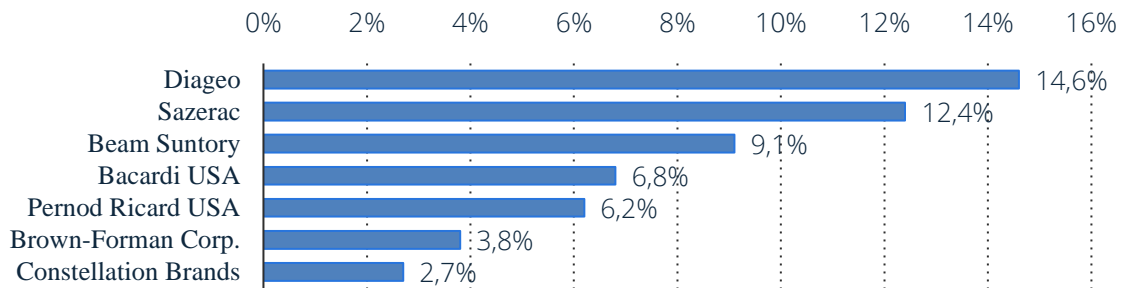
Comercializan y venden a nivel mundial varias categorías de bebidas alcohólicas, como whiskies de Tennessee, Canadá y Kentucky; Bourbones de Kentucky y espumantes de California. Venden sus marcas de vinos y licores a través de distribuidores mayoristas o directamente al estado en aquellos en los que controlan directamente las ventas de alcohol. Sus principales mercados internacionales son el Reino Unido, Australia, México, Polonia, Alemania, Francia, España, Italia, Sudáfrica, China, Japón, Canadá y Rusia.

Bacardi es la empresa de bebidas espirituosas privada más grande del mundo. Su cartera incluye más de 200 etiquetas, encabezadas por su ron homónimo, la marca de ron más vendida en el mundo. A esto le sigue una fuerte presencia en casi todas las categorías, con el gin Bombay, el vodka Grey Goose, el whisky escocés de Dewar's y William Lawson, y vermouths Martini. Mientras que Pernod Ricard es dueño de la marca Havana Club, Bacardí es poseedora de los derechos de la marca en los Estados Unidos.

Por último, Pernod Ricard, con sede en Francia, opera como fabricante y comercializador de una amplia gama de vinos y licores. Es la segunda destilería más grande del mundo según la producción general. La empresa opera como un holding, con la estructura dividida entre filiales propias de marcas, como The Absolut Company, Havana Club International y Chivas Brothers, que producen y desarrollan estrategias de marketing y filiales de distribución regional, como Pernod Ricard Europe, Pernod Ricard Americas y Pernod Ricard Asia, que implementan estrategias de marketing y distribuyen marcas locales. La Compañía opera en ocho sectores principales de bebidas: whiskies, licores anisados, licores, coñacs y brandies, licores blancos y rones, amargos, champañas y vinos. Entre sus marcas emblemáticas se destacan, Absolut, el vodka número uno en ventas, Chivas Regal, el whisky escocés premium número dos, Jameson, el whisky irlandés número uno, Beefeater, el gin número dos del mundo, Ballantine's, la segunda marca escocesa más grande, Martell, la segunda marca más grande la marca Cognac, y Havana Club, el ron número tres a nivel mundial.

A continuación, se detalla la cuota de mercado en términos de volúmenes de los principales competidores nombrados anteriormente.

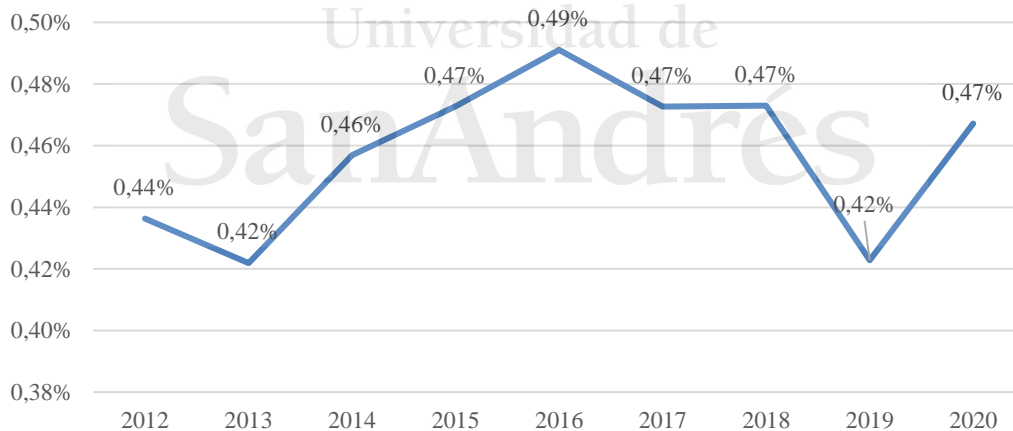
Gráfico 21: Porcentaje de ventas en volúmenes de las principales empresas de bebidas espirituosas en Estados Unidos en 2020



Fuente: Statista, dossier del mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos

A pesar de estar entre los diez competidores más relevantes de la industria, en términos de ventas, la participación de mercado de Constellation Brands no es significativa. En el siguiente gráfico es posible ver como su cuota ha ido evolucionando en los últimos años.

Gráfico 22: Cuota de mercado de bebidas espirituosas de Constellation Brands



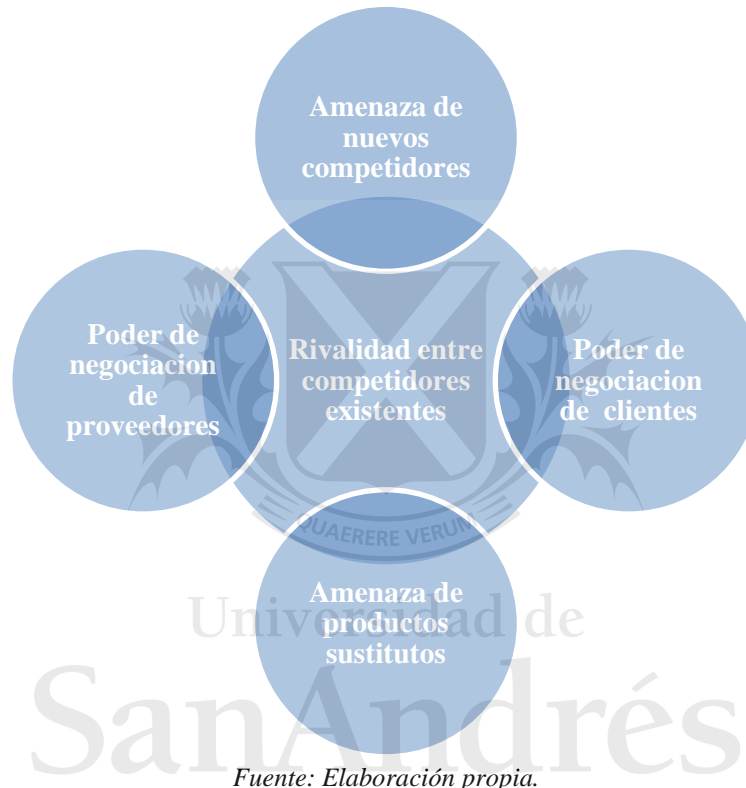
Fuente: Statista, dossier del mercado de bebidas espirituosas en Estados Unidos y reportes anuales de Constellation Brands

El segmento de bebidas espirituosas es el de menor tamaño dentro de la empresa. La mayor parte de la recaudación proviene de la venta del vodka SVEDKA con el que en 2020 contaban con un 5,9% de la participación de mercado en términos de volúmenes. En orden de importancia, dentro de la recaudación, le sigue el brandy Paul Masson con el que acaparaban un 12,6% del mercado de brandy en 2020.

2.14. Análisis Competitivo de la Industria

Una forma de analizar el entorno competitivo de la industria es utilizando el modelo de las cinco fuerzas de Porter. Al analizar estos aspectos, es posible tener una noción más clara del atractivo de la industria y el grado de rentabilidad de los negocios dentro de ella.

Gráfico 23: Modelo de las cinco fuerzas de Porter



Fuente: Elaboración propia.

Grado de rivalidad y competencia de la industria (alto)

El grado de competencia depende de la presión que otras firmas de la misma industria ejercen en el posicionamiento de la empresa. Radica en la cantidad de rivales, la participación de mercado y las fortalezas de los competidores. Como se mencionaba anteriormente, la industria de bebidas alcohólicas es altamente competitiva a pesar de su elevado grado de concentración. La competencia se da en las compras realizadas por los consumidores, el espacio en tiendas minoristas, la presencia en restaurants y la atención de distribuidores mayoristas.

El posicionamiento competitivo radica en la calidad, precio, reconocimiento de marca y fortaleza de distribución de los productos. Las preferencias de los consumidores son muy dinámicas y cambiantes por lo que las empresas empeñan todos sus recursos para estar al frente de las tendencias emergentes. En

mercados desarrollados como Europa y Estados Unidos, los consumidores han inclinado sus preferencias hacia bebidas de mayor calidad y segmentos de gama más alta. Esto incluye la inclinación hacia productos locales.

Los conglomerados internacionales de la industria de bebidas alcohólicas reconocen esta tendencia, lo que potenció su crecimiento a través de adquisiciones. Es una industria que opera con márgenes estrechos y está formada por varios jugadores de gran tamaño. Los cambios en las preferencias de los consumidores marcan el ritmo de la industria y las empresas centran sus esfuerzos en actuar lo más rápido posible.

Poder de negociación de los compradores (alto)

Una consecuencia del nivel de la competencia dentro de la industria es cuanto poder poseen los compradores. En este caso, el poder de los consumidores radica en la gran cantidad de productores ofreciendo productos estrechamente similares. Las leves diferencias entre productos le dan la posibilidad de cambiar de una marca a otra sin prácticamente ningún costo. Siguiendo las tendencias del mercado, Constellation Brands ha puesto el foco sobre el segmento premium de bebidas alcohólicas. Los productos de gama más alta tienden a generar una mayor lealtad de marca, lo cual reduce el impacto de las decisiones de los consumidores en un mercado en el que el grado de similitud entre productos es creciente.

Poder de negociación de los proveedores (Moderado)

En esta industria, los productores necesitan principalmente agua y productos agrícolas como granos, levadura y uvas. Eventualmente también necesitan materiales para embotellar y trasladar los productos. La provisión de agua es un tema delicado dado de que por cuestiones ambientales muchas regiones se niegan a que se instalen fabricas que acaparen este recurso escaso.

Tal fue el caso de la planta que Constellation Brands pretendía instalar en Mexicali que, a raíz de la oposición de pueblos aledaños, tuvo que suspender el proyecto. En el caso de insumos agrícolas, al tratarse de Commodities, la empresa cuenta con mayor poder de negociación dado que son fácilmente reemplazables. Para insumos muy específicos o de una determinada calidad Constellation Brands asegura su provisión con una integración vertical al poseer,, por ejemplo viñedos con uvas de determinadas características.

Amenaza de sustitutos (Alta)

El número de sustitutos en la industria de bebidas alcohólicas nunca ha sido tan elevado y es esperable que el rango de oferta de productos se extienda. Como fue el caso de los Hard Seltzers, cuando un producto da en la tecla con un nicho de consumidores puede desarrollarse increíblemente rápido. Las variaciones en las participaciones de mercado de cada producto se ven estrechamente afectadas por el

surgimiento de otras bebidas nuevas o existentes que se ponen de moda. Las estrategias de las empresas se encuentran enfocadas en estar al frente en términos de innovación y replicar cuando un producto novedoso tiene éxito.

Amenaza de entrantes (Moderada)

La entrada de nuevos competidores es constante a medida que las preferencias de los consumidores cambian. Sin embargo, dada la escala de algunas operaciones y el grado de concentración de la industria, difícilmente representen una gran amenaza. Sobre todo, por el hecho de que uno de los pilares de crecimiento de las grandes compañías se basa en la adquisición de negocios exitosos emergentes. Distinto es si se trata de una cervecería, una destilería o una bodega, siendo el primer caso mucho más fácil de desarrollar en términos de capital. Aun así, muchos consumidores se inclinan por nuevas marcas sin un perfil corporativo, lo cual da lugar a nuevos surgimientos en la industria.

2.15. Posicionamiento Competitivo de Constellation Brands

Constellation Brands es una empresa destacada dentro de la industria con un posicionamiento líder en el segmento premium de bebidas alcohólicas dentro de los Estados Unidos. Las marcas dentro de su cartera de productos tienen gran presencia en la mente de los consumidores.

Dada la tenacidad de los competidores, difícilmente se puedan sostener ventajas competitivas que perduren en el tiempo. Sin embargo, debido a la concentración del mercado y la gran cantidad de capital necesario para desarrollar el negocio, se podrían llegar a dar cuestiones ligadas a economías de escala.

Una forma interesante de catalogar las fuentes de ventajas competitivas lo realiza la empresa de servicios financieros Morningstar. Ellos realizan un índice llamado “Morningstar Wide Moat Focus Index” y las empresas que lo integran tienen algún tipo de ventaja competitiva. Ellos identifican cinco fuentes: costos de cambio, activos intangibles, efectos de red, ventaja de costos y escala eficiente.

Costos de cambio: Se da cuando es demasiado problemático cambiar los productos de una empresa a otra. En este caso la empresa tiene el poder de fijar precios. No es el caso de esta industria dado que como mencionábamos anteriormente los consumidores pueden cambiar fácilmente de una marca a otra.

Activos intangibles: Cuando una empresa cuenta con patentes, marcas, o licencias pueden evitar que los competidores copien sus productos con las mismas características o pueden cobrar un sobreprecio por encima del de otros productores. Este es el caso de Constellation Brands que cuenta con la exclusividad para comercializar las marcas Modelo y Corona. La empresa cuenta con 9 de las 15 marcas con mayores

ventas del segmento premium. El posicionamiento de las marcas genera cierta dependencia de los clientes por una cuestión de hábito, lo que hace que ignoren cuestiones de conveniencia y se puedan implementar precios más elevados o agresivos.

Efecto de red: Se da cuando se incrementan las personas que utilizan el producto de una empresa, aumentando su valor tanto para los usuarios nuevos como para los existentes. Este fenómeno prácticamente no se da en la industria de bebidas.

Ventaja de costos: Las empresas con ventajas estructurales de costos pueden permitirse precios más bajos con márgenes similares. Incluso, pueden cobrar precios similares que los competidores y obtener márgenes relativamente altos. Constellations Brands históricamente ha mantenido márgenes superiores al del resto de la industria. Sin embargo, en términos generales los márgenes a nivel industria son acotados por lo que dicha ventaja no es significativa como para considerarla una ventaja competitiva.

Escala eficiente: Cuando el tamaño del mercado es limitado, es probable que nuevos competidores no tengan incentivos a ingresar si ello implica lograr cierto tamaño para que sea rentable. Los actuales participantes del mercado gozan de rentabilidades extraordinarias pero ingresantes harían que dichos retornos caigan por debajo de los costos de capital. Constellation Brands no se destaca en ese aspecto. Si bien tiene un volumen de negocio considerable, competidores como Ab InBev y Molson Coors tienen escalas mayores. Esto no necesariamente implica que tengan mejores márgenes.

2.16. Análisis FODA

Para complementar el análisis competitivo se incluye una matriz FODA de la compañía:

Fortalezas

Constellation Brands es una empresa consolidada dentro de la industria de bebidas alcohólicas y posee recursos suficientes para expandir sus operaciones dentro de los Estados Unidos. Mediante un desempeño notable y consistente, ha logrado llevar productos de calidad al mercado lo que le ha permitido construir una base de consumidores leal a la marca y ser reconocida dentro de la industria. La empresa demuestra estar a la altura para satisfacer la demanda de los consumidores. El portafolio de marcas que posee se destaca por sobre los de sus competidores.

Debilidades

Con las preferencias del consumidor enfocándose en productos artesanales o locales, las bebidas producidas por Constellation Brands podrían no satisfacer esta demanda debido a la impronta corporativa

de la empresa. Por otro lado, la compañía concentra prácticamente la totalidad de las ventas en Estados Unidos, mientras que la parte más significativa de su producción la importa de México. Tarifas o cambios en la regulación podrían afectar sus operaciones.

Oportunidades

Constellation Brands es una empresa reconocida en Estados Unidos, pero con escasas ventas en el resto del mundo. La posibilidad de replicar el negocio en otras partes podría extender las fronteras de su mercado objetivo actual. La compañía cuenta con los medios necesarios para expandirse internacionalmente. El crecimiento del mercado hispano dentro de Estados Unidos también representa una oportunidad dada la preferencia de esta comunidad hacia los productos que comercializa.

Amenazas

El incremento de competidores locales podría disminuir la penetración de mercado de los productos de la compañía. Los cambios en las bebidas de moda también podrían disminuir sus ventas con otras bebidas que canibalizan el mercado. La aprobación de la marihuana recreacional, si bien beneficiaría los resultados de Canopy, podría afectar drásticamente el consumo de alcohol. Otra amenaza podría surgir de la exacerbación de preocupaciones sobre el bienestar que impacten negativamente en el consumo de bebidas alcohólicas nocivas para la salud.

3. Análisis Financiero

En esta sección se llevará a cabo un breve análisis financiero de Constellation Brands para comprender mejor la situación de la empresa y dimensionar aquellas variables relevantes que permitan fundamentar de mejor manera los supuestos analizados para la valuación. En una primera parte se considerarán para los últimos cinco años indicadores de rentabilidad, crecimiento, gestión operativa y luego ratios crediticios para analizar la estructura de capital de la empresa. Luego, se realizará una comparación de los indicadores más importantes del último año con los de otros competidores de la industria.

3.1. Ratios de Rentabilidad de Constellation Brands

El Gráfico 24 muestra la evolución del margen bruto de Constellation Brands en los últimos 5 años:



Fuente: Reportes anuales de Constellation Brands

El margen bruto se obtiene deduciendo los costos de mercadería vendida de los ingresos por ventas, expresando dicho resultado como un porcentaje de las ventas. La tendencia es creciente y consistente con la estrategia de enfocarse en negocios con mejores márgenes.

La ganancia bruta como porcentaje de las ventas netas aumentó al 53,1 % para el año fiscal 2021, en comparación con el 51,4 % para el año fiscal 2020. Esto se debió en gran parte a un cambio favorable de aproximadamente 130 puntos básicos en ajustes comparables, e impactos positivos de los precios de Cerveza y Vino y Licores en mercados selectos, que contribuyeron con aproximadamente 40 y 30 puntos básicos de la tasa de crecimiento respectivamente.

Aproximadamente 30 puntos básicos a favor se deben a desinversiones recientes mientras que 80 en contra se deben a un mayor costo en los productos vendidos en el segmento de vinos. También un cambio en la mezcla de productos desfavorable para el segmento de cerveza contribuye a una reducción de aproximadamente 30 puntos básicos del margen bruto.

El aumento en Cerveza se debe principalmente a USD259,3 millones de crecimiento en el volumen, y al impacto favorable de USD69,7 millones de los precios, parcialmente compensado por USD19,9 millones de mayor costo de producto vendido, USD18,5 millones de disminución en la ganancia bruta debido a la Desinversión de Ballast Point, y USD9,4 millones de cambio de mezcla de productos desfavorable.

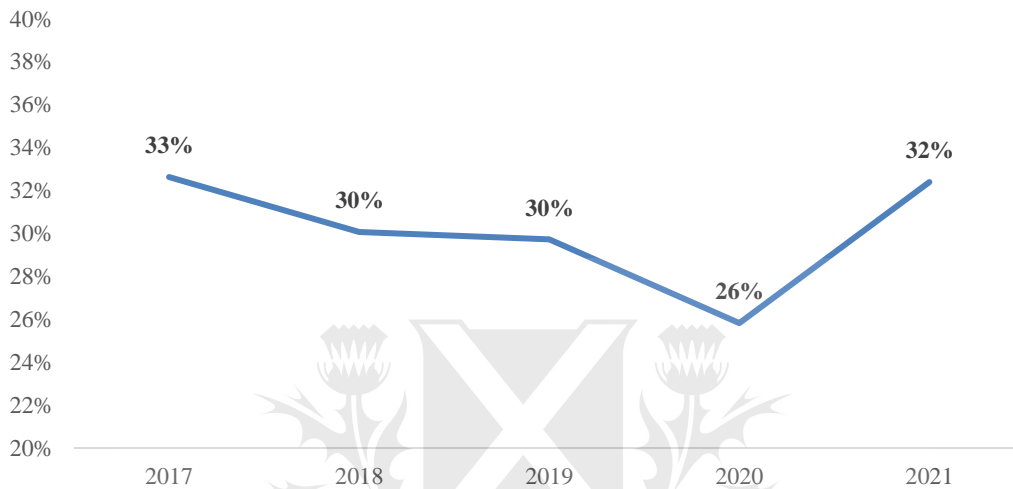
El mayor costo de los productos se debe, en gran parte, a USD39,6 millones de aumento en los costos operativos y USD3,8 millones de aumento en los costos de logística, parcialmente compensados por USD23,5 millones de beneficios transaccionales en moneda extranjera. El aumento de los costos operativos se explica por: USD32,3 millones de costos de materiales más altos, en gran parte atribuibles al vidrio, y USD15,7 millones de inflación y aumento de la compensación y los beneficios de los empleados de las cervecerías. Esto se ve parcialmente compensado por USD20,4 millones de absorción favorable de costos fijos relacionados con el aumento producción en el año fiscal 2021. El aumento en los costos de logística consistió principalmente en un aumento de USD14,5 millones en costos de transporte, parcialmente compensado por USD11,8 millones de obsolescencia reducida, impulsada por niveles de inventario más bajos a medida que se reabastecían los canales de distribución.

Entre lo más destacado se resalta que la disminución en Vinos y Licores se debe, mayormente, a una disminución de USD90,0 millones en la utilidad bruta debido a las recientes desinversiones, USD66,5 millones debido a mayores costos de mercadería vendida y USD33,1 millones de disminución en el volumen de vinos y licores de marca, impulsado por las marcas que dejaron de estar dentro del portafolio de la empresa en enero de 2021.

El incremento de los costos de mercaderías vendidas es atribuible a la absorción de costos fijos desfavorables, incluidos USD28,6 millones por la disminución de los niveles de producción en ciertas instalaciones en la segunda mitad del año fiscal 2021, debido a los incendios forestales en Estados Unidos.

También incidió negativamente la obsolescencia del tamaño de los envases de ciertas bebidas espirituosas, el aumento de las compensaciones a empleados de las bodegas, así como mayores costos de empaque, incluyendo vidrio y etiquetas, parcialmente compensados por la caída en el precio de la uva.

Gráfico 25: Evolución del margen operativo de Constellation Brands



Fuente: Reportes anuales de Constellation Brands

El margen operativo se obtiene al deducir los costos de mercadería vendida y gastos operativos, expresando dicho resultado en términos porcentuales. Excepto en el 2020, este indicador se ubicó en un rango entre el 30% y 34%, comportándose de una manera estable con el correr de los años. Al indagar los estados financieros del 2020 se observa un ajuste de USD449 por activos de largo plazo que se disponen para la venta. El reconocimiento contable del valor real de dichos activos ocasiona la pérdida por el valor mencionado. Si se sustrajera dicho ajuste, el margen operativo hubiera alcanzado el 31%, en línea con los valores antes mencionados. A su vez, se podría apreciar una tendencia ascendente en los márgenes en los últimos tres años en sintonía con la estrategia de la empresa.

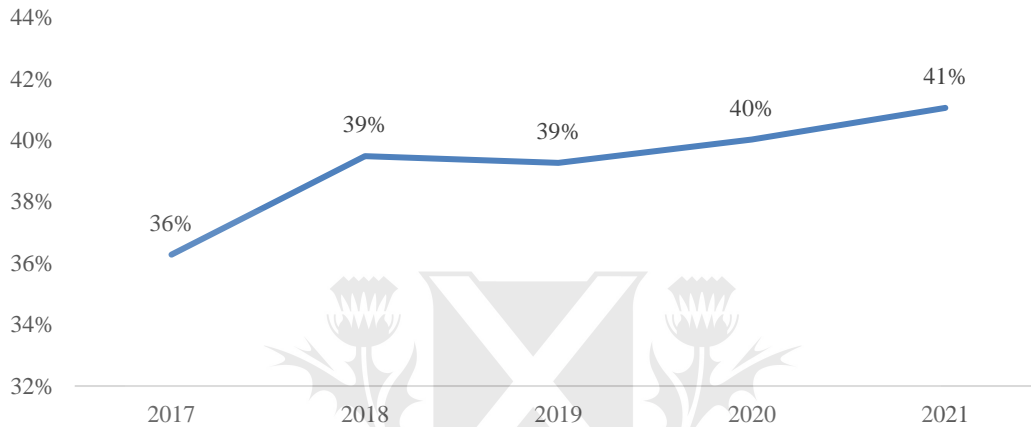
A los factores antes mencionados respecto a la evolución de ventas y costos de mercaderías vendidas, es prudente mencionar aquellos factores que incidieron en los gastos administrativos, generales y de comercialización de la empresa. El aumento de los gastos asociados a la cerveza se debe, principalmente, a un aumento de USD26,9 millones en gastos de marketing, que fue impulsado en gran medida por una mayor publicidad.

El aumento en vinos y licores se debe mayoritariamente a un incremento de USD8,6 millones en gastos de marketing, impulsados en gran medida por el desarrollo de comercio electrónico y la colocación

de marketing digital para las marcas de gama alta.

Si se lo divide por segmento de negocios, la cerveza posee un margen operativo superior al del vino y bebidas espirituosas. En el caso de la cerveza, ha ido mejorando notablemente con el correr de los años.

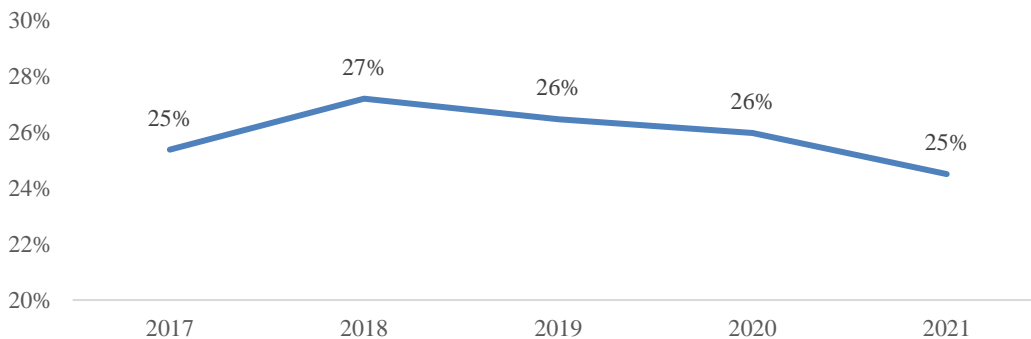
Gráfico 26: Evolución del margen operativo del segmento cerveza de Constellation Brands



Fuente: Reportes anuales de Constellation Brands

El incremento del último año es atribuible a un fuerte crecimiento en el volumen y mejores precios en el portafolio de cervezas mexicanas. Por su parte, el margen operativo del segmento de vinos y bebidas espirituosas ha presentado un declive en los últimos años.

Gráfico 27: Evolución del margen operativo del segmento vino y bebidas espirituosas de Constellation Brands

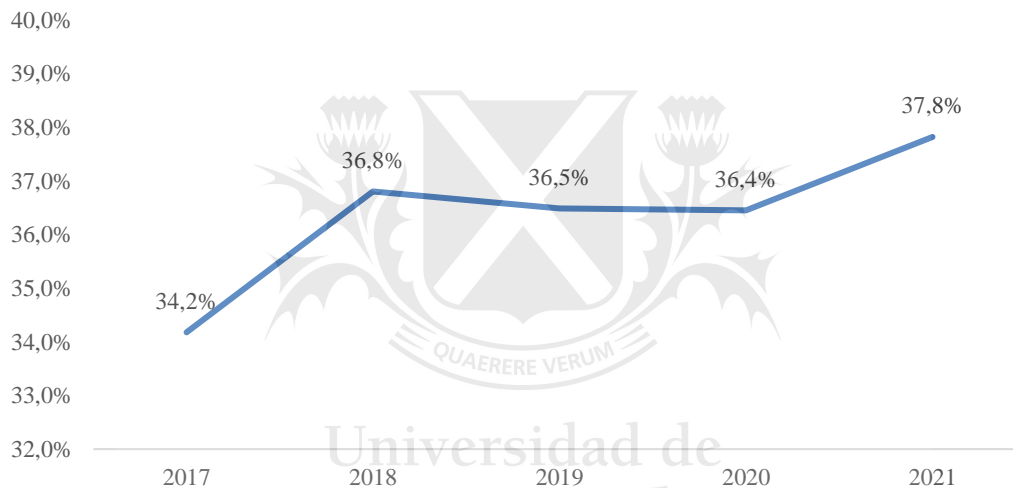


Fuente: Reportes anuales de Constellation Brands

La disminución del margen de vino y bebidas espirituosas en el último año se debió a recientes reducciones de inversiones en determinadas marcas, el mayor costo de mercaderías vendidas y la caída del volumen.

Otro guarismo importante a la hora de analizar la rentabilidad de un negocio es el margen EBITDA. Similar al margen operativo calculado anteriormente, la diferencia de este indicador radica en que no sustrae las depreciaciones y amortizaciones de los activos fijos.

Gráfico 28: Evolución del margen EBITDA de Constellation Brands



Fuente: Reportes anuales de Constellation Brands

Examinando el EBITDA en términos porcentuales, existe una tendencia positiva en los últimos años. De un margen de 34,2 % en el año 2017, hubo un incremento que se estabilizó en los tres años posteriores en un entorno de entre el 36% y el 37%. El año fiscal 2021 mostró una notable mejoría con un EBITDA del 37,8% respecto a las ventas. Como se mencionaba anteriormente, si se juzgara únicamente por este parámetro, se podría afirmar que la empresa concreta exitosamente su estrategia, focalizada en marcas con mayor crecimiento y mejores márgenes. Una cartera de productos con marcas de alta gama ha mejorado la rentabilidad operativa de Constellation Brands.

A continuación, se analiza la evolución de 3 indicadores de rentabilidad:

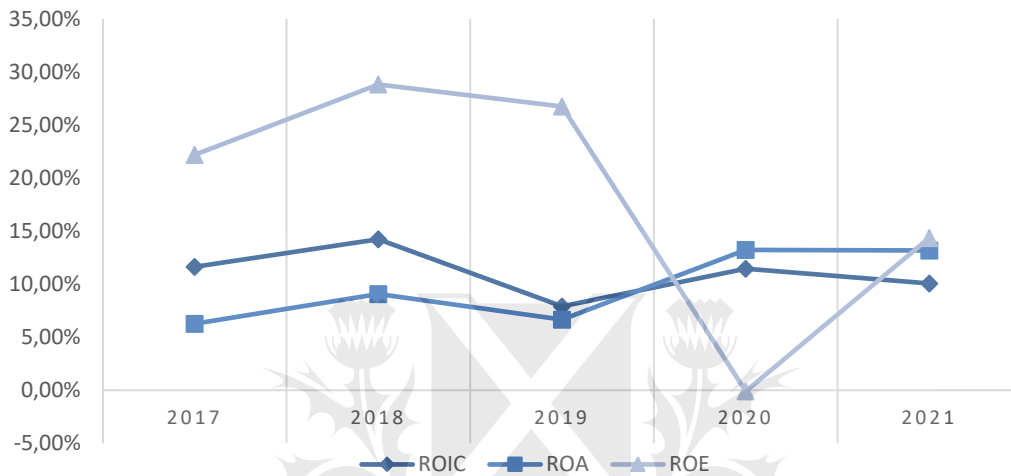
ROIC: rendimiento del capital invertido. Calculado mediante el cociente entre el EBIT después de impuestos (NOPAT) y el capital invertido, compuesto por la deuda financiera y el patrimonio neto.

ROA: rendimiento sobre activos, considerando el EBIT después de impuestos (NOPAT) y el total

de activos de la compañía.

ROE: rendimiento del capital accionario. Calculado como el cociente entre la utilidad y patrimonio netos.

Gráfico 29: Evolución del ROIC ROA y ROE de Constellation Brands



Fuente: Reportes anuales de Constellation Brands

Tanto el ROIC como el ROA son estables a lo largo de los últimos 5 años. En 2017, el ROIC se ubicaba en 11,64%, mientras que en 2019 este ratio disminuye a 7,91%, luego mejora hasta ubicarse en un 10,06% en el ejercicio fiscal 2021. Esta última mejora responde a un mayor resultado operativo (EBIT) como consecuencia de los mejores márgenes generados por orientar el negocio hacia segmentos premium. Respecto al ROA, es un buen indicador de la eficiencia del manejo de los activos. Este ratio se situó en 6,27% en 2017, luego evolucionó favorablemente en los ejercicios 2020 y 2021 hasta ubicarse en 13,16%. En cuanto al ROE, para realizar un estudio más profundo es factible desmembrarlo y realizar un análisis Dupont.

$$ROE = \text{Margen Neto} \times \text{Rotación de Activos} \times \text{Multiplicador del Capital}$$

$$ROE = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Tabla 6: Análisis Dupont de Constellation Brands

Análisis DUPONT	Constellation Brands				
	2017	2018	2019	2020	2021
ROE (UN/PN)	22,20%	28,82%	26,77%	-0,09%	14,34%
Margen Neto (UN/Ventas)	20,88%	30,39%	42,33%	-0,14%	23,19%
Rotación de Activos (Ventas/Activos)	0,40	0,37	0,28	0,31	0,32
Multiplicador del Capital (Activos/PN)	2,70	2,57	2,33	2,25	1,99

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands

El margen neto se calcula considerando la utilidad neta en términos porcentuales a las ventas. Tiene en cuenta el resultado del negocio a nivel operativo como también otras ganancias y pérdidas vinculadas con la venta de activos, ajustes en la valuación de activos financieros que posee la empresa u otros conceptos no relacionados con la actividad principal. También, contempla el pago de intereses e impuestos.

Como se puede apreciar en la tabla 6, el margen neto es cambiante con el correr de los años. Esta variabilidad no proviene de la actividad principal ya que, como se menciona anteriormente, los márgenes operativos si bien mejoran levemente en los últimos años, son relativamente estables. La inestabilidad de este indicador proviene principalmente de ventas u adquisiciones de líneas de negocios, reconocimiento contable de propiedad intelectual o actualizaciones de valores libros propias de una empresa cuya administración de marcas es muy relevante.

En 2021 el margen neto se ubicó en 23,19%, aumentando en gran parte debido al reconocimiento contable de la ganancia neta no realizada ante cambios en el valor razonable de la inversión en Canopy en el año fiscal 2021, en comparación a la pérdida neta, también contable, del ejercicio fiscal 2020 derivada de los cambios en la valuación de warrants de dicha empresa. Además, el margen neto se ve afectado por un deterioro de los activos no corrientes mantenidos para la venta. La provisión de impuestos sobre la renta del año fiscal 2021 también incide negativamente en comparación con el beneficio fiscal que la empresa obtuvo en el año 2020.

Otro de los componentes del análisis Dupont es la rotación de activos. Ésta indica la cantidad de

facturación de la empresa respecto a sus activos en el período de un año. Puede considerarse una medida de eficiencia: a mayor rotación de activos, mayor rentabilidad con un mismo nivel de activos y un determinado margen. Este indicador se ha incrementado favorablemente luego de una fuerte caída en 2019, con una tendencia positiva que se sostiene durante los próximos tres años.

Finalmente, el multiplicador del capital, calculado como el cociente entre los activos y el patrimonio neto, indica el apalancamiento del capital accionario e indirectamente el grado de endeudamiento de la empresa. Por lo tanto, este parámetro depende de la estructura de capital de la compañía. Durante el período 2017-2021 este ratio se ha ido disminuyendo consistente con el proceso de desendeudamiento de la empresa en términos relativos. La deuda total pendiente al 28 de febrero de 2021 ascendió a USD10.442,3 millones, una disminución de USD1.742,3 millones con respecto al 29 de febrero de 2020.

3.2. Ratios operativos de Constellation Brands

La siguiente tabla ilustra la variación de los principales componentes del capital de trabajo de la empresa:

Tabla 7: Evolución del capital de trabajo neto de Constellation Brands

Análisis del capital de trabajo neto de Constellation Brands					
	2017	2018	2019	2020	2021
Cuentas a cobrar	737	776	846	864	785
Inventarios	1955,1	2084	2130,4	1373,6	1291
Cuentas a pagar	559,8	592,2	616,7	557,6	460
Capital de trabajo neto	2132,3	2268	2360,6	1680	1616
Porcentaje de ventas	29,13%	29,92%	29,09%	20,15%	18,76%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands.

El capital de trabajo neto (WK) se puede calcular de diferentes formas contemplando una mayor o menor cantidad de rubros contables que componen los activos y pasivos corrientes. En la tabla se contempla el saldo de cuentas a cobrar, sumado al de inventarios y restando el saldo de cuentas a pagar a proveedores. Esta metodología analiza las cuentas núcleo que conforman el capital de trabajo en las operaciones diarias

de la empresa.

Cabe mencionar que es conveniente examinar los valores en términos de las ventas para entender la evolución de éste en términos relativos. Este ratio se ubicó en un rango cercano al 29% durante los primeros tres años analizados. A partir de dicho año, este índice cae a valores cercanos al 20% durante el 2020 y 2021.

A simple vista se puede notar que la caída no proviene de mejoras contundentes en las condiciones de cobro a clientes o el pago a proveedores. Es notable la disminución en los inventarios durante los dos últimos años, por lo cual se podría llegar a la conclusión errónea de que la empresa ha incrementado la eficiencia de sus operaciones y ha reducido su nivel de inventarios.

Sin embargo, al analizar las notas de los estados contables es posible concluir que en 2020 la caída en inventarios se debió principalmente a los cortes en la cadena de suministro debido al COVID 19 y el incremento de volúmenes despachados, al ofrecer los productos en mayores cantidades orientado al segmento fuera de premisa. La reposición de estos no ha sido inmediata y recién para finales del ejercicio fiscal 2021 se restauraron valores previos. Además, durante el último año, en menor medida incendios forestales redujeron las existencias de vinos en reserva.

En la siguiente tabla se puede constatar lo mencionado anteriormente:

Tabla 8: Evolución de indicadores de gestión operativa de Constellation Brands

Indicadores de gestión operativa					
	2017	2018	2019	2020	2021
Días de cobro	37	37	38	38	33
Días de inventario	183	196	191	153	117
Días de pago a proveedores	47	56	55	52	45
Días de ciclo de caja	172	177	174	139	106

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands.

Los plazos de pagos y cobranzas se han mantenido estable a lo largo del tiempo, con días de cobro y de pago a proveedores relativamente constantes, por lo que no se aprecian mejoras o deterioros en la relación con los clientes o proveedores.

La caída en el ciclo de caja se debe principalmente a la caída en los días de inventario. Cabe remarcar

que esto no se traduce en una situación positiva dado que es característico de la industria mantener un alto nivel de inventarios debido a la gran estacionalidad de algunos de sus productos como la cerveza, como así también por los tiempos necesarios de otros productos para alcanzar cierto grado de añejamiento, como el vino y licores.

Otra variable relevante que incide en la gestión operativa de la empresa es el gasto de capital. Éste determinará la capacidad futura de generar ingresos y el crecimiento de la empresa. Se destaca que Constellation Brands ha ido expandiendo sus operaciones para satisfacer la creciente demanda en el segmento cerveza. El promedio de los últimos cinco años del CAPEX alcanza el 11,20%, lo cual es consistente con las necesidades de crecimiento de la empresa.

Tabla 9: Evolución del gasto de capital respecto a las ventas

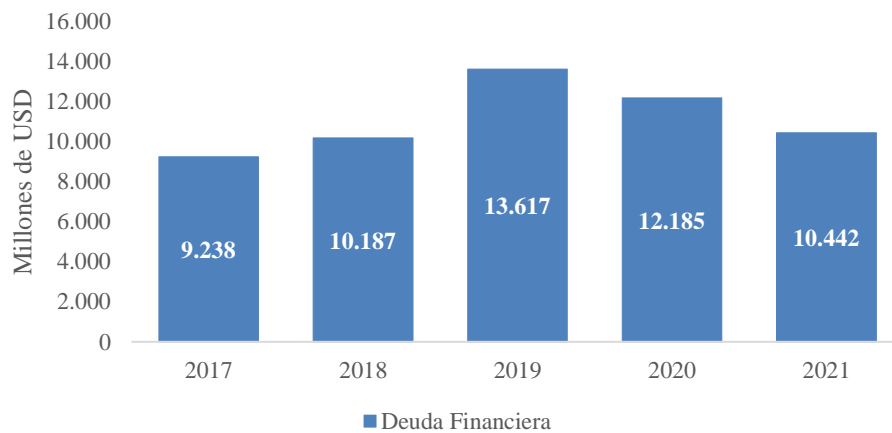
CAPEX/Ventas				
2017	2018	2019	2020	2021
12,38%	13,95%	10,92%	8,71%	10,04%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands.

3.3. Indicadores de Gestión Financiera de Constellation Brands

El Gráfico 30 ilustra la evolución de la deuda financiera de Constellation Brands en los últimos 5 años:

Gráfico 30: Evolución de la Deuda Financiera de Constellation Brands



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands.

El crecimiento de la deuda en 2019 se debió principalmente al financiamiento de la transacción para la adquisición de participación accionaria de Canopy, durante el 2018.

La mayoría de la deuda pendiente al 28 de febrero de 2021 consistía en notas no garantizadas a tasa fija, con vencimientos que oscilan entre el año 2022 hasta el año 2050, y una línea de crédito no garantizada a tasa variable en virtud del acuerdo de crédito a plazo modificado en marzo de 2020, originalmente celebrado en junio de 2019.

La empresa cuenta con un programa de papeles comerciales que contempla la emisión de hasta un monto de capital total de USD2,0 mil millones. El papel comercial está respaldado por compromisos no utilizados bajo la línea de crédito renovable bajo el convenio 2020. Constellation Brands no tiene compromisos de compra de compradores para sus papeles comerciales y, por lo tanto, la capacidad para emitirlos está sujeta a la demanda del mercado.

No se espera que las fluctuaciones en la demanda de papeles comerciales afecten la liquidez dada la capacidad de la empresa de incrementar la deuda proveniente de la línea de crédito renovable.

La compañía está sujeta a cláusulas y compromisos que están contenidos en el Acuerdo de Crédito 2020, incluidos aquellos que restringen la ocurrencia de endeudamiento adicional, gravámenes adicionales, fusiones y consolidaciones, transacciones con afiliadas y transacciones de venta con arrendamiento posterior, en cada caso sujeto a numerosas condiciones, excepciones y umbrales.

Los convenios financieros se limitan a un índice mínimo de cobertura de intereses y a un índice máximo de apalancamiento neto. Al 28 de febrero de 2021, el mínimo índice de cobertura de intereses fue de 2,5x y el índice de apalancamiento neto máximo fue de 4,5x.

El stress financiero que generó el COVID-19 puso a prueba la solvencia de la empresa. Sin embargo, ha mantenido un buen desempeño financiero por lo que ha podido mantener su calificación crediticia de BBB según S&P, Baa3 según Moody's y BBB- según Fitch.

La Tabla 10 detalla la evolución de otros indicadores de gestión financiera de Constellation Brands en los últimos 5 años.

Tabla 10: Evolución de indicadores de gestión financiera de Constellation Brands

Indicadores de gestión financiera	2017	2018	2019	2020	2021
Razon de endeudamiento (D/D+PN)	0,29	0,31	0,29	0,29	0,28
Cobertura de intereses (EBITDA/Intereses)	7,00	6,10	7,50	7,40	9,10
Plazo de repago de la deuda (Deuda Neta/EBITDA)	2,90	3,60	4,30	4,60	3,40
Ratio de liquidez (AC/PC)	1,20	1,70	1,20	1,50	2,40
Apalancamiento (D/E)	1,34	1,27	1,06	1,02	0,78

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands.

La razón de endeudamiento de Constellation Brands ha sido calculada en base a valores contables, y puede observarse que se mantuvo constante en torno a 0,29 en los últimos 5 años. El ratio de Cobertura de Intereses mejora el último año y demuestra que el EBITDA cubre con holgura el pago de intereses, dado que en los últimos años el promedio fue mayor a 7 veces el monto de dichos pago. Por otro lado, el plazo de repago de la deuda implica que el EBITDA de Constellation Brands se podría cancelar la deuda financiera neta en un plazo de 3,4 años. Ambos indicadores se encuentran en cumplimiento de las cláusulas impuestas en las líneas de crédito mencionadas anteriormente.

En cuanto al ratio de liquidez, es prudente remarcar que en el último ejercicio mejora considerablemente respecto a años anteriores. Esto se debe a que durante el periodo fiscal 2021 no hubo vencimientos de deuda de largo plazo, a diferencia de años anteriores. Otro factor importante es la decisión de la gerencia de aumentar disponibilidades para contar con los recursos necesarios para evitar cualquier tipo de interrupción en las operaciones.

El apalancamiento se encuentra calculado en base a valores contables de la deuda y el capital accionario. El indicador tiene una clara tendencia descendente a raíz del menor peso de la deuda respecto al incremento del patrimonio neto de la compañía.

3.4. Comparación con Pares del Mercado

A continuación, se comparan algunos indicadores relevantes de Constellation Brands y otras compañías importantes de la industria:

Tabla 11: Indicadores de rentabilidad de Constellation Brands vs. Pares de mercado

Indicadores de rentabilidad	Constellation Brands	Diageo plc	Molson Coors	Boston Beer Company	CCU	Brown-Forman
Margen Bruto	53,1%	61,4%	39,4%	38,8%	48,0%	60,4%
Margen operativo	32,0%	30,7%	15,0%	2,8%	13,3%	29,9%
ROE	14,34%	42,1%	7,8%	1,5%	15,3%	32,4%
ROA	13,16%	9,8%	3,7%	1,1%	8,2%	12,7%
ROIC	10,06%	13,9%	5,3%	4,4%	12,5%	17,5%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands, Diageo plc, Molson Coors, Boston Beer Company, Compañías Unidos y Brown-Forman

En lo que respecta a la rentabilidad, la industria de bebidas alcohólicas se caracteriza por tener márgenes aceptables. El margen bruto de Constellation Brands se ubica en el promedio de la industria mientras que se encuentra por encima de sus competidores al contemplar el margen operativo.

Esto infiere que realiza un manejo más eficiente de los recursos en sus operaciones. Tiene una mayor capacidad de convertir un dólar de ventas en ingresos para la compañía. El retorno sobre el capital propio o sobre activos depende de la estructura de capital de cada empresa, lo que varía según el grado de apalancamiento. El apalancamiento de Diageo se destaca por sobre el de la industria, lo que genera un retorno sobre patrimonio neto muy por encima de sus competidores.

Tabla 12: Indicadores de gestión financiera de Constellation Brands vs. Pares de mercado

Indicadores de gestión financiera	Constellation Brands	Diageo plc	Molson Coors	Boston Beer Company	CCU	Brown-Forman
Endeudamiento	28,0%	13,5%	39,1%	1,3%	20,1%	6,8%
Ratio de liquidez	2,40	1,52	0,77	1,35	1,40	3,48
Deuda/Cap.Accionario	75,0%	185,9%	55,6%	6,6%	44,6%	92,4%
Cobertura de intereses	9,10	7,20	5,94	519,76	9,25	13,84

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands, Diageo plc, Molson Coors, Boston Beer Company, Compañías Unidos y Brown-Forman

En relación con el endeudamiento la industria es dispar y a rasgos generales depende del grado de madurez de las compañías. Boston Beer company, una empresa más nueva, posee una estructura de capital prácticamente sin deuda. Comparables como CCU y Molson Coors tienen indicadores similares a Constellation Brands.

En lo referido al ratio de liquidez, Constellation Brands se ubica en el extremo superior de la industria, posiblemente por la menor incidencia de pasivos corrientes. Cabe señalar que la mayoría de la deuda se compone de deuda financiera de largo plazo. El apalancamiento por otro lado se encuentra en una posición media respecto a sus competidores.

Por último, en la cobertura de intereses, salvo por Boston Beer Company que su indicador se encuentra distorsionado posiblemente por su escaso endeudamiento, el resto de la industria presenta valores similares que oscilan en un rango de aproximadamente 6x y 13x. Ninguna de las compañías analizadas presentan guarismos que podrían implicar algún tipo de stress financiero.

Tabla 13: Indicadores de gestión Operativa de Constellation Brands vs. Pares de mercado

Indicadores de gestión operativa	Constellation Brands	Diageo plc	Molson Coors	Boston Beer Company	CCU	Brown-Forman
Días de cobro	33	48	22	12	41	70
Días de inventario	117	428	43	40	86	458
Días de pago a proveedores	45	125	110	30	90	39
Días de ciclo de caja	106	352	-45	23	37	489

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Constellation Brands, Diageo plc, Molson Coors, Boston Beer Company, Compañías Unidos y Brown-Forman

Al analizar los datos del cuadro se puede apreciar que, salvo en los días de pago a proveedores, Constellation Brands tiene una menor cantidad de días de cobro y días de inventario respecto al promedio de los pares de mercado. Es destacable que tanto Diageo plc. y Brown-Forman tienen una mayor cantidad de días de inventario, probablemente por el tipo de bebidas que producen respecto a los competidores cuyo negocio central es la cerveza.

Tabla 14: CAPEX/ventas de Constellation Brands vs. Pares de mercado

	Constellation Brands	Diageo plc	Molson Coors	Boston Beer Company	CCU	Brown-Forman
CAPEX/ventas	10,04	4,92	5,08	7,19	6,83	3,51

Por último, cabe mencionar que el gasto de capital respecto a las ventas de Constellation Brands se encuentra por encima que el de sus competidores. Esto refleja el buen desempeño de la compañía y la necesidad de inversión en respuesta al incremento en las ventas, debido al cambio en el núcleo del negocio luego de la adquisición de las marcas de Grupo Modelo en Estados Unidos.

4. Valuación

En la siguiente sección se procederá a realizar la valuación de Constellation Brands al 28 de febrero de 2021. Lo que se busca hallar es el valor intrínseco del capital accionario de la empresa mediante las siguientes metodologías:

- 4.1. Valuación por flujo de fondos descontados
- 4.2. Valuación relativa utilizando múltiplos

4.1. Valuación por Flujo de Fondos Descontados

En la valuación por flujo de fondos descontados se estima el valor de un activo al descontar su flujo de caja esperado a una tasa que refleje su riesgo. En cierto sentido, lo que se mide es el valor intrínseco del activo. Por lo tanto, el valor de cualquier activo es una función de los ingresos que genere, la vida del activo, el crecimiento esperado de los flujos de fondos esperados y el riesgo asociado.

Para la valuación de Constellation Brands se utilizará el flujo de fondos disponibles para la firma (FCFF). La firma en su conjunto incluye a la deuda y a los accionistas, por lo que este flujo de fondos debe incluir los ingresos asociados a ambos acreedores. El flujo de fondos disponibles para la firma debe ser analizado después de impuestos y de que las necesidades de reinversión hayan sido concretadas. Al contemplar la compañía en su conjunto, estos flujos son independientes de la estructura de capital de la empresa.

Al valor que se llega en primera instancia es al valor de la empresa (EV). Para arribar al valor del capital accionario es necesario realizar una serie de ajustes.

Mediante esta metodología se valúan los flujos de fondos correspondientes a todos los inversionistas, representados por accionistas y acreedores financieros, el valor calculado es igual al valor de la empresa (EV). Por lo tanto, para obtener finalmente el valor del capital accionario (E), es necesario efectuar algunos ajustes:

$$E = EV - D + C + IA$$

E : Capital accionario

EV : Valor de la empresa

D : Deuda

C : Caja

IA : Inversiones en empresas asociadas

Como se mencionaba anteriormente, los flujos de fondos estimados deben ser descontados a una tasa que refleje el riesgo y el valor tiempo del dinero, es decir, a una tasa que refleje el costo de financiar los activos de la compañía. Esta tasa es el costo compuesto de financiamiento e incluye el costo de la deuda como el del patrimonio neto relativo al peso de cada uno dentro de la estructura de capital de la empresa. El costo de capital propio representa la tasa requerida por los inversores, mientras que el costo de la deuda refleja la actual tasa que paga la empresa para endeudarse, ajustada por los beneficios impositivos. El peso de la deuda y el patrimonio son considerados a valores de mercado.

Para la valuación de Constellation Brands se asumirá que la firma continúa sus operaciones a perpetuidad por lo que se considerarán los flujos de fondos en dos partes, un período detallado en el que se realiza una proyección de los FCFF año por año y un valor terminal, equivalente al valor del flujo de fondos de la empresa posteriores a las proyecciones explícitas mencionadas anteriormente.

Por lo tanto, para llevar a cabo este método de valuación es necesario seguir estos pasos:

1. Proyectar los flujos de fondos disponibles (FCFF) para un período de cinco años.
2. Calcular el costo promedio ponderado del capital (WACC).
3. Estimar la tasa de crecimiento estable de largo plazo.
4. Calcular el valor terminal.
5. Calcular el valor de la empresa.
6. Realizar los ajustes para llegar al valor del capital accionario.

Matemáticamente, el valor de la compañía puede expresarse como la sumatoria de los FCFF descontados a la tasa WACC mediante la siguiente fórmula:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} = \frac{FCFF_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Una de las ventajas de esta metodología es que se obtiene un valor intrínseco, es decir, un resultado en términos absolutos que puede justificarse. Si bien se realizan supuestos inciertos sobre el futuro, la proyección de variables se realiza sobre supuestos fundados y manteniendo un determinado grado de razonabilidad respecto a las perspectivas del negocio. El modelo también contempla el flujo de caja libre en lugar de exclusivamente cifras contables, lo que refleja de una mejor manera la realidad de la empresa.

La debilidad de usar este modelo radica en la poca robustez de los resultados obtenidos al alterar los supuestos utilizados. La proyección de los flujos de fondos es particularmente sensible a las suposiciones sobre tasa de descuento y de crecimiento. Por este motivo, la precisión de los resultados dependerá del grado de madurez de la industria, debiéndose tomar los recaudos necesarios cuando se analizan negocios cíclicos o en primeras etapas de crecimiento.

4.2. Flujo de Fondos disponibles para la Firma

Como se mencionaba anteriormente, el FCFF es el flujo de caja resultante después de las operaciones de la empresa. Este representa el efectivo disponible para todos los acreedores, financieros y accionistas. Para llevar a cabo su cálculo se puede aplicar la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{Resultados antes de intereses e impuestos (1- alícuota impositiva)} \\ & \quad - (\text{Inversiones de capital} - \text{Depreciaciones}) \\ & \quad +/- \text{Cambios en el Capital de Trabajo Neto (Excluye caja y similares)} \\ \hline & \text{Flujo de Fondos disponibles para la Firma (FCFF)} \end{aligned}$$

El parámetro principal del cual parte la estimación es el ingreso operativo después de impuestos (EBIT). Como el ingreso operativo que se desea estimar es antes de erogaciones financieras o de capital se

deben realizar algunas consideraciones. Se deben ajustar aquellos costos financieros o de capital que son tratados como operativos, y descartar aquellos ingresos o gastos que se asumen por única vez.

Luego, se debe deducir el impuesto a la ganancia según la alícuota impositiva vigente. Aquí vale aclarar la diferencia entre la tasa efectiva, la cual es reportada en los estados financieros, y la tasa marginal impositiva. La primera se calcula mediante el cociente entre los impuestos a pagar y los ingresos imponibles. La segunda es aquella que las empresas deben afrontar en el último dólar que ingresa a la compañía. Para la valuación de Constellation Brands se utilizará la tasa marginal vigente de Estados Unidos dado que, si existieran motivos para que la tasa efectiva fuera diferente a la marginal, estos no serían permanentes.

Otra aclaración importante es que no se le realizan deducciones por el pago de intereses al ingreso operativo EBIT. Si bien existe un beneficio por el escudo fiscal, esta situación se refleja en la tasa utilizada para la deuda cuando se calcula el costo promedio ponderado del capital. Por lo tanto, el flujo es invariable al grado de apalancamiento de la firma.

A continuación, se deben ajustar aquellos gastos contables que reflejan una pérdida que no implica una erogación de fondos o, por el contrario, situaciones en las que sí se realizan erogaciones de fondos, pero no son registradas en el estado de resultados. Por lo tanto, se deben sumar la amortizaciones y depreciaciones mientras que se deben restar las inversiones de capital (CAPEX) ya sean de mantenimiento o de inversión. También se debe restar o sumar la variación del capital de trabajo neta cuando esta aumente o disminuya respectivamente.

Cabe mencionar nuevamente que, a los fines de la presente valuación, se realizará una proyección para los próximos 5 años (2022-2026) y luego se procederá a estimar el valor terminal, considerando que el negocio continúa a perpetuidad. Se utilizará de base los estados contables presentados por Constellation Brands hasta el 28/02/2021, al igual que todos los aspectos de la industria descriptos en las secciones anteriores.

4.3. Proyección de Ventas

Para los años proyectados detalladamente (2022-2026) se tuvieron en cuenta los pronósticos para cada segmento según lo mencionado en la sección de análisis de la industria y los pronósticos de crecimiento de la gerencia, es decir cerveza por un lado y vinos y bebidas espirituosas por el otro.

Las estimaciones del crecimiento de ventas es el resultado de la variación de precios y cantidades. Analizando en profundidad el mercado de cerveza, en términos de volúmenes, se da el fenómeno que, si

se analizan los últimos 3, 5 y 10 años no ha existido un cambio significativo. Lo que sí ocurrió es una migración de los consumidores a cervezas artesanales o a segmentos premium. El segmento de alta gama al cual Constellation Brands enfoca su estrategia mantuvo en términos de volúmenes un crecimiento superior al 6%.

Según los pronósticos, se proyecta que la industria de la cerveza crezca a una tasa CAGR del 7,58% para 2025, lo cual se encuentra dentro del rango del 7% al 9% de estimaciones de crecimiento de la gerencia para el próximo año.

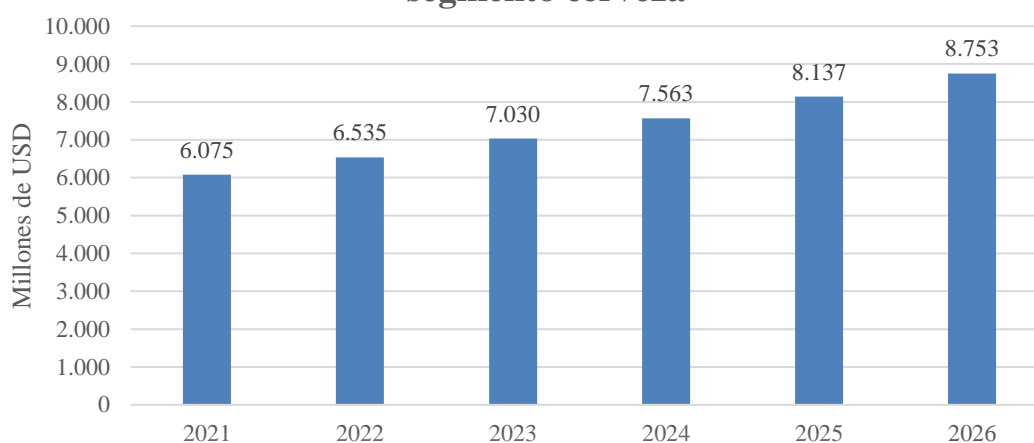
Constellation Brands ha ido ganando cuota de mercado en los últimos años pasando de un 6% de participación en el año 2015 a un 9% en 2020. Sin embargo, dado el salto de 2% en el último año, en un entorno tan competitivo difícilmente pueda mantener dicha tendencia. Para la presente valuación se asume que en los próximos años la empresa mantiene su cuota de mercado lo que implica que sus ventas se incrementen de manera proporcional a la tasa de crecimiento de la industria del 7,58%.

Estos supuestos se consideran factibles por los siguientes motivos: en primer lugar, no hay evidencias que indiquen que se esté llegando a un agotamiento de la tendencia que favorece al segmento premium de cervezas. Por ende, es probable que las ventas de cervezas de alta gama mantengan su evolución favorable. En segundo lugar, la empresa viene demostrando tasas de crecimiento considerables en sus principales marcas en términos de volúmenes. La familia modelo y la cerveza Pacifico crecieron un 12% en términos de volúmenes en el último período fiscal. En consultas a la gerencia, han informado que no ven cercana una disminución en este ritmo de crecimiento en el mediano plazo. Por un lado, la comunidad hispánica es la base de los consumidores de las cervezas de Constellation Brands, teniendo una penetración de productos del 50%. El crecimiento demográfico de dicha comunidad favorece el incremento de las ventas de la empresa por encima de la de sus competidores.

Por último, la penetración de las marcas de la empresa en consumidores no hispánicos se ubica en el orden del 25%, indicio por el cual se puede inferir que aún existe potencial para que la empresa mantenga sus tasas de crecimiento que exceden a las de la industria.

El siguiente gráfico muestra el total de ventas netas proyectadas de Constellation Brands para el segmento de cerveza en el período 2022-2026.

Gráfico 31: Evolución de ventas proyectadas para el segmento cerveza



Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, las proyecciones para el segmento de vinos y bebidas espirituosas son más conservadoras para la empresa. Se espera que la industria crezca anualmente a 9,03% CAGR para el caso del Vino y 8,80% CAGR para el caso de las bebidas espirituosas durante el periodo 2022-2025 en Estados Unidos, las proyecciones de la gerencia son menores a dicho porcentaje. En lo que respecta al vino, para el siguiente período fiscal estiman crecer del 2% al 4%. A un valor medio del 3% esto implica una caída en la cuota de mercado de Constellation Brands a un 4,43% de participación. Si se ignora el rebote que tuvo en 2020, este valor se encuentra en línea con la cuota de mercado de la empresa den 2019, cuyo valor alcanzaba el 4,42% del mercado. Para los siguientes períodos se estima que se frene la tendencia descendente y el segmento crezca en línea con las previsiones de la industria, es decir a 9,03% CAGR, manteniendo su cuota de mercado.

Esto condice con la decisión estratégica de readecuar el portafolio de marcas de la empresa con el fin de concentrarse en la parte premium del segmento. Lo que implica discontinuar productos, perdiendo algo de cuota de mercado con el fin de concentrarse en aquellos que contribuyen a una mejora en los márgenes operativos.

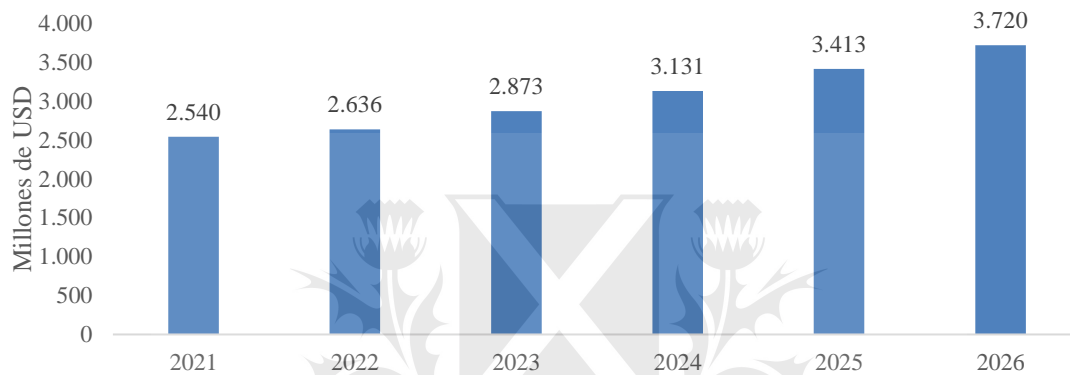
Los productos retenidos de la cartera, excluyendo aquellas marcas que fueron vendidas, tuvieron un crecimiento en el último período fiscal del 5% principalmente motivado por el crecimiento de volúmenes de las marcas Meiomi, Kim Crawford y The Prisoner.

Respecto a las bebidas espirituosas, como se describió en el análisis de la industria, la cuota de mercado de Constellation Brands es relativamente estable, la cual se mantuvo en 0,47% del mercado en

cuatro de los últimos seis años. Se espera que esta situación se mantenga por lo que se asume que las ventas de la empresa evolucionen igual que el resto de la industria a una CAGR del 8,80%.

El siguiente gráfico muestra el total de ventas netas proyectadas de Constellation Brands para el segmento de vinos y bebidas espirituosas en el período 2022-2026:

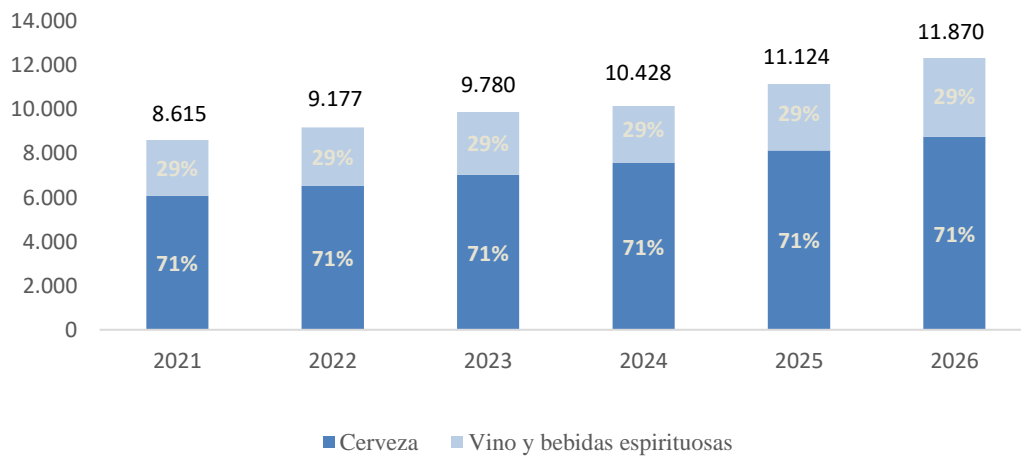
Gráfico 32: Evolución de ventas proyectadas para el segmento vinos y bebidas espirituosas



Fuente: Elaboración propia.

En el siguiente gráfico se resumen ambas líneas de negocio y se puede apreciar la evolución proyectada de ventas netas totales.

Gráfico 33: Evolución de ventas proyectadas totales



Fuente: Elaboración propia.

4.4. Proyección de Márgenes

Los márgenes operativos de la empresa se calcularon teniendo en cuenta sus márgenes históricos y las proyecciones de la gerencia. En el segmento de cerveza, Constellation Brands proyecta mantener márgenes operativos entre el 39% y 40%. Esto condice con lo acontecido durante los últimos cuatro años tal como fue observado en la sección de análisis financiero, y se consideran previsiones realistas teniendo en cuenta que el último año se alcanzó el 41,1%.

Para el escenario base se ha tomado el 39% de acuerdo con el margen promedio de los últimos 5 años del segmento y validado por las previsiones de la gerencia. En vinos y bebidas espirituosas los márgenes son más acotados. Históricamente se han mantenido entre el 25% y 27%, siendo del 25% para el último periodo fiscal. Como se mencionaba anteriormente, la empresa se encuentra en pleno proceso de reconversión de cartera de marcas y su estrategia se encuentra enfocada a potenciar aquellos productos que poseen altos márgenes. En tal sentido, planea mejorar paulatinamente los márgenes hasta alcanzar un 30% entre el año fiscal 2023 y 2024.

Por estos motivos se proyectan márgenes que converjan al 30% para el año fiscal 2024 alcanzando el 25% para el 2022, 28% para el 2023 y luego 30% para el resto de los períodos. Estas estimaciones se consideran realistas dados los parámetros históricos del segmento y la reconversión de la cartera de vinos.

4.5. Depreciaciones y Amortizaciones

Durante el período 2017-2021 el promedio de la relación entre Depreciaciones y Amortizaciones respecto a la propiedad planta y equipos brutos fue de 4,65%. Dichos valores históricos se los considera estables, incluso si se eliminaran del análisis los últimos dos períodos fiscales.

Por lo tanto, se estiman Depreciaciones y Amortizaciones por dicho porcentaje de los activos fijos brutos. Para el cálculo de estos últimos se parte de los activos fijos brutos del período fiscal 2021, sumándole el CAPEX proyectado para cada año.

4.6. Impuestos

Como se comentaba anteriormente, la alícuota del impuesto a las ganancias utilizada es la marginal, es decir el 21%, equivalente a la tasa de impuesto a las ganancias vigente en los Estados Unidos.

4.7. Capital de Trabajo

El capital de trabajo neto de Constellation Brands se ha mantenido cercano al 29% respecto a las ventas durante los últimos años, a excepción de los últimos dos períodos fiscales. Cabe destacar que durante el 2020 y 2021 se observa una caída en los inventarios considerable. Tal como se mencionaba en el análisis financiero, dicha circunstancia no es un objetivo perseguido por la gerencia sino una consecuencia ocasionada por las anomalías en la cadena de producción que produjo el COVID-19.

Los productos en proceso fueron los que disminuyeron más significativamente. Durante el periodo fiscal 2021 la situación persiste, por lo que se estima una normalización paulatina y, por ende, un aumento progresivo en la relación entre el capital de trabajo neto y las ventas. Para el primer año proyectado se estima un capital de trabajo neto del 25% de las ventas, mientras que para los años siguientes un 29,40% en línea con los promedios históricos sin considerar los últimos 2 períodos que se vieron afectados por la pandemia. Motiva el aumento progresivo para el primer año proyectado circunstancias ajenas a la empresa como, por ejemplo, faltantes de botellas.

4.8. CAPEX

Se proyectan los gastos en propiedad, planta y equipos considerando su proporción histórica respecto a las ventas. Considerando los último cinco años, el promedio se ubica en 11,20%. Sobre esta variable, la gerencia da una guía sobre las inversiones necesarias para cumplir con la futura demanda de cerveza.

Se estima una inversión necesaria en el rango de los USD700 y USD900 millones para los próximos años para lograr los objetivos. Si a esto se le suman las necesidades de CAPEX de mantenimiento y el necesario para el segmento de vinos y bebidas espirituosas, es posible inferir que un CAPEX del 11,20% sobre las ventas proyectadas es adecuado para cumplir con las futuras necesidades de la empresa. Por lo tanto, para el escenario base, durante la parte explícita del flujo de fondos proyectado se estima un CAPEX en el rango de los USD1.030 y USD1.400.

4.9. Tasa de Descuento y estructura de capital

Los flujos de fondos esperados deben ser descontados a una tasa que refleje el costo de financiar los activos de la compañía. El costo de capital incluye el costo de la deuda y el del capital accionario con sus ponderaciones correspondientes a la estructura de capital de la empresa.

$$\text{Costo de capital} = k_e (E/(D+E)) + k_d (D/(D+E)) (1-t)$$

Donde k_e representa la tasa requerida por los accionistas y k_d el costo actual de tomar deuda ajustado por el beneficio impositivo del escudo fiscal. Las ponderaciones de deuda ($D/(D+E)$) y capital propio ($E/(D+E)$) son consideradas a valores de mercado.

El costo de capital es una función del riesgo no diversificable de la inversión y puede cambiar a lo largo del tiempo. Lo mismo sucede con el costo de deuda al variar la exposición de la empresa al riesgo de default. El riesgo de default principalmente puede variar por dos motivos, el tamaño de la compañía y su cantidad de deuda.

Como se mencionaba anteriormente, el costo de deuda es ajustado para reflejar el ahorro impositivo, porque los flujos de fondos son calculados sin realizar ninguna consideración sobre la estructura de capital. Al contemplar un costo promedio ponderado de capital a tener en cuenta es después de impuestos se asume, por ende, un menor costo de la deuda.

A medida que una firma cambia su apalancamiento, las ponderaciones de deuda y capital accionario cambian. Mientras que la empresa no llegue a una situación de stress financiero, el valor de la deuda no se modificará significativamente.

Sin embargo, el valor de la capitalización de mercado oscilara a medida que cambie el precio de las acciones de la compañía. También existe un problema de circularidad dado que la finalidad de la presente valuación es estimar el valor intrínseco del capital accionario, pero para definir las ponderaciones se utiliza el valor de mercado del capital.

Para solucionar este problema no se analiza la estructura de capital de Constellation Brands aisladamente, sino que se pone en contexto en relación con la estructura de otros competidores de la industria. Para ello, se define una ponderación teórica basada en los promedios de la industria.

Al 28 de febrero de 2021 la estructura de capital de Constellation Brands se componía por un 20,03% de deuda y un 79,97% de capital.

En la siguiente tabla se resume la estructura de capital de cinco comparables de la industria:

Tabla 15: Estructura de capital de comparables

Comparables		Deuda	Market Cap	Ponderación de deuda
Diageo plc	NYSE:DEO	19253	120714	13,8%
Willamette Valley Vineyards, Inc.	Nasdaq	13	46	22,1%
Molson Coors Beverage Company	NYSE:TAP.A	7466	10955	40,5%
The Boston Beer Company, Inc.	NYSE:SAM	65	4704	1,4%
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	NYSE:CCU	685	2614	20,8%
Constellation Brands, Inc.	NYSE:STZ	10417	41590	20,03%
Promedio				19,77%

Fuente: - Elaboración propia en base a estados contables de Constellation Brands e información de mercado consultada en investing.com

Como se puede observar el promedio es 19,77%. Adicionalmente se lo compara con las ponderaciones relevadas por sector por Aswath Damodaran. En lo que se refiere a bebidas alcohólicas, la proporción de deuda sobre capital de la industria durante enero de 2022 fue 17,17%. Como las proporciones relevadas no difieren significativamente a la de Constellation Brands, se utilizará las ponderaciones antes mencionadas para el cálculo de la tasa de descuento, es decir 20,03% para la deuda y 79,97% para el capital accionario.

4.10. Costo del Capital Accionario (Ke)

El costo de capital es la tasa de retorno que los accionistas le requieren a la empresa. Para estimarlo se utilizará el modelo “Capital Asset Pricing Model” (CAPM), en el que se define que:

$$\text{Retorno esperado (Ke)} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta (Prima de riesgo de mercado)}$$

El retorno esperado por el capital accionario incluye una compensación igual al retorno del activo libre de riesgo y una prima por el riesgo sistémico no diversificable. Dicha prima se calcula multiplicando el coeficiente beta por la prima de riesgo de mercado. A continuación, se detallarán cada uno de los componentes necesarios para determinar el costo de capital.

4.11. Tasa libre de riesgo

En primer lugar, la tasa libre de riesgo es aquella correspondiente al activo en el que se conocen los retornos con certeza y se cumplen dos condiciones: no existe riesgo de default, lo que generalmente implica que el gobierno es el emisor de dicho activo; y no existe incertidumbre sobre tasas de reinversión, lo que implica que no hay flujos de fondos anteriores al final del horizonte temporal.

Para la valuación de Constellation Brands, como prácticamente la totalidad de las ventas se realizan en Estados Unidos y sus flujos de fondos son en dólares estadounidenses, el activo que cumple de mejor manera las condiciones antes mencionadas es el bono del tesoro de Estados Unidos.

De manera ideal, las tasas libres de riesgo deberían ser las tasas de bonos del gobierno con cupón cero que coincida con cada uno de los flujos analizados. Sin embargo, por cuestiones pragmáticas se suele utilizar la tasa de los bonos del tesoro a 10 años. En la presente valuación, se utilizará como tasa libre de riesgo la tasa interna de retorno (TIR) de las notas del tesoro de Estados Unidos a 10 años con fecha 28 de febrero 2021, equivalente a 1,44%.

4.12. Prima de Riesgo del Mercado

La prima de riesgo de mercado es un parámetro significativo en muchos modelos de valuación. Mide el retorno extra que hubiera demandado un inversor por migrar sus fondos de una inversión libre de riesgo a una inversión riesgosa. Es una función de qué tan aversos al riesgo son los inversores y que tan riesgosas son percibidas las acciones en relación con otros activos. Se destacan dos formas de calcularlo: una es mirando el pasado y estimar la prima de los activos riesgosos sobre los de libre de riesgo; la otra, se calcula al mirar cómo el mercado valúa los activos riesgosos en la actualidad.

En el primer caso, la estimación de la prima de riesgo dependerá de cuánto tiempo hacia atrás se mire, de la tasa libre de riesgo utilizada y la forma en que se promedian los datos. Existe basta bibliografía en la que se discute el valor apropiado que debería considerarse para esta variable. Sin embargo, no hay consenso sobre el criterio a utilizar. Cabe remarcar que las diferencias se podrían dar incluso al momento de considerar datos históricos, implícitos o esperados.

Para la presente valuación, se asume que el retorno exigido por los accionistas guarda una relación respecto a los retornos históricos del mercado de activos de renta variable. Si se considera el mercado accionario de Estados Unidos, el retorno histórico promedio de los últimos 50 años es 9,42%. Para su cálculo se consideró la variación del índice S&P 500 desde diciembre de 1970 a diciembre de 2021.

Por lo tanto, para reflejar una adecuada relación entre riesgo y retorno, se utilizará dicho porcentaje histórico al que se le restará la tasa libre de riesgo del 1,44% antes mencionada, arribando a una prima de mercado del 7,98%. De esta manera, como se presentará más adelante, se reflejará un retorno exigido por los accionistas acorde a parámetros razonables.

4.13. Beta

El segundo parámetro necesario para el modelo de riesgo y retorno es la beta. En el modelo CAPM la beta de una inversión es el riesgo que el activo agrega al portafolio de mercado. Es una medida de riesgo sistémico, es decir, aquel que no es posible diversificar. De cierta forma, mide la sensibilidad del activo respecto a las variaciones del mercado.

El enfoque convencional para estimar las betas de una inversión es a través de una regresión de retornos del activo contra los retornos del índice de mercado. Para firmas cuyas acciones cotizan en el mercado por un período de tiempo, es relativamente sencillo su cálculo:

$$R_j = a + b R_m$$

Siendo R_j el retorno de la acción, R_m el retorno del índice de mercado, a el intercepto de la regresión, b la pendiente de la regresión definida como la covarianza entre R_j y R_m sobre la varianza de R_m . Hay tres decisiones que se deben tomar al momento de realizar la regresión. La primera es definir qué tan largo va a ser el período de estimación. La segunda, es decidir cuál va a ser el intervalo de los retornos, pudiendo ser diarios, semanales, mensuales o anuales. La tercera, es elegir qué índice de mercado se utilizará en la regresión.

Otra forma de calcular la beta es mirando los fundamentos del negocio de la empresa. Si bien se puede estimar mediante una regresión, la beta va a estar determinada por la decisión de la compañía sobre el negocio que desarrollará, cuánto apalancamiento operativo utilizará y el apalancamiento financiero. Cuanto más sensible es una empresa a las condiciones de mercado, mayor será la beta, por lo tanto, es esperable que empresas cíclicas tengan mayores betas. Una firma que tiene altos costos fijos con relación a sus costos totales se dice que tiene un alto apalancamiento operativo. A mayor apalancamiento habrá mayor variabilidad en el ingreso operativo y, por lo tanto, una beta mayor. Por último, un mayor apalancamiento financiero incrementará la beta de la empresa.

Una beta igual a uno significa que la compañía tiene un riesgo sistémico similar a la cartera de mercado. Betas mayores a uno indican un riesgo mayor, estos activos exageran los movimientos del

mercado. Por el contrario, betas menores a uno indican menor riesgo como ocurre en empresas menos sensibles al ciclo económico.

Para Constellation Brands, se estimó el coeficiente beta siguiendo los siguientes pasos:

- Se recopilaron según datos de mercado los retornos totales mensuales de las acciones de los últimos 5 años (2017-2021).
- Del mismo modo se calcularon los retornos totales del mercado tomando la evolución de los precios semanales del índice S&P 500 para el período antes mencionado.
- Estimación del coeficiente beta utilizando el método de regresión lineal simple.

**Tabla 16: Resultado de regresión lineal simple:
Constellation Brands vs. S&P 500**

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación	0,67140481
Coefficiente de determinación	0,45078442
R ² ajustado	0,44131519
Error típico	0,05696872
Observaciones	60

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,15449945	0,154499449	47,6051624	4,32004E-09
Residuos	58	0,18823522	0,003245435		
Total	59	0,34273466			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,0036569	0,00765065	-0,47798118	0,63446024	-0,01897131	0,01165758	-0,0189713	0,01165758
Variable X 1	1,18076672	0,17113431	6,899649439	4,32E-09	0,838204189	1,52332926	0,83820419	1,52332926

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

El coeficiente beta obtenido es de 1,18. El R2 indica que el 44% de los movimientos del precio de la acción de Constellation Brands se encontrarían explicados por variaciones en precios del mercado. El intervalo de confianza de la beta de la empresa tiene un rango que va de 0,83 a 1,52 con una significatividad del 5%.

Para validar los resultados obtenidos se analizaron las betas de las siguientes firmas comparables: Diageo Plc., Willamete Valley Vineyards, Molson Coors, The Boston Beer Company y Compañía Cervecerías Unidas. Para ello se ha calculado la beta apalancada de cada empresa, luego se las desapalancó considerando la estructura de capital de las empresas. Por último, se promediaron los resultados para obtener la beta desampalancada de la industria:

Tabla 17: Análisis de coeficientes beta de comparables

Comparables	Beta apalancada	D/(D+E)	Beta desapalancado
Diageo plc	0,64	0,14	0,57
Willamette Valley Vineyards, Inc.	0,84	0,22	0,69
Molson Coors Beverage Company	1,15	0,41	0,75
The Boston Beer Company, Inc.	0,74	0,01	0,73
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	0,94	0,21	0,78
		Promedio	0,70

Fuente: Elaboración propia en base a datos recopilados en Investing.com

El resultado obtenido es consistente con la beta publicada por Aswath Damodaran para la industria de bebidas alcohólicas, el cual según sus estimaciones es 0,71.

Al apalancar la beta de comparables según la estructura de capital de Constellation Brands al 28/02/2021 se obtiene una beta igual a 0,83 lo cual difiere de los resultados obtenidos mediante la regresión. Para profundizar el análisis sobre este parámetro se llevó a cabo el estudio de la evolución de la beta de Constellation Brands desde el 01/03/2006 al 01/02/2021.

**Gráfico 34: Rolling beta de Constellation Brands
(ventana 5 años, datos mensuales)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos recopilados en Yahoo Finance.

En términos de estabilidad paramétrica, se puede ver que históricamente, en su mayoría, se ha mantenido en un rango entre 1,2 y 0,8 salvo por el período comprendido entre 2017 y 2019 en el que la beta cae fuertemente.

Al indagar sobre las posibles causas que motivaron dicha disminución, no se encuentran hechos relevantes en términos del análisis intrínseco del negocio que puedan explicar la fuerte caída y recuperación. Durante ese período la empresa creció sostenidamente, mantuvo una evolución favorable en términos de ventas y en la mayoría de las presentaciones de resultados se superaron las estimaciones de los expertos. El índice también evolucionó favorablemente.

De hecho, durante el 2017 uno de los hechos más significativos fue que Constellation Brands realizó la primer inversión en Canopy, por lo que incorpora una línea de negocios sumamente riesgosa a la compañía. Canopy históricamente ha mantenido un parámetro beta cuyo rango oscila entre 2 y 4. Contrario a lo observado, desde un punto de vista racional esto debería haber incrementado el riesgo del negocio.

Por lo tanto, al no encontrar evidencia suficiente que justifique el desacople de la acción y el índice durante ese lapso, el beta obtenido de 1,18 se lo encuentra razonable respecto a niveles históricos de la firma. Comparado con la beta de la industria calculada anteriormente podría parecer elevada, sin embargo, es prudente considerar que el negocio de Constellation Brands justifica dicha diferencia.

En primer lugar, cabe señalar que el modelo cambió radicalmente a partir del 2013 con la adquisición de las marcas de Grupo Modelo; por ende, a pesar de tener décadas en la industria, el núcleo de la actividad actual es relativamente moderno.

En segundo lugar, desde ese momento la empresa ha demostrado ser exitosa en ganar cuota de mercado lo cual implica mayores tasas de crecimiento que sus competidores, lo cual implica mayor volatilidad en sus ingresos esperados. El crecimiento mencionado anteriormente origina mayores necesidades de inversión y tal como se observó durante el análisis financiero, el CAPEX en términos relativos a las ventas se encuentra por encima del de sus competidores.

Es esperable que la Beta sea más elevada respecto a otras con menores necesidades de inversión de capital, debido a los riesgos asociados a la expansión de las operaciones de la compañía.

Por último, cabe señalar que el momento de la valuación es particular dada la influencia del COVID-19. Por la pandemia, en algunos sectores considerados defensivos como “Consumer Staples” o “Real Estate” se ve un incremento en las betas, mientras que en sectores riesgosos como tecnológicas o farmacéuticas se ve una disminución

Habiendo puesto en consideración todo lo mencionado anteriormente, a los efectos del cálculo del costo del capital accionario se computará la beta obtenida en la regresión dado que condice con la realidad económica y el riesgo asociado de la compañía.

Con los parámetros definidos anteriormente se construye la ecuación del costo del capital accionario asumiendo que la tasa libre de riesgo es 1,44%, el beta de Constellation Brands 1,18 y la prima de riesgo del mercado 7,98%. Se obtiene que el retorno requerido por los accionistas (K_e) de Constellation Brands es 10,85%.

4.14. Costo de la Deuda Financiera (K_d)

El costo de la deuda (K_d) es equivalente a la tasa de interés que la compañía paga por sus deudas de largo plazo. Por ende, debe reflejar las expectativas de retorno requeridas por sus acreedores. Se entiende que debe existir una mayor remuneración que en la tasa libre de riesgo dada una mayor relación riesgo retorno.

Para calcular el costo de endeudamiento de Constellation Brands, se considerarán las tasas internas de retorno (TIR) de las emisiones denominadas en dólares vigentes actualmente en el mercado.

En la siguiente tabla se detallan aquellas que poseen la liquidez suficiente como para ser consideradas:

Tabla 18: Títulos de deuda vigentes de Constellation Brands

ISIN	MATURITY	CUPON	TIR
US21036PAQ19	06/12/26	3,70%	1,67%
US21036PAY43	15/02/28	3,60%	1,88%
US21036PBE79	01/08/29	3,15%	2,25%
US21036PBF45	01/05/30	2,87%	2,42%
US21036PAZ18	15/02/48	4,10%	3,40%

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg, cotizaciones de mercado y reporte anual de Constellation Brands 2021. Los valores de TIR fueron calculados con los precios de mercado en la fecha de la presente valuación 28/02/2021

Al no contar con una emisión a 10 años, para el cálculo del WACC, se utilizará como costo de la deuda financiera (K_d) una tasa de 2,42%, coincidente con la TIR de la emisión que expira en 2030, dado que es la que más se le aproxima.

Si se analizaran valores contables, dicho porcentaje es cercano al promedio de la tasa efectiva de intereses pagados de los últimos tres períodos fiscales, cuyo porcentaje asciende a 3.30%. A su vez, se realizó una comparación de la TIR obtenida en dicha emisión con el OAS (“Option adjusted spread”) que mide el retorno adicional respecto al instrumento libre de riesgo demandado por el mercado.

Al 28 de febrero de 2021, el OAS implícito para el índice “ICE BofA BBB US Corporate Index” era 1,19%. Contemplando la tasa libre de riesgo de 1,44%, se obtiene que en promedio la tasa demandada a las emisiones con la misma calificación crediticia que Constellation Brands era 2,63%, por lo que se asume razonable el 2,42% obtenido de los valores de mercado de la deuda señalada anteriormente.

4.15. Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

En la siguiente tabla se resumirán todos los parámetros calculados para definir el costo promedio ponderado de capital de Constellation Brands. La tasa a la que se arriba se encuentra expresada en dólares y es una tasa nominal.

Tabla 19: Costo promedio ponderado del capital (WACC)

Constellation Brands	Feb.2021
Costo del Capital Accionario	10,85%
Tasa Libre de Riesgo	1,44%
Prima de Riesgo del Mercado	7,98%
Coefficiente Beta	1,18
Costo de la Deuda Financiera después de impuestos	1,91%
Costo de la Deuda Financiera - sin impuestos	2,42%
Tasa Impuesto a las Ganancias	21%
Estructura de Capital	
Capital Accionario/Capital Total	79,97%
Deuda Financiera/Capital Total	20,03%
WACC (USD nominal)	9,06%

Fuente: Elaboración propia.

4.16. Valor Terminal

En la presente valuación se asumió que la vida de Constellation Brands es infinita. Debido a que no es posible proyectar uno por uno cada flujo de fondos a perpetuidad, tal como se ha procedido, se hizo un corte a los cinco años en el período de proyección explícito y luego se ha computado un valor terminal que refleje todos los flujos más allá de ese punto.

El valor terminal puede ser calculado de diferentes formas. El enfoque más consistente con un modelo de descuento de flujo de fondos asume que los flujos a partir del año terminal crecerán a una tasa constante a perpetuidad según la siguiente fórmula:

$$\text{Valor terminal} = \text{Flujo de fondos libre para la firma en } n (1+g) / (WACC - g)$$

Siendo n el último año del flujo explícito proyectado, y g la tasa de crecimiento de largo plazo.

Es importante remarcar que tanto el costo de capital WACC y la tasa de crecimiento g en el modelo son variables de equilibrio de largo plazo y sostenibles en el tiempo. Es esta condición por lo que estos valores son constantes a perpetuidad. Dado que ninguna firma puede crecer por siempre a una tasa mayor que la del crecimiento de la economía en la que opera, la tasa de crecimiento constante usualmente también es llamada tasa de crecimiento estable. Tanto las ventas como los resultados operativos y el flujo de fondos evolucionan a la misma tasa de crecimiento “ g ”.

Para la estimación del valor terminal se proyecta que el margen del EBIT se estabiliza en aproximadamente el 36% a perpetuidad, coincidente con el margen de los últimos tres años de la proyección detallada. La tasa de descuento será el costo promedio ponderado de capital calculado previamente dado que no se estiman cambios en su estructura de capital.

Para el cálculo de la tasa de crecimiento a perpetuidad se consideran las expectativas de inflación de largo plazo en el momento de la valuación. Al 28 de febrero de 2021, según el relevamiento realizado por la reserva federal de Nueva York las expectativas de inflación al consumidor se encontraban entre el 2,12% y 2,20%. Derivada de los valores del Tesoro con vencimiento constante a 10 años y los valores del Tesoro indexados por inflación a 10 años, la inflación implícita para ese momento era 2,15%.

Por otro lado, también se considera el crecimiento de la población a largo plazo de Estados Unidos. Según el departamento de asuntos económicos y sociales de las Naciones Unidas, se espera que la población de Estados Unidos ascienda a los 366.572.150 habitantes para 2040, lo que implica un crecimiento anual del 0,51%.

Contemplando ambas variables se asume un crecimiento de largo plazo de 2,66%, lo cual se encuentra en línea con la tasa de crecimiento de volúmenes de la industria en la última década y es consistente con las principales proyecciones de variables macroeconómicas e indicadores de actividad para Estados Unidos.

4.17. Inversiones en Empresas Asociadas

Para obtener el valor del capital accionario de Constellation Brands es necesario ajustar el valor de la empresa, incluyendo las inversiones en empresas asociadas. Si bien en los estados contables se incluye a Canopy como un segmento, se reportan sus resultados, pero luego se netean, dado que al 28 de febrero de 2021 Constellation Brands solo posee el 38,6% del capital accionario de dicha empresa. Esto le permite tener influencia significativa pero no control sobre Canopy Growth y, por lo tanto, no se encuentra obligado a reportar los estados consolidados.

Al momento de la valuación Constellation Brands posee USD142,25 millones de acciones de Canopy Growth que cotizaban a USD32,75 por acción, lo que representa una inversión en empresas asociadas por USD4.658,69 millones.

Cabe destacar que, al proyectar los flujos de fondos de Constellation Brands, no se incorporaron escenarios en los que el segmento de Canopy contribuyera a resultados operativos positivos. Tampoco se realizaron supuestos sobre un posible aumento de participación en el capital accionario de Canopy que implicara el control total de la compañía.

Esto se debe a que no se espera que la empresa genere EBITDA positivo hasta después del año 2024. Además, la compañía continúa perdiendo participación de mercado y su condición financiera se ha deteriorado notablemente desde la adquisición por parte de Constellation Brands. Dadas las condiciones actuales no es posible realizar proyecciones realistas en las que Canopy concrete sus operaciones con márgenes positivos, y su crecimiento es altamente dependiente de la posibilidad de ingresar al mercado de Estados Unidos.

4.18. Resultados de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados

A continuación, se detallarán los resultados de la valuación de Constellation Brands utilizando el método de descuento de flujo de fondos descontados para la firma, contemplando los supuestos para el escenario base con fecha 28 de febrero de 2021.

El valor de la empresa al que se arribó es de USD33.813 millones. Partiendo de dicho valor se le adicionan la caja y equivalentes los cuales ascienden a USD461 millones y se sustrae la deuda financiera que para esa fecha alcanzaba los USD10.442 millones. También se le suma la inversión que la empresa poseía en Canopy, cuya participación se encontraba valuada en USD4.659 millones. Al dividirlo por la cantidad de acciones en circulación se estima un precio por acción de USD146,85.

El 28 de febrero de 2021 el precio de la acción de Constellation Brands cerró en USD214,14. La diferencia entre el valor intrínseco calculado y el valor de cotización posiblemente se deba a que en dicho momento las perspectivas del mercado sobre el negocio, el riesgo percibido por los inversores o las expectativas de crecimiento de largo plazo resultaban más optimistas respecto a las utilizadas en los supuestos de la presente valuación.

Tabla 20: Resultado de la valuación por flujo de fondos descontados

Valor de la Empresa - Constellation Brands - 28/02/2021 (USD M)	33.813
Caja y Equivalentes (USD M)	461
Deuda Financiera (USD M)	(10.442)
Inversiones en Empresas Asociadas (USD M)	4.659
Valor del Capital Accionario (USD M)	28.490
Cantidad de Acciones en Circulación - 28/02/2021	194.011.154
Precio por Acción de Constellation Brands (USD)	146,85

Fuente: Elaboración propia

4.19. Análisis de Sensibilidad

Debido a la naturaleza incierta del futuro, a continuación, se realizará un análisis de sensibilidad de las principales variables utilizadas para la proyección de los flujos de fondos. El objetivo es analizar cómo varía el valor de las acciones de Constellation Brands al modificar supuestos fundamentales.

Cabe señalar que como guía se utilizaron las proyecciones de la industria y las previsiones de la gerencia tanto para las ventas como para la evolución de márgenes. Dichas estimaciones fueron realizadas en rangos en los que la empresa crece por debajo y por encima de la industria. Para el escenario optimista se utilizó una variación de un 1% por encima del crecimiento de la industria y para el escenario pesimista se utilizó el mismo porcentaje, pero por debajo del promedio de la industria.

Escenario Pesimista

- *Ventas:* Se estima que las ventas del segmento cerveza se incrementen a 6,58% anual. Esto implica un 1% por debajo de lo indicado para este segmento, lo que resulta conservador considerando que las principales marcas del segmento históricamente tuvieron un crecimiento histórico de dos dígitos. Esto implica una disminución en la cuota de mercado de cerveza.

En el caso del vino se asume un crecimiento del 2% para el primer año, correspondiente al límite inferior de las previsiones de la gerencia para el siguiente período fiscal mientras que para el resto de los períodos

del flujo explícito se asume un crecimiento del 8,03%, es decir, un 1% por debajo del crecimiento proyectado de la industria. Al igual que la cerveza, se asume una disminución en la participación de mercado.

En el caso de las bebidas espirituosas se asume un crecimiento del 7,80% también 100 puntos básicos por debajo de las variables proyectadas descritas en el análisis de la industria.

- *Márgenes:* Se asume un margen del 38% para cerveza, un 1% por debajo de su promedio histórico. Para el vino la gerencia establece un objetivo a lograr en 2023/2024 del 30%. Para este escenario se asume que no se logra dicho objetivo y mantiene niveles históricos, los cuales rondan el 25%.

Escenario Optimista

- *Ventas:* Para la cerveza se asume un crecimiento anual del 8,58%, lo que implica un crecimiento en la cuota de mercado de cerveza premium consistente con el buen desempeño de las marcas de la familia Modelo.

En el caso del Vino se estima una consolidación de la nueva cartera a futuro y un crecimiento anual del 4% para el primer año proyectado, lo que implica una disminución de la participación de mercado para luego tener un crecimiento por encima del 1% del promedio de la industria, es decir del 10,03% según proyecciones de la industria.

- *Márgenes:* Para la cerveza se mantienen márgenes operativos del 40%, levemente por encima del promedio histórico y dentro de valores razonables según los logrados en los últimos años.

Para el vino y bebidas espirituosas se asume que se logran exitosamente los planes de incremento de márgenes por lo que se proyecta un aumento progresivo, alcanzando un 28% el año 2022 y un 30% el año 2023. Este último porcentaje se mantiene durante todo el período explícito de proyección.

Tabla 21: Análisis de sensibilidad – Valuación por flujo de fondos descontados modificando crecimiento de ventas y márgenes

Constellation Brands: Análisis de sensibilidad	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Crecimiento de ventas cerveza	6,58%	7,58%	8,58%
Crecimiento de ventas vino	2%/8,03%*	3%/9,03%*	4%/10,03%*
Crecimiento de ventas bebidas espirituosas	7,80%	8,80%	9,80%
Proyección de márgenes cerveza	38%	39%	40%
Proyección de márgenes vinos y espirituosas	25%	25%/28%/30%**	28%/30%**
Costo de capital WACC	9,06%	9,06%	9,06%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	2,66%	2,66%	2,66%
Valor de la empresa EV (USD M)	30.405	33.813	35.735
Caja y Equivalentes (USD M)	461	461	461
Deuda Financiera (USD M)	-10.442	-10.442	-10.442
Inversión en Canopy (USD M)	4,659	4,659	4,659
Valor Capital Accionario (USD M)	25.082	28.490	30.412
Cantidad de Acciones en Circulación	194.011.154		
Precio por Acción (USD)	129,28	146,85	156,76

Fuente: Elaboración propia. (*) El primer porcentaje corresponde al periodo fiscal 2022. El segundo porcentaje corresponde a los siguientes periodos fiscales. (**) La proyección de márgenes de vinos y espirituosas asume un escalonamiento que dura 3 periodos en el caso del escenario base y 2 periodos en el caso del escenario optimista.

Adicionalmente se realizó un análisis de sensibilidad respecto al costo de capital y tasas de crecimiento a perpetuidad. Al alterar estos parámetros, se obtienen resultados con un alto grado de variabilidad.

Tabla 22: Análisis de sensibilidad – Valuación por flujo de fondos descontados modificando tasa de descuento y crecimiento de largo plazo

Análisis de Sensibilidad: Valor de la acción de Constellation Brands USD millones					
Crecimiento	1,66%	2,16%	2,66%	3,16%	3,66%
WACC					
7,06%	188,39	207,26	230,43	259,53	297,2
7,34%	177,03	193,79	214,14	239,34	271,38
8,06%	153,02	165,77	180,87	199,06	221,38
9,06%	127,26	136,35	146,85	159,13	173,69
10,06%	107,67	114,41	122,06	130,82	140,94
11,06%	92,29	97,44	103,21	109,71	117,08

Fuente: Elaboración propia

Con los supuestos utilizados en la presente valuación, se obtuvo un precio por acción de Constellation Brands de USD146,85. Si se descontaran las mismas proyecciones del escenario base a un WACC de 7,34% se arribaría a un valor cercano al precio de mercado. Por ejemplo, este sería el caso si ceteris paribus como insumo del CAPM se utilizara una beta de 0,91 en lugar del 1,18 utilizado.

4.20. Valuación por Múltiplos

En la valuación por flujos de fondos descontados, el objetivo es encontrar el valor de la empresa dados los flujos proyectados, el crecimiento y riesgo. En la valuación por múltiplos, también llamada valuación relativa, el objetivo es valorar la compañía basándose en cómo otras firmas se encuentran actualmente valuadas en el mercado.

Esta metodología tiene una amplia difusión dada su practicidad para encontrar de manera rápida una aproximación del valor de la compañía. También, como es en este caso, es de utilidad para complementar y validar los resultados obtenidos en la valuación por descuento de flujos de fondos. Es importante remarcar que el correcto uso de esta metodología depende del análisis de las variables fundamentales implícitas en el múltiplo de valuación y las similitudes en las características de las empresas comparadas.

Para la presente valuación, en primer lugar, se identificaron empresas comparables a Constellation Brands, seleccionando aquellas compañías que se encuentren en la misma industria y con características similares. Se tuvo en cuenta a Diageo Plc., Williamette Valey Vineyards, Molson Coors, The Boston Beer Company y Compañía de las Cervecerías Unidas.

Luego se seleccionó el múltiplo a utilizar. Dependiendo el tipo de empresa y negocio habrá algunos más convenientes que otros. Para las empresas de consumo masivo son de utilidad aquellos relacionados a las ventas o el EBITDA. En este caso se utilizará el múltiplo EV/EBITDA. Su ventaja radica en que permite comparar firmas con distintas estructuras de capital.

Sin embargo, es prudente tener presente que aquellas empresas con mayor consumo de capital tendrán múltiplos menores ya que requieren una mayor reinversión de capital para mantenerse. Cuando la firma tiene alto costo de capital también resulta en múltiplos inferiores. Por último, cuanto mayor es el crecimiento esperado, el múltiplo será más elevado.

En el caso de Constellation Brands sus variables fundamentales actúan de manera contrapuesta. Por un lado, es una empresa con mayores perspectivas de crecimiento que sus competidores y, por otro, como refleja el mayor nivel de CAPEX/ventas observado durante el análisis financiero, requiere mayores necesidades de inversión de capital para poder satisfacer las perspectivas futuras de crecimiento.

Habiendo analizado los comparables, se estimó un múltiplo EV/EBITDA de 17,5x contemplando un rango que va de 15,5x a 19,5x. La diferencia entre los múltiplos de Molson Coors y Compañía de Cervecerías Unidas puede deberse a que dichas compañías tienen perspectivas de crecimiento más bajas o por diferencias en la estructura de capital.

La siguiente tabla detalla el múltiplo EV/EBITDA de las empresas comparables y el promedio de la industria. También se analizan algunas variables de dichas empresas para estudiar la razonabilidad de los resultados obtenidos.

Tabla 23 Múltiplo EV/EBITDA y principales variables de comparables

Empresa	Múltiplo EV/EBITDA	Crecimiento ventas (3 años)	Crecimiento EBITDA (3 años)	Margen EBITDA 2021	ROE	ROA
Diageo plc	24,1x	-0,52%	-0,92%	31,90%	42,10%	9,80%
Willamette Valley Vineyards, Inc.	14,2x	13,33%	-1,89%	16,98%	3,43%	4,35%
Molson Coors	7,9x	-1,43%	0,44%	22,53%	7,80%	3,70%
The Boston Beer Company, Inc.	36,1x	28,31%	-8,46%	6,28%	1,50%	1,10%
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	5,5x	16,76%	8,27%	17,85%	15,3%	8,20%
Media	17,5x	11,29%	-0,51%	19,11%	7,01%	5,43%
Constellation Brands	15,5x-18,5x	3,03%	3,44%	37,16%	14,34%	13,16%

Fuente: Elaboración propia en base a investing.com y el reporte anual de Constellation Brands

En base múltiplo EV/EBITDA, se estimó el valor de la empresa (EV). Luego, se restó la deuda neta de caja y se realizó el ajuste por la inversión en Canopy, llegando a un valor de la acción entre USD234,45 y USD302,04. Estos valores son superiores a los obtenidos mediante la valuación de flujo de fondos descontados y el límite inferior del rango se aproxima en mayor medida al precio de mercado. Además, de las posibles diferencias en los supuestos utilizados, esto podría indicar que al momento de la valuación las estimaciones del mercado se sustentaban en mayor medida en valoraciones relativas.

Tabla 24: Resultados de la valuación por múltiplos

Constellation Brands			
Múltiplo	Valor inferior	Valor medio	Valor superior
EV/EBITDA	15,5x	17,5x	19,5x
EBITDA (USD M)	3278		
Valor Empresa EV (USD M)	50809	57365	63921
Deuda Neta (USD M)	-10442,3		
Caja y equivalentes	461		
Inversion en Canopy	4658,69		
Valor Capital Accionario	45486	52042	58598
Acciones en Circulación	194011154		
Precio por Acción (USD)	234,45	268,24	302,04

Fuente: Elaboración propia.

Por último, se realiza un análisis de sensibilidad del valor de la empresa y el precio de la acción de Constellation Brands para contemplar diferentes escenarios, dependiendo de los diferentes valores que pueden adoptar las variables utilizadas.

Tabla 25: Análisis de sensibilidad del valor de la firma

Análisis de Sensibilidad: Valor de la firma de Constellation Brands USD millones							
EV/EBITDA	16,0x	16,5x	17,0x	17,5x	18,0x	18,5x	19,0x
EBITDA							
3078	49251	50790	52329	53869	55408	56947	58486
3178	50851	52440	54029	55619	57208	58797	60386
3278	52451	54090	55729	57369	59008	60647	62286
3378	54051	55740	57429	59119	60808	62497	64186
3478	55651	57390	59129	60869	62608	64347	66086

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 26: Análisis de sensibilidad precio por acción

Análisis de Sensibilidad: Precio por accion de Constellation Brands US\$							
EV/EBITDA	16,0x	16,5x	17,0x	17,5x	18,0x	18,5x	19,0x
EBITDA							
3078	226,42	234,36	242,29	250,22	258,16	266,09	274,02
3178	234,67	242,86	251,05	259,24	267,43	275,62	283,81
3278	242,92	251,37	259,81	268,26	276,71	285,16	293,61
3378	251,16	259,87	268,58	277,28	285,99	294,69	303,40
3478	259,41	268,37	277,34	286,30	295,27	304,23	313,19

Fuente: Elaboración propia.

5. Anexos

5.1. Anexo A: Escenario base

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Terminal
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M
Ventas Netas	7321	7580	8116	8344	8615	9171	9903	10695	11550	12474	
Totales Costos de Mercadería	-3782	-3730	-4013	-4058	-4041						
Resultado Bruto	3539	3850	4103	4286	4574						
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-1122,8	-1180,3	408,7	-4802	-1645,7	34,11%	35,81%	36,36%	36,34%	36,32%	
Resultado Operativo (EBIT)	2416	2670	4512	-517	2929	3129	3546	3889	4197	4530	
Impuesto a las Ganancias	-550	-23	-686	967	-511	-657	-745	-817	-881	-951	
EBIT(1-t)	1866	2647	3826	450	2418	2472	2802	3072	3316	3579	
Depreciaciones & Amortizaciones	247,9	299,7	339,1	332,2	299,1	399	451	506	567	631	
CAPEX	-907,4	-1057,6	-886,3	-726,5	-864,6	-1027	-1109	-1198	-1294	-1397	
Δ Capital de Trabajo	22,5	-135,7	-92,6	679,8	64,4	-676	-579	-230	-248	-268	
Capital de Trabajo Neto	2132,3	2268	2360,6	1680,8	1616,4	2293	2872	3101	3349	3617	
Flujo de Fondos disponibles para la Firma	1229	1754	3186	736	1916	1167	1564	2151	2341	2545	40830
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)											2,66%
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)						9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%
Valor Presente de FCFF - 28/02/2021						1070	1315	1659	1655	1650	26465
Valor de la Empresa - Constellation Brands -						33813					
Caja y Equivalentes						461					
Deuda Financiera						(10.442)					
Inversiones						4.659					
Valor del Capital Accionario						28490					
Cantidad de Acciones en Circulación - 28/02/2021						194.011.154					
Precio por Acción de Constellation Brands (US\$)						146,85					

Fuente: Elaboración propia.

5.2. Anexo B: Escenario optimista

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Terminal
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M
Ventas											
Netas	7321	7580	8116	8344	8615	9257	10089	10996	11985	13064	
Totales											
Costos de											
Mercadería	-3782	-3730	-4013	-4058	-4041						
Vendida											
Resultado Bruto	3539	3850	4103	4286	4574						
Gastos de											
Ventas,											
Generales y	-1122,8	-1180,3	408,7	-4802	-1645,7						
Adm.											
Resultado Operativo (EBIT)	2416	2670	4512	-517	2929	3383	3743	4076	4440	4836	
Impuesto a											
las	-550	-23	-686	967	-511	-711	-786	-856	-932	-1016	
Ganancias											
EBIT(1-t)	1866	2647	3826	450	2418	2673	2957	3220	3508	3820	
Depreciacion											
es &	247,9	299,7	339,1	332,2	299,1	400	452	509	572	640	
Amortizaciones											
CAPEX	-907,4	-1057,6	-886,3	-726,5	-864,6	-1037	-1130	-1232	-1342	-1463	
Δ Capital de											
Trabajo	22,5	-135,7	-92,6	679,8	64,4	-698	-612	-263	-287	-313	
Neto											
Capital de											
Trabajo	2132,3	2268	2360,6	1680,8	1616,4	2314	2926	3189	3476	3789	
Neto											
Flujo de Fondos disponibles para la Firma	1229	1754	3186	736	1916	1338	1667	2235	2450	2684	43062
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)											2,66%
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)						9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%
Valor Presente de FCFF - 28/02/2021						1227	1402	1723	1732	1740	27911
Valor de la Empresa - Constellation Brands -						35735					
Caja y Equivalentes						461					
Deuda						(10.442)					
Financiera											
Inversiones						4.659					
Valor del Capital Accionario						30412					
Cantidad de Acciones en Circulación - 28/02/2021						194.011.154					
Precio por Acción de Constellation Brands (US\$)						156,76					

Fuente: Elaboración propia.

5.3. Anexo C: Escenario pesimista

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Terminal
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M
Ventas Netas	7321	7580	8116	8344	8615	9085	9719	10399	11126	11905	
Totales Costos de Mercadería Vendida	-3782	-3730	-4013	-4058	-4041						
Resultado Bruto	3539	3850	4103	4286	4574						
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-1122,8	-1180,3	408,7	-4802	-1645,7						
Resultado Operativo (EBIT)	2416	2670	4512	-517	2929	3113	3327	3556	3801	4062	
Impuesto a las Ganancias	-550	-23	-686	967	-511	-654	-699	-747	-798	-853	
EBIT(1-t)	1866	2647	3826	450	2418	2459	2628	2809	3002	3209	
Depreciaciones & Amortizaciones	247,9	299,7	339,1	332,2	299,1	399	449	503	561	623	
CAPEX	-907,4	-1057,6	-886,3	-726,5	-864,6	-1017	-1089	-1165	-1246	-1333	
Δ Capital de Trabajo Neto	22,5	-135,7	-92,6	679,8	64,4	-655	-547	-197	-211	-226	
Capital de Trabajo Neto	2132,3	2268	2360,6	1680,8	1616,4	2271	2819	3016	3227	3453	
Flujo de Fondos disponibles para la Firma	1229	1754	3186	736	1916	1186	1441	1951	2107	2273	36471
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)											2,66%
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)						9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%
Valor Presente de FCF - 28/02/2021						1087	1212	1504	1489	1474	23639
Valor de la Empresa - Constellation Brands - 28/02/2021											30405
Caja y Equivalentes											461
Deuda Financiera											(10.442)
Inversiones											4.659
Valor del Capital Accionario											25082
Cantidad de Acciones en Circulación - 28/02/2021											194.011.154
Precio por Acción de Constellation Brands (US\$)											129,28

Fuente: Elaboración propia.

6. Bibliografía

6.1. Académica

- Damodaran, Aswath. Investment Valuation, 2nd Edition. John Wiley & Sons, USA. 2002. ISBN-13: 978-0471414889
- Damodaran, Aswath. On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. John Wiley & Sons, USA. 1994. ISBN-13: 978-0471304654
- Nuno Fernandes. “Note on company valuation by discounted cash flow”. May 2012
- Robinson, Thomas (et al), International Financial Statement Analysis. CFA Institute, 2009. ISBN-13: 978-0470287668

6.2. Reportes y Artículos

- Alcoholic-Beverages Global Market Report 2021: COVID-19 Impacts and Forecasts to 2030 - ResearchAndMarkets.com. Wood Laura. <https://finance.yahoo.com/news/alcoholic-beverages-global-market-report-150400574.html>
- Beer market size, share, growth. Fortune Business Insights. <https://www.fortunebusinessinsights.com/beer-market-102489>
- Competition in the Markets for Beer, Wine, and Spirits. Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Executive Order 14036, “Promoting Competition in the American Economy.”. 02/02/2022
- Constellation Brands. Reporte Anual (2016-2021). <<https://ir.cbrands.com/>>
- Embedded Expectations Analysis. Constellation Brands. Valens Research. 22/07/2021.
- F1Q22 Earnings Preview. Barclays equity research report. 24/06/2021
- Key trends driving the global beverage alcohol industry in 2022. IWSR. < Key Trends Driving the Global Beverage Alcohol Industry in 2022 - IWSR (theiwsr.com)>
- McMillan, Rob. State of the US Wine Industry 2021. Silicon Valley Bank.
- Moody’s. “Moody's assigns Baa3 to Constellation Brands notes”. Web. 21/07/2021. https://www.moody.com/research/Moodys-assigns-Baa3-to-Constellation-Brands-notes--PR_450977
- Thoughts on Recent Stock Weakness and Into FQ122 Next Week. J.P. Morgan. North America Equity Research. 23/06/2021.
- What we're watching for in FY1Q22 results. Deutsche Bank research report. 18/06/2021.

6.3. Páginas Web

- Base de Datos Statista Online. <<https://www.statista.com/>>
- Constellation Brands. Investors relations <https://ir.cbrands.com/>
- Damodaran, Aswath. Online Database: Betas by sector <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>
- Damodaran, Aswath. Online Database: Debt Fundamentals by Sector (US) <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/dbtfund.html>
- Damodaran, Aswath. Online Database: Historical Returns in S&P 500 <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html>
- FRED Economic Data. St. Louis FED <<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A4CBBB>>
- Investing.com <<https://es.investing.com/>>
- Markets Insider. Constellation Brands 04/04/2022 < <https://markets.businessinsider.com/stocks/stz-stock>>
- Morningstar <<https://www.morningstar.com/>>
- Reserva Federal de Estados Unidos. Daily Treasury Real Yield Curve Rates <https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value_month=202204>
- Yahoo Finance <<https://finance.yahoo.com/>>