



# *Trabajo Final de Graduación*



Escuela de Administración y Negocios  
Magister en Finanzas

Valuación del capital accionario de Pernod Ricard

Autor: Juan Francisco Baez

DNI 32.677.679

Director de trabajo: Ignacio Warnes

Buenos Aires, 10 de marzo de 2023

## Índice

1.	Resumen ejecutivo	4
2.	Análisis de la industria de bebidas alcohólicas	6
2.1.	Industria de bebidas alcohólicas	6
2.2.	Participación de mercado	10
2.3.	Segmentos	13
2.4.	Participación de canales	14
2.5.	Impacto del COVID-19	16
2.6.	Consumo de alcohol a nivel mundial	18
2.6.1.	Tasas actuales de consumo y abstinencia	18
2.6.2.	Consumo de alcohol per cápita	19
2.6.3.	Tendencias	20
2.7.	Tendencias	22
3.	Análisis de la industria bebidas espirituosas	26
3.1.	Whisky	26
3.2.	Vodka	29
3.3.	Ron	32
3.4.	Gin	34
4.	Compañía	38
4.1.	Historia	38
4.2.	Distribución geográfica	41
4.3.	Estrategia	42
4.4.	Portafolio	43
4.5.	Evolución del precio de la acción	45
5.	Análisis Financiero	47
5.1.	Evolución del estado de resultados	47
5.1.1.	Evolución de ventas netas	47
5.1.2.	Evolución de los Costos	50
5.1.3.	Evolución de los márgenes	52
5.1.4.	Evolución de CAPEX	53
5.1.5.	Evolución de amortizaciones	54
5.2.	Evolución del estado de situación patrimonial	55

5.2.1.	Activo no corriente	57
5.2.2.	Capital de trabajo	58
5.2.3.	Estructura de pasivos	59
5.2.4.	Acciones en circulación	61
5.2.5.	Dividendos	62
5.3.	Indicadores financieros	62
5.3.1.	Ratios de liquidez	63
5.3.2.	Ratios de gestión operativa	64
5.3.3.	Ratios de apalancamiento	65
5.3.4.	Ratios de rentabilidad	66
6.	Valuación del capital accionario de Pernod Ricard	69
6.1.	Valuación por método flujo de fondos descontados (DCF)	69
6.1.1.	Marco teórico	69
6.1.2.	Estimación de la tasa de descuento (WACC)	70
6.1.3.	Cálculo de la estructura de capital	71
6.1.4.	Cálculo de Costo del Equity ( $K_e$ )	71
6.1.5.	Cálculo del costo de la deuda ( $K_d$ )	75
6.1.6.	Cálculo del costo promedio de capital (WACC)	75
6.1.7.	Estimación de los flujos de fondos libres	76
6.1.8.	Estimación del valor terminal	78
6.1.9.	Resultado de la valuación por método flujo de fondos descontados	80
6.1.10.	Escenario optimista	81
6.1.11.	Escenario pesimista	83
6.2.	Valuación por método de múltiplos comparables	86
6.2.1.	Elección de ratios	87
6.2.2.	Compañías comparables	87
6.2.3.	Resultado de la valuación por múltiplos comparables	88
7.	Conclusión	89
8.	Bibliografía:	91
9.	Tablas y anexos:	93

## 1. Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo valuar, a través del método de flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos, a la compañía de bebidas espirituosas Pernod Ricard, que cotiza bajo el ticker RI.PA en la bolsa de Nueva York<sup>1</sup> y PERP.PA en la bolsa de París<sup>2</sup>.

Pernod Ricard es la segunda compañía productora de bebidas espirituosas en el mundo, tanto en términos de participación como de capitalización de mercado, y cuenta con un nivel de ventas que alcanzó los € 10.700 millones para el ejercicio fiscal que finalizó el 30/06/2022.

Además, cuenta con operaciones en todo el mundo, a través de su extensa red de distribución y cadena de producción. En total emplea 19.000 personas y tiene 96 establecimientos productivos (plantas y viñedos mayormente) distribuidos en 24 países.

Su amplio portafolio de marcas está dividido en distintos grupos y focalizado en el segmento premium, con el objetivo de abastecer las necesidades de los consumidores y ser “creadores de momentos de convivialidad”, según su visión. Algunas de las marcas más relevantes de su portafolio son: Absolut, Beefeater, Jameson, Chivas, Ballantine’s, Beefeater, Havana Club, entre otras.

En la primera sección del presente trabajo se hará una introducción al mercado de bebidas alcohólicas y luego se profundizarán aspectos tanto del negocio como de los procesos productivos de las bebidas espirituosas. Luego, se analizarán datos relacionados con las tasas de consumo de alcohol en la población mundial, el impacto que tuvo la irrupción del COVID-19 en la industria y las tendencias que configuran los hábitos y las elecciones de los consumidores.

En la segunda sección, se analizarán los aspectos financieros de la compañía, comenzando por la evolución de las ventas, costos, márgenes, para luego hacer foco en los principales rubros del estado de situación patrimonial y en los indicadores financieros de gestión.

En la tercera sección, se configurarán distintos escenarios en función a la información y a las tendencias previamente expuestas, para determinar el valor del capital accionario. Para el escenario base y según el método de flujo de fondos descontados, al 30/6/2022 se obtuvo un enterprise value de € 46.837 millones, resultante en un precio por acción

---

<sup>1</sup> New York Stock Exchange por sus siglas en inglés.

<sup>2</sup> Representada por el índice CAC40.

de € 180. Según el método de valuación por múltiplos, para el ratio EV/EBITDA se obtuvo un enterprise value de € 53.261 millones, resultante en un precio por acción de € 206.

En la última sección, se expondrá una conclusión en función a la información previamente expuesta.



## 2. Análisis de la industria de bebidas alcohólicas

### 2.1. Industria de bebidas alcohólicas

El mercado de bebidas alcohólicas está compuesto por todas las bebidas que son producidas a través del método de fermentación o destilación. Según la información de Statista<sup>3</sup> en el año 2021 tuvo una facturación de € 1,2 billones, y está compuesto por 5 segmentos:

- Cervezas es la bebida alcohólica más consumida del mundo, con una participación del 38% sobre el total del mercado y facturación de € 468.700 millones en 2021;
- Bebidas espirituosas incluye las bebidas que se generaron a partir de destilación de granos, frutas o vinos inclusive. Es la segunda categoría con una participación de 33% sobre el total del mercado y € 398.500 millones de facturación;
- Vino y champagne es la tercer categoría en importancia, con € 259.600 millones y una participación del 21%;
- Sidras y otros, con una participación del 7% y facturación por € 88.600 millones;
- Hard seltzers<sup>4</sup>, con 1% de participación y € 9.600 millones, pero que a su vez representa una categoría que está creciendo muy fuertemente año tras año (en 2021 tuvo una variación de +46% vs AA), y en el que todas las compañías del rubro están intentando participar.



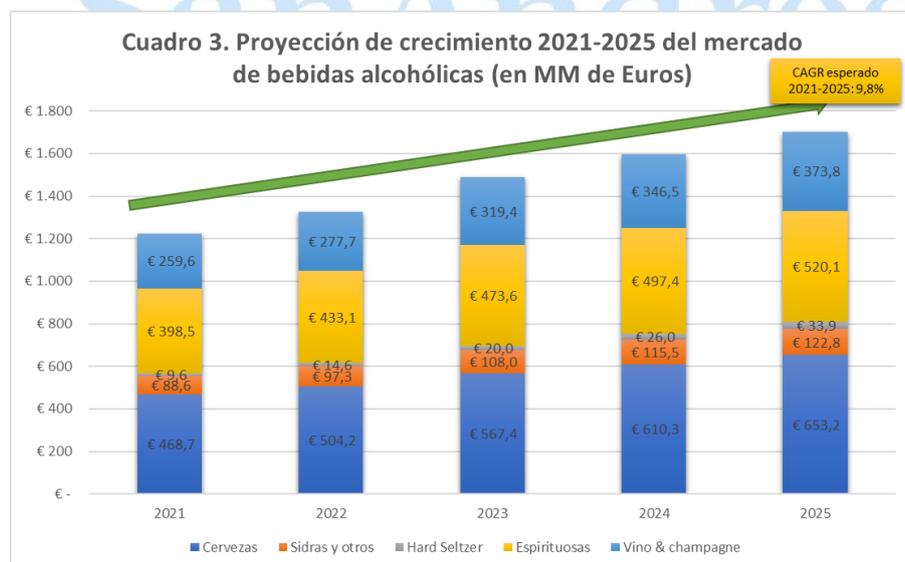
La categoría de bebidas alcohólicas tuvo una baja significativa del consumo en el año 2020 (-15% contra año anterior) como consecuencia de las restricciones a las actividades que impuso el COVID-19. Si bien las reaperturas del año 2021 permitieron

<sup>3</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook

<sup>4</sup> Se entiende por bebida alcohólica carbonatada con baja graduación alcohólica.

que el consumo rebote y crezca +1,5% contra el año anterior, la industria todavía no pudo recuperar los volúmenes que mantuvo previo a la pandemia.

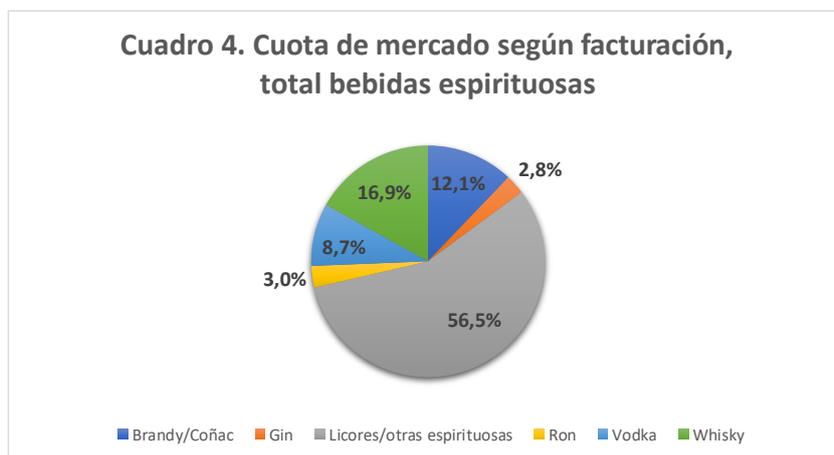
Si analizamos la performance del período que va del 2012 al 2019, la categoría total bebidas alcohólicas presentó un crecimiento medido en CAGR<sup>5</sup> de 2,6% anual, como se muestra en el cuadro 2. Ahora bien, si sumamos 2020 y 2021 al período de análisis, el efecto COVID en la industria hace que el CAGR sea de 0,2% para los últimos 10 años de actividad. Sin embargo, las perspectivas y las tendencias son positivas y se espera que, desde el piso de 2021 al 2025, la categoría se incremente al 9,8% CAGR, como se exhibe en el cuadro 3:



<sup>5</sup> “Compounded annual growth rate” por sus siglas en inglés, significa tasa de crecimiento anual compuesto.

Como se mencionó al inicio de la sección, bebidas espirituosas es la segunda categoría en importancia del mercado de bebidas alcohólicas en términos de facturación, y es el mercado en el cual se desempeña la compañía a valorar. A continuación se analizarán sus respectivos segmentos:

- Licores y otras espirituosas es el segmento de mayor importancia en el mercado, con ventas por € 225.200 millones en 2021 y participación del 56,5%;
- Whisky es el segundo segmento en importancia en todas sus variantes (escocés, bourbon<sup>6</sup> y single malt<sup>7</sup>), con facturación de € 67.300 millones y 16,9% de participación de mercado;
- Brandy<sup>8</sup>/Coñac es el tercer segmento en importancia con facturación de € 48.200 millones y participación del 12,1%;
- Vodka tuvo facturación de € 34.900 millones en 2021 y participación del 8,7%;
- Por último, Ron y Gin son los segmentos más chicos, con participaciones del 3% y 2,8% respectivamente.



El segmento bebidas espirituosas tuvo un crecimiento medido en CAGR de 2,8% para el período que va de 2012 a 2019. Al igual que la totalidad del mercado de bebidas alcohólicas, en 2020 como consecuencia de los cierres de establecimientos y restricciones al turismo que impuso el COVID para segmentos cruciales de este mercado (travel retail<sup>9</sup> y canal on trade<sup>10</sup>), el mercado experimentó una caída del -9% contra el

<sup>6</sup> Estilo de whisky norteamericano, hecho a base de maíz, centeno o cebada.

<sup>7</sup> Estilo de whisky escocés creado en una sola destilería.

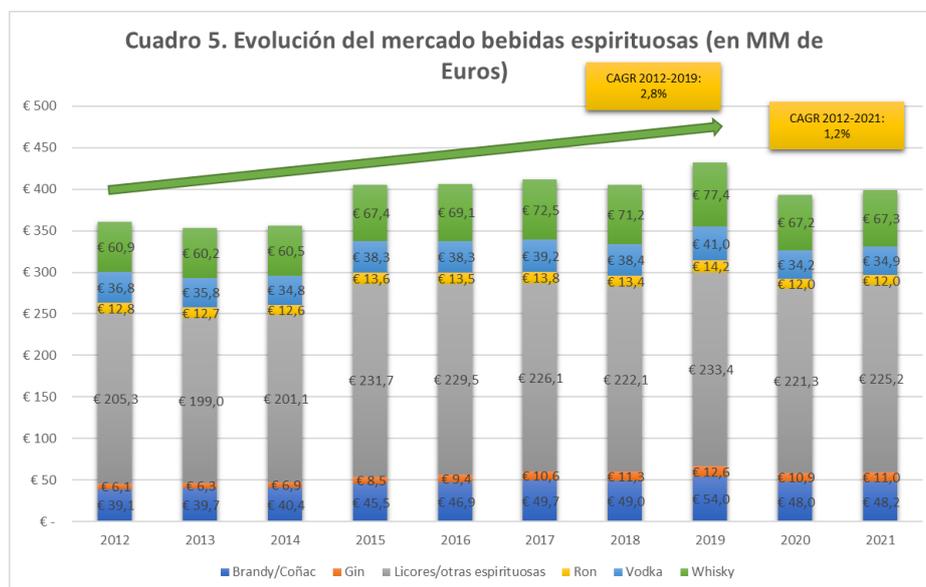
<sup>8</sup> Bebida alcohólica que se obtiene a partir de la destilación de distintas clases de vinos.

<sup>9</sup> Se entiende por “travel retail” al segmento de negocios que engloba puestos de frontera y tiendas de tipo free-shop

<sup>10</sup> Se entiende por “canal on trade” al segmento de negocios compuesto por restaurantes, hoteles, bares, discotecas. Son establecimientos que venden las bebidas en fracciones, y no en botella cerrada.

año anterior. Por este motivo, el crecimiento para el período que va de 2012 a 2021 se desacelera y baja a 1,2%.

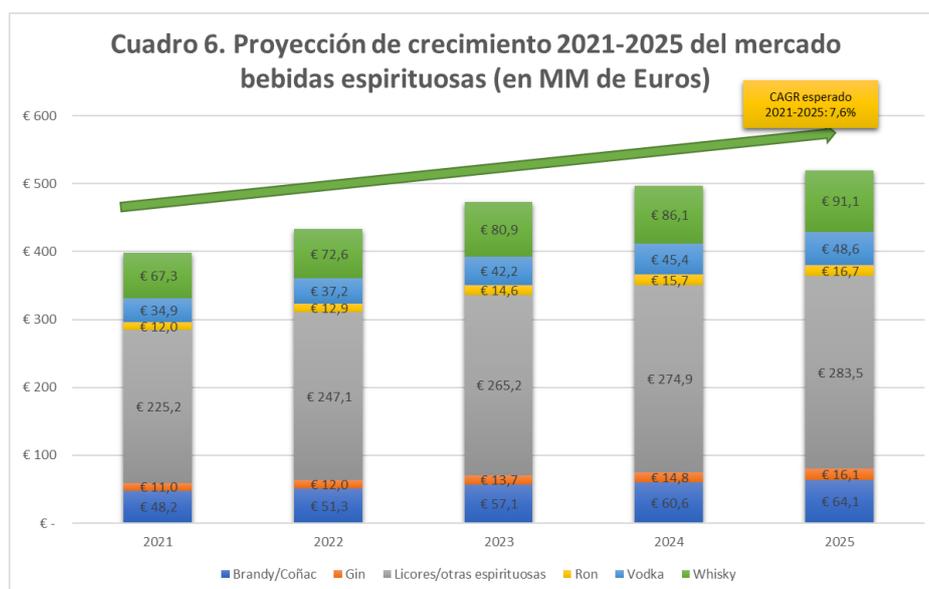
Si bien el año 2021 fue un año de transición que terminó con un crecimiento de 1,2% contra el año anterior, todavía la industria no recupera niveles de consumo prepandemia como se exhibe en el cuadro 5:



De cara al 2025 las expectativas de crecimiento y recuperación para la categoría son positivas. Si bien algunos reportes de tendencias muestran que el consumo de alcohol se desacelera a medida que la población mundial envejece, otros muestran que el impacto que tuvieron las restricciones del COVID en el factor socialización, contribuirán a que la gente siga reuniéndose a celebrar el triunfo de la vida. Este componente emocional apalancado por la premiumización<sup>11</sup> y la innovación de la industria hacen que el crecimiento estimado según Statista<sup>12</sup> para el período 2021-2025 sea de 7,6% (CAGR):

<sup>11</sup> El término “premiumización” hace referencia a que los consumidores están dispuestos a pagar un precio mayor por productos que los hagan vivir nuevas experiencias.

<sup>12</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook



## 2.2. Participación de mercado

La industria de bebidas espirituosas presenta múltiples productos que pueden agruparse en distintas categorías. Según el reporte anual de IWSR<sup>13</sup> (organismo que nuclea información de ventas de la industria de bebidas alcohólicas y luego genera distintos reportes que son usados por las compañías para plantear sus estrategias) publicado en 2021<sup>14</sup>, la industria de bebidas espirituosas se divide en dos grandes grupos: espirituosas tradicionales y espirituosas estilo occidental.

Las espirituosas tradicionales tienen mayormente participación en el mercado Asiático, y abarcan distintas bebidas (generalmente son licores) que a su vez están atomizadas en múltiples productores. Las espirituosas estilo occidental, en cambio, abarcan las bebidas más conocidas y consumidas por el mundo occidental (whisky, vodka, ron, gin, entre otras), y a su vez su producción, distribución y comercialización está más concentrada en distintos grupos empresarios.

Resulta relevante hacer esta aclaración para analizar la cuota de mercado de facturación de Pernod Ricard desde múltiples perspectivas:

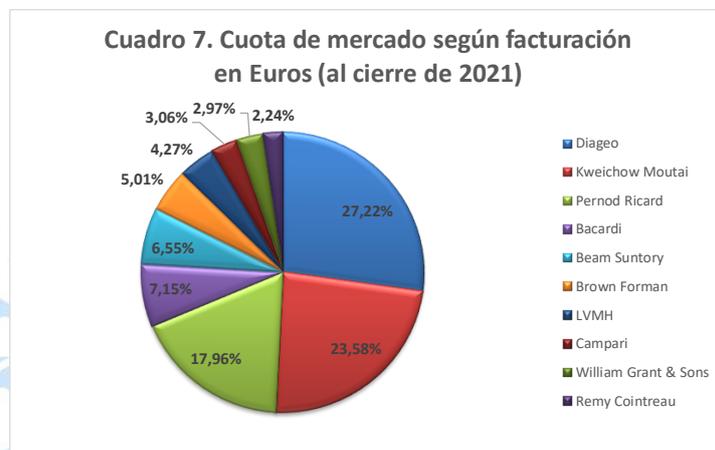
- a- Perspectiva total universo de compañías: si se toma a la totalidad de la muestra de productores bebidas espirituosas según IWSR para el año 2021, encontraremos que hay 2690 productores a nivel global. Según este corte,

<sup>13</sup> "International Wine and Spirits Record", por sus siglas en inglés.

<sup>14</sup> Fuente: IWSR (2021). The PR Market View.

Pernod Ricard ocupa el 3er lugar con una participación del 5,7%.

- b- Al realizar un corte de tipo Pareto, surge que el 70% del mercado se concentra en 18 compañías. Bajo esta perspectiva, Pernod Ricard mantiene el 3er lugar con una participación del 8,14%.
- c- Si se agrupan a las compañías multinacionales de bebidas espirituosas más relevantes y comparables de la industria a nivel global, en términos de portfolio (cantidad e importancia de marcas) y facturación, resultará que hay 10 compañías que nuclean el 33% de la participación sobre las ventas totales. Según este criterio, Pernod Ricard obtiene el 3er lugar con un 17,96% de participación a nivel mundial, detrás de Kweichow Moutai con 23,58% y Diageo con el 27,22% para el año 2021. Esta información puede observarse en el cuadro a continuación:

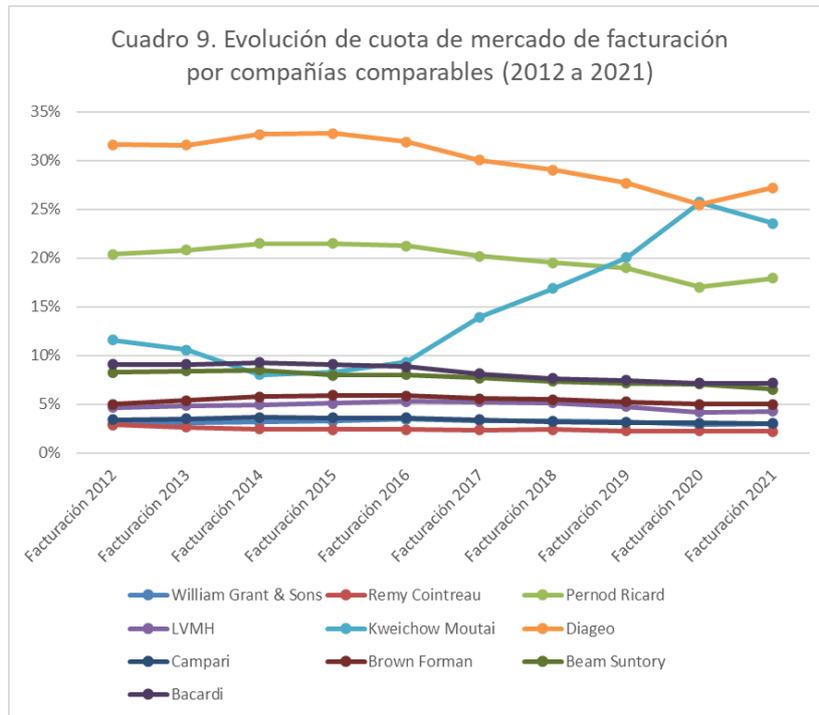


- d- Si repetimos el anterior ejercicio, pero se reemplaza la variable facturación por la variable volumen (la medida de volumen estandarizada para la industria de bebidas espirituosas son las cajas de 9 litros), el resultado será que Pernod Ricard obtiene el segundo lugar con 24,9% de cuota de mercado, detrás de Diageo con el 42,2%. Esta información se exhibe en el cuadro 8.

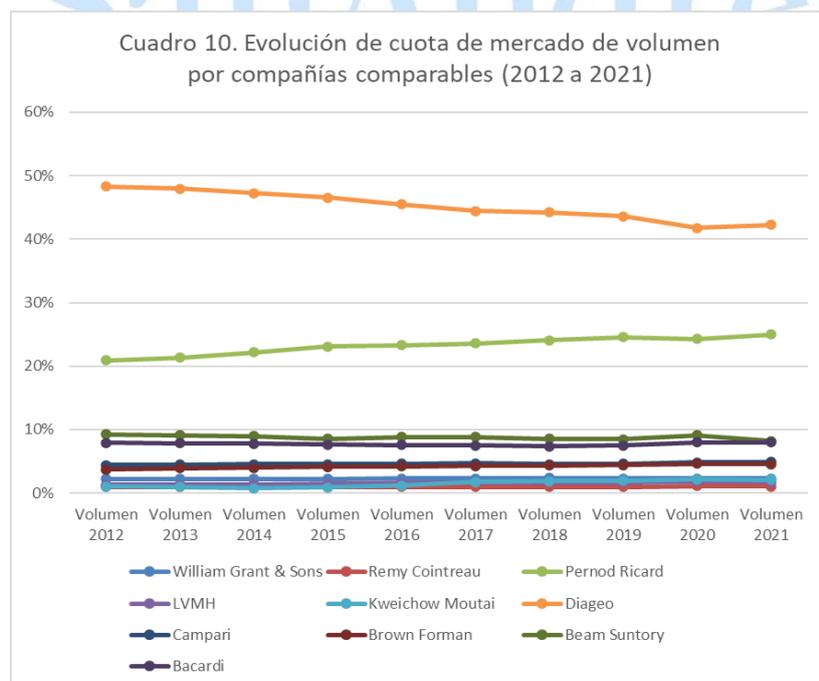


Para dar por finalizada la sección, a continuación se exhiben dos cuadros que muestran

la evolución y la tendencia, tanto en términos de facturación como en términos de volumen, del mismo grupo de compañías durante el período que va desde 2012 a 2021:



Si bien en términos de facturación se observa que tanto la tendencia de participación de Diageo y Pernod Ricard es bajista en detrimento del crecimiento de Kweichow Moutai, es de destacar el crecimiento de casi 4 puntos porcentuales de participación de mercado que tiene Pernod Ricard entre el año 2012 y 2021:

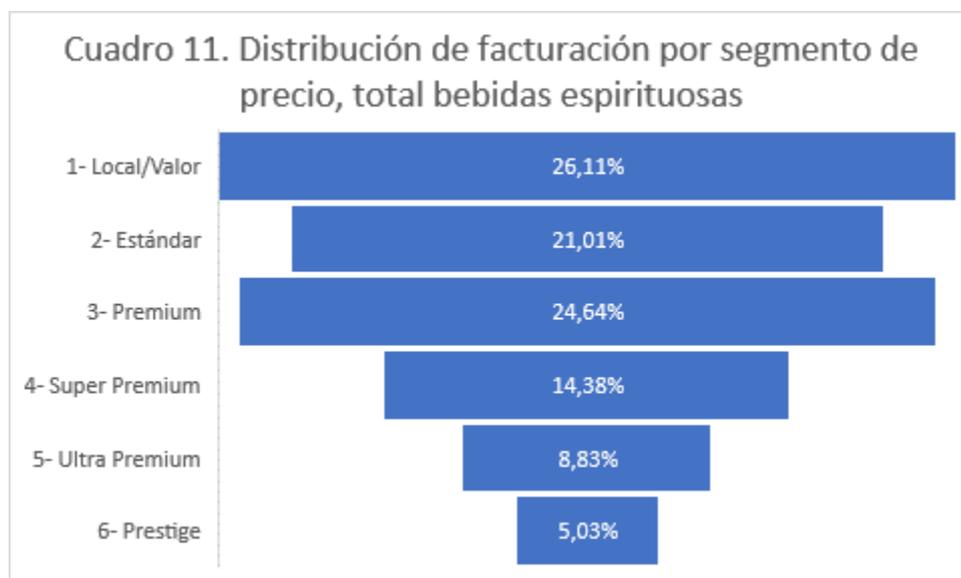


## 2.3. Segmentos

El mercado de bebidas espirituosas a su vez se puede agrupar en distintos segmentos de precio, en función al precio de góndola (o RSP<sup>15</sup>) de los productos.

Si se toma la segmentación como una pirámide y vamos desde el segmento menos premium (situado en la base) al más premium (situado en la punta), las distintas categorías se denominan: local/valor, estándar, premium, super premium, ultra premium y prestige.

La información de IWSR 2021 según facturación en Euros para el segmento de bebidas espirituosas estilo occidental (aproximadamente el 50% del volumen), arroja la siguiente distribución de facturación por segmentos:

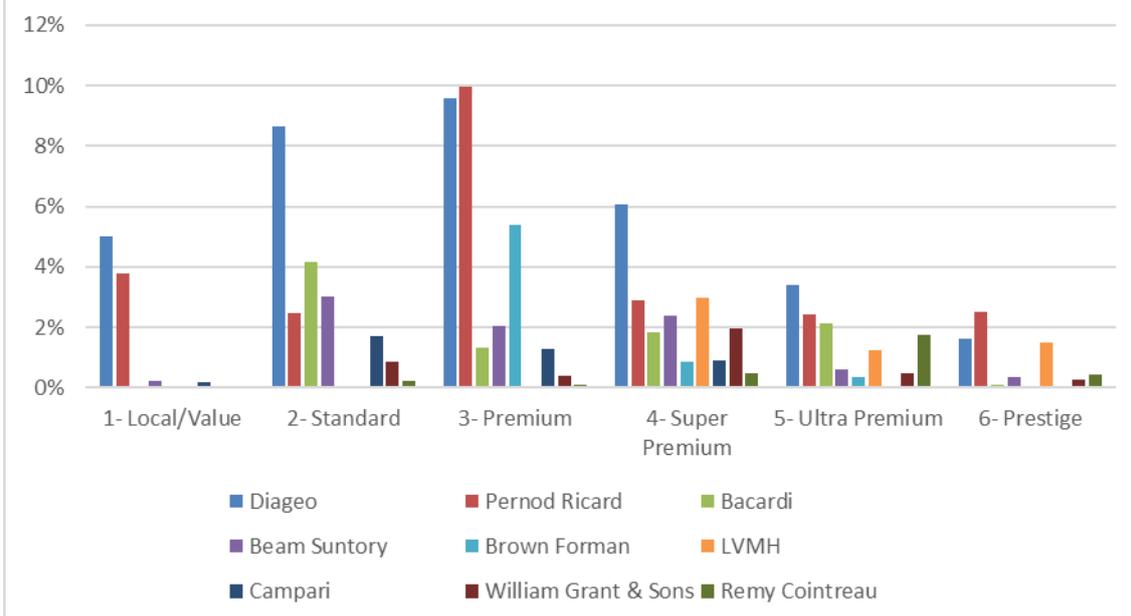


Ahora bien, si al anterior corte se le suma la participación de cada grupo de compañías comparables, en función a su estrategia y portafolio, se encontrará que Pernod Ricard lidera la participación en el segmento premium y prestige, y obtiene el segundo lugar en los segmentos local/valor, super premium y ultra premium:

---

<sup>15</sup> "Retail selling Price" por sus siglas en inglés.

Cuadro 12. Participación de mercado de cada compañía según segmento de precio



## 2.4. Participación de canales

El mercado de bebidas alcohólicas en su totalidad está estructurado en dos canales bien determinados: por un lado el canal de venta minorista destinado al consumo en el hogar (llamado también “venta de botella cerrada”) y por otro lado a la venta para el consumo fuera del hogar.

La primer ocasión de consumo se denomina “off-trade” e incluye los formatos de tiendas físicas tales como supermercados, hipermercados, mayoristas, almacenes, tiendas de conveniencia y e-commerce<sup>16</sup>.

La ocasión de consumo fuera del hogar se denomina canal “on trade” (también llamado “horeca<sup>17</sup>”), e incluye situaciones de consumo en hoteles, restaurantes, bares, discotecas, cafeterías y caterings.

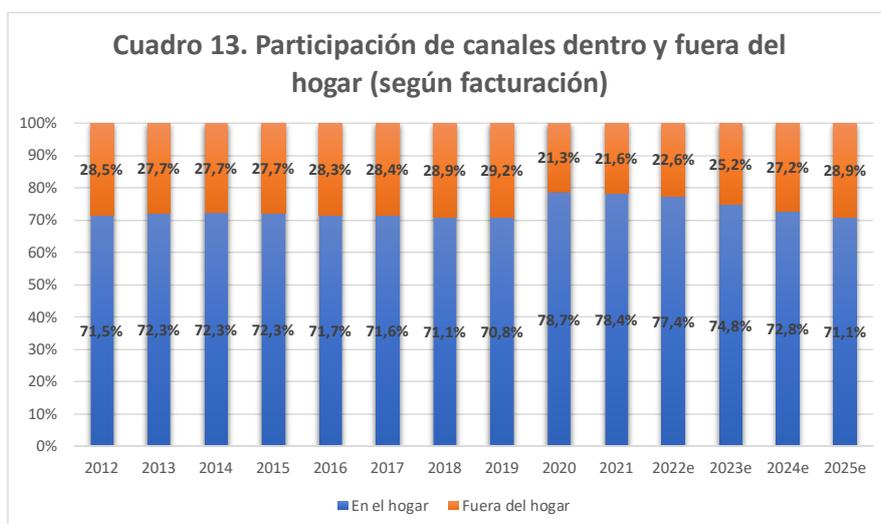
Hay un tercer canal de vital importancia para este tipo de productos que se denomina “travel retail”, e incluye las tiendas de comercialización ubicadas en aeropuertos,

<sup>16</sup> Consiste en la compra, venta o distribución de productos a través de plataformas conectadas a internet.

<sup>17</sup> Surge de la abreviación de las palabras hoteles, restaurantes y caterings.

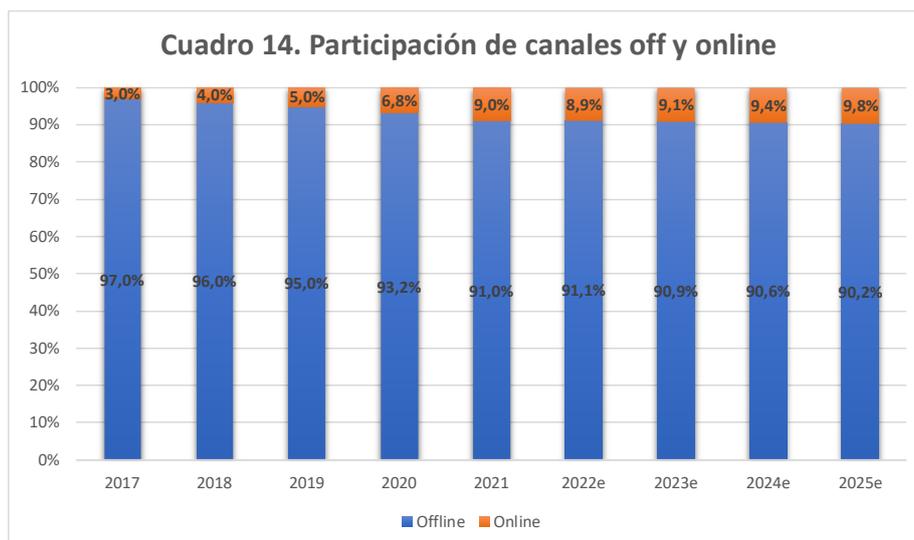
cruceros y tiendas de frontera, que gracias a las exenciones impositivas con las que cuentan, siempre tienen precios muy atractivos.

Según la información de Statista<sup>18</sup> referida a la participación del consumo dentro y fuera del hogar en los últimos años, la proporción se mantiene estable durante los últimos años, con el consumo fuera de hogar alcanzando el 29% de participación. A partir del año 2020 y como consecuencia de la pandemia, se observa que el consumo fuera de hogar se contrae 8 puntos porcentuales. En función a las proyecciones del mismo informe y como se muestra en el cuadro 13, recién para el año 2025 el consumo fuera del hogar recuperaría la participación que tuvo antes de la irrupción del COVID-19:



Con respecto a la participación de las ventas de bebidas espirituosas a través de plataformas de comercio electrónico, en el cuadro 14 se observa un incremento de 3,8 puntos porcentuales entre el año 2020 y 2017, es decir que su participación se duplicó. Si bien la digitalización del comercio es una tendencia que ganó mucha aceleración a partir del COVID-19, las proyecciones sugieren que de acá a los próximos años la misma se estabilizará en el orden del 9% sobre el total de las ventas de la categoría. De todas formas, es un sector en el que las compañías están invirtiendo y se tratará en la sección “2.7. Tendencias”.

<sup>18</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook



## 2.5. Impacto del COVID-19

La irrupción del COVID-19 fue un cambio disruptivo en nuestras vidas y afectó la manera en que nos comunicamos, socializamos y consumimos. Las distintas medidas restrictivas y preventivas llevadas a cabo por los gobiernos de todo el mundo, tales como la distancia social, el uso de barbijo y la imposibilidad de circular, se volvieron un aspecto cotidiano de nuestras vidas en 2020 y gran parte de 2021.

Como consecuencia de estos cambios, algunos sectores (como por ejemplo, comercio electrónico o la industria de video juegos) se vieron beneficiados y otros perjudicados, como fue el caso de los establecimientos del canal on trade (hoteles, bares, restaurantes, discotecas, entre otros). En los países que tienen mayor participación de consumo fuera del hogar (como por ejemplo España o Gran Bretaña), las restricciones tuvieron un efecto devastador en el mercado. Según el medio especializado *The Spirits Business*<sup>19</sup>, el impacto de las restricciones en Gran Bretaña ocasionó la pérdida de 600.000 puestos de trabajo del sector, y el cierre de más de 12.000 establecimientos.

Otros países fueron más lejos y optaron por prohibir la venta de alcohol, como lo hicieron India y Sudáfrica.

A medida que los contagios aumentaban en algunos países y los planes de vacunación se implementaban, algunos países comenzaron a flexibilizar restricciones. Esto permitió que se recuperen las ventas de bebidas espirituosas en el canal off trade (apalancado

<sup>19</sup> Fuente: Bellwood, Owen (23 de marzo de 2021). *Lockdowns cost on trade 600.000 jobs. The Spirits Business*. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/03/lockdowns-cost-on-trade-600000-jobs/>

por las ventas a través de plataformas digitales), y que de esta manera pudieran compensarse a las pérdidas del canal on trade. Estados Unidos fue uno de los pioneros en comenzar a flexibilizar las restricciones gracias a la velocidad de su plan de vacunación, y lentamente los restaurantes, bares y discotecas volvieron a verse colmados y para dar lugar a la recuperación<sup>20</sup>.

Para ese entonces, los consumidores ya contaban con paquetes de ayuda económica que implementaron los distintos bancos centrales. Algunas tendencias que dejó la pandemia fueron la aceleración del ecommerce, la configuración del hogar como plataforma de consumo (también llamado “hometainment<sup>21</sup>” o “home-premise”), y la premiumización del consumo al inicio del rebote de la actividad.

Según un reporte hecho por el banco de inversión Credit Suisse en noviembre 2020 y publicado por The Spirits Business<sup>22</sup>, las compañías de bebidas con mayor exposición a un mercado dinámico como el de Estados Unidos estarían mejor paradas de cara a la recuperación y reapertura. En este sentido, Diageo se vio beneficiado ya que tiene mayor exposición y cuota de mercado en Estados Unidos que Pernod Ricard, y este último tiene mayor exposición al canal travel retail.

Según la información de Statista<sup>23</sup>, en los cuadros 15 y 16 se expone el impacto del COVID-19 en las ventas del mercado de bebidas alcohólicas y en el mercado de bebidas espirituosas. Como puede observarse, el mercado de bebidas espirituosas cayó menos que la totalidad del mercado de bebidas alcohólicas:



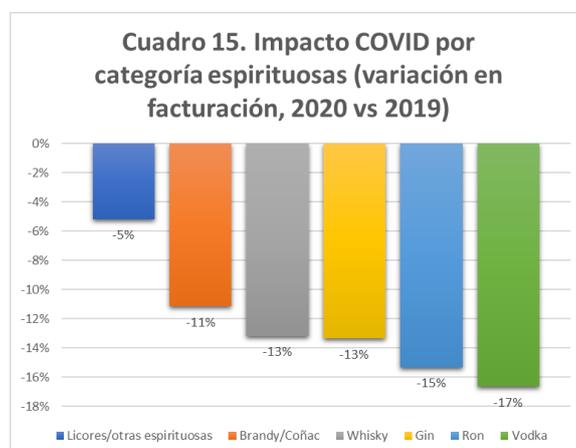
<sup>20</sup> Fuente: Malczewski, Kate (3 de junio de 2021). Global alcohol sales in recovery from COVID-19. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/06/global-alcohol-sales-in-recovery-from-covid-19/>

<sup>21</sup> Se refiere a las formas de entretenimiento dentro del hogar, ante la imposibilidad de salir.

<sup>22</sup> Fuente: Belwood, Owen (4 de enero de 2021). Analysis: how major firms could recover post COVID-19. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/01/how-major-spirits-firms-will-cope-with-covid-19/>

<sup>23</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook

Para finalizar, en el cuadro 15 se apertura la caída por segmento, dentro del mercado de bebidas espirituosas. Como puede verse, la categoría de vodka es la más afectada, ya que su consumo se da especialmente en el canal on trade (sobre todo, en discotecas y bares):



## 2.6. Consumo de alcohol a nivel mundial

En la presente sección se exhibirán datos relacionados al consumo de alcohol per cápita a nivel mundial, segmentado por tipo de consumo y región geográfica, y se expondrán las tendencias para los próximos años.

### 2.6.1. Tasas actuales de consumo y abstención

La Organización Mundial de la Salud publica un informe<sup>24</sup> en el cual mide el consumo mundial de alcohol de dos maneras: una es la proporción de tomadores actuales y de abstemios sobre el total de la población, y la otra es la cantidad de alcohol consumida por año por persona, medida en litros o gramos. Este último indicador puede calcularse tanto sobre la población total o sobre la población de tomadores habituales.

Con respecto a la primer medición, vale la pena mencionar los parámetros para cada categorización:

- Tomadores habituales: se consideran pertenecientes a este grupo las personas mayores de 15 años que han consumido bebidas alcohólicas al menos una vez durante los últimos 12 meses.
- Abstemio de toda la vida: personas que nunca consumieron alcohol.
- Ex tomadores: personas que solían consumir alcohol pero que no lo han hecho durante los últimos 12 meses.

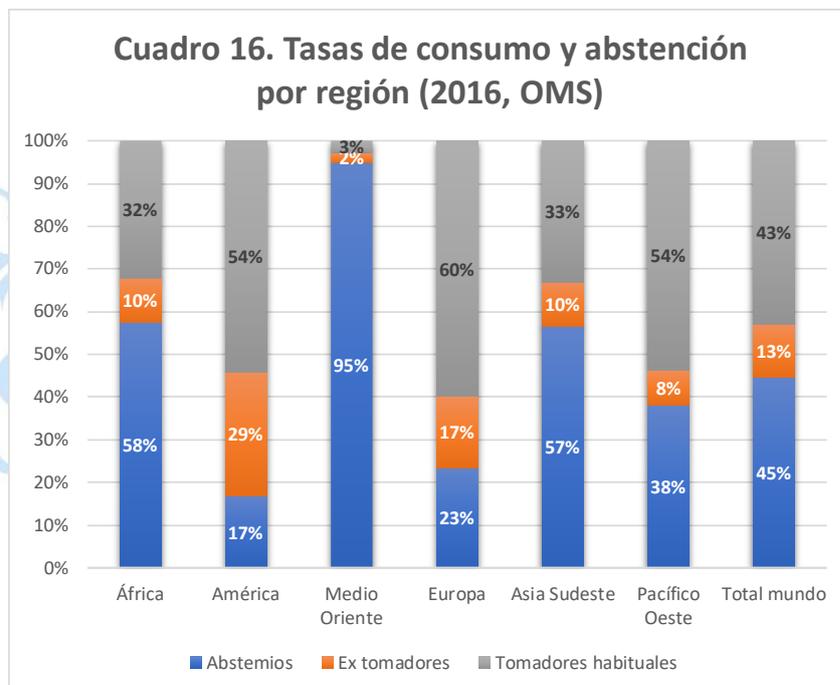
<sup>24</sup> Fuente: WHO (2018). Global status report on alcohol and health.

- Abstemios en los últimos 12 meses: personas que no tomaron alcohol en los 12 meses (pueden ser ex tomadores o abstemios de toda la vida).

En función a la información recolectada por la OMS en 2016, las encuestas mostraron que el 57% de la población mundial mayor a 15 años (3.113 mil millones de personas) no habían consumido alcohol durante los últimos 12 meses. Dentro de este grupo, 12,5% eran ex tomadores, y el restante 44,5% no había consumido alcohol nunca en su vida.

El restante 43% de la población declaró que se consideraba tomador habitual (2.348 mil millones de personas).

Como se puede ver en el gráfico a continuación, tanto en las regiones de América, Europa y Pacífico Occidental, más de la mitad de la población se considera tomador habitual de alcohol, mientras que las regiones África y Medio Oriente (alta incidencia de países musulmanes) las tasas de abstinencia superan al 90%:



## 2.6.2. Consumo de alcohol per cápita

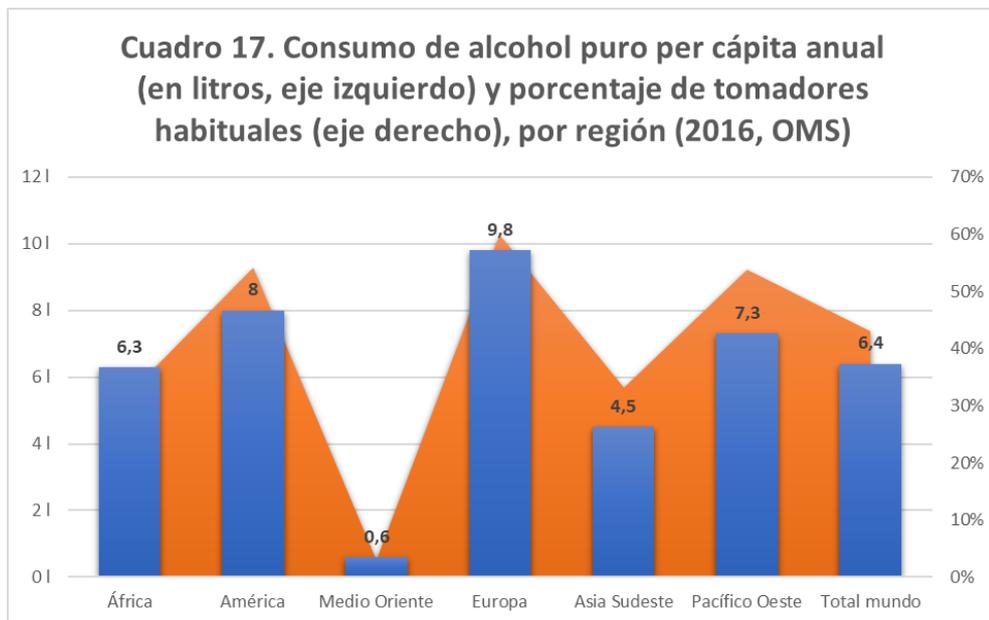
La medición del consumo de alcohol per cápita contempla dos parámetros: el consumo de alcohol registrado (implica el que figura declarado en los registros de los gobiernos y es imponible de impuestos), y el alcohol no registrado (contempla bebidas producidas y distribuidas informalmente sin estar registradas, validadas, o que incluso pueden ser fruto de contrabando). Se calcula que aproximadamente un 25,5% del total del alcohol producido y

comercializado no está registrado en estadísticas oficiales y en consecuencia no está alcanzado por impuestos.

Es interesante mencionar que el consumo de alcohol (que se calcula dentro del universo de “tomadores habituales” mencionado en la sección anterior), tiene sus orígenes en distintos aspectos sociodemográficos de cada población, tales como porcentaje de abstemios y tomadores habituales según edad y género, nivel de desarrollo económico, normas éticas, culturales y religiosas, y preferencia por distintos tipos de bebida.

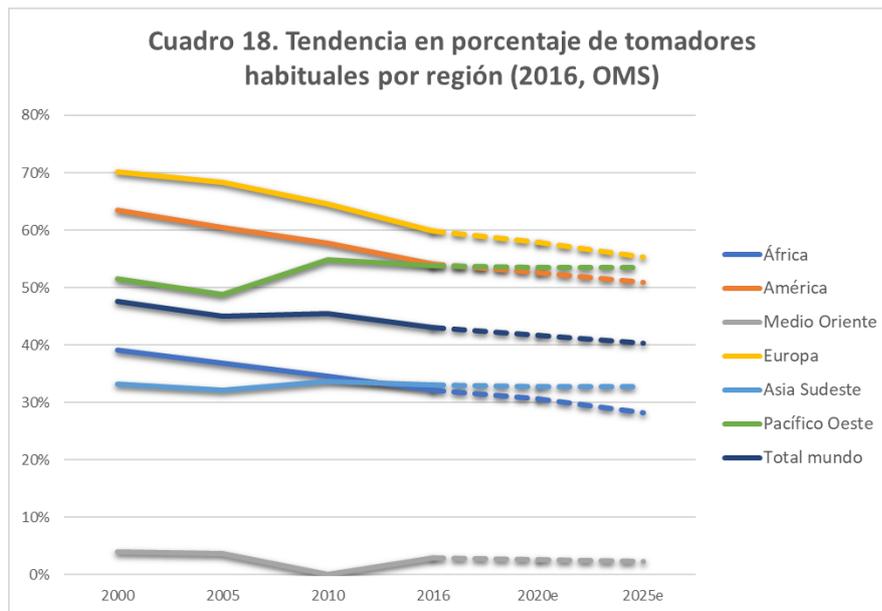
El consumo de alcohol per cápita puede medirse en litros anuales o en gramos diarios, y a su vez se calcula tanto sobre la población de tomadores habituales como sobre la población total. Naturalmente, los países con mayor cantidad de tomadores habituales tendrán menor diferencia entre el ratio de consumo per cápita sobre este grupo y entre el del total de la población.

A continuación se expone un gráfico que muestra esta información:



### 2.6.3. Tendencias

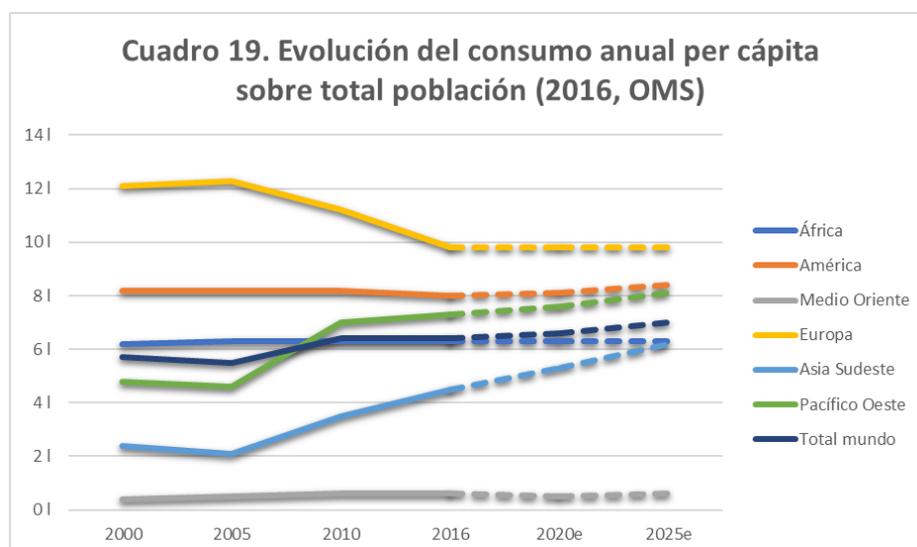
Si analizamos la información referida a tendencias, en primera instancia puede observarse que desde el año 2000 al 2016 el número de tomadores habituales a nivel mundial disminuyó un 5%. Esta tendencia se repite en las regiones de Europa, América, África y Medio Oriente, mientras que se mantiene estable en la región Asia Sudeste. En la región Pacífico Oeste, en cambio, la tendencia es distinta y esta población incrementa su participación del 51,5% en 2000 al 53,8% en 2016. La información se exhibe en el cuadro 18 a continuación:



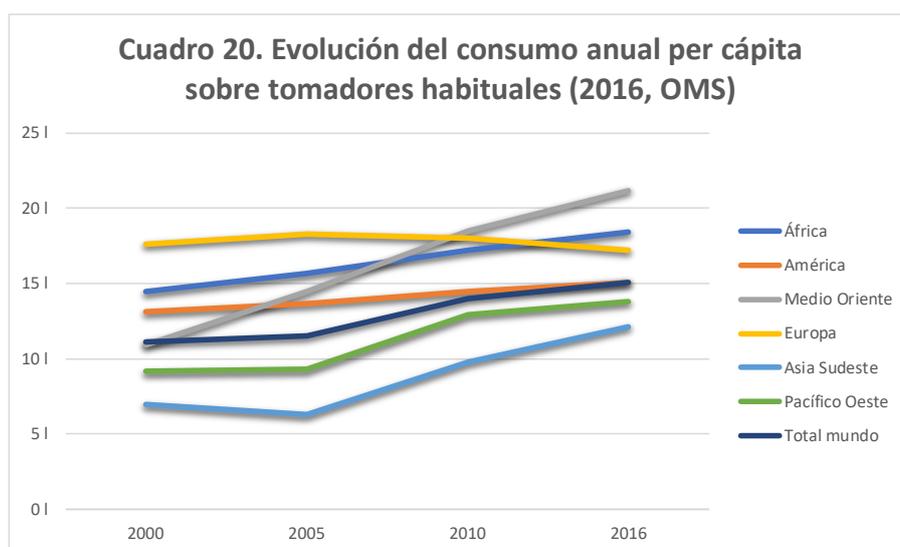
En cuanto al consumo anual per cápita, se puede calcular la tendencia tanto sobre la totalidad de la población, como sobre el grupo de tomadores habituales.

Con respecto al primer grupo, durante el período que va de 2000 a 2005 el ratio se mantiene estable, pero a partir de 2006 se pueden observar distintas tendencias. Mientras que en las regiones de África, América y Medio Oriente la tendencia se mantiene estable, puede observarse una notoria caída en la región Europea, pasando de 12,3 litros en 2005 a 9,8 en 2016. Vale la pena mencionar que esta disminución se da en más del 75% de los países que integran a la región.

Por último, las regiones de Pacífico Oeste y Asia Sudeste presentan incrementos en las cantidades de alcohol consumidas, explicadas mayormente por aumento del consumo en países densamente poblados como India y China:



En sentido opuesto, al analizar la tendencia del consumo anual per cápita sobre el universo de tomadores habituales, se observa una marcada tendencia opuesta a la que presenta la totalidad de la población. Si bien la cantidad de abstemios y ex tomadores crece a nivel mundial y este cambio tiene incidencia en el consumo anual per cápita a nivel población, los datos exhibidos en el cuadro 20 evidencian que los tomadores habituales de alcohol incrementaron las cantidades consumidas durante los últimos años, a excepción de la región de Europa:



Para concluir, según los datos expuestos hasta aquí, puede observarse que la tendencia de consumo de alcohol per cápita desde 2000 hasta 2025 es levemente positiva, un efecto que se explica fundamentalmente por el incremento de cantidades consumidas por el grupo de tomadores habituales, en contraposición al incremento de la cantidad de gente que no consume alcohol o dejó de hacerlo en el último año. En términos de regiones, el incremento se da principalmente en regiones altamente pobladas y de ingresos medios como Asia, África y Medio Oriente.

## 2.7. Tendencias

Según el medio especializado The Spirits Business<sup>25</sup>, la categoría de bebidas espirituosas atravesó grandes desafíos como consecuencia de la irrupción del COVID-19 y pudo superarlos, pero el año 2022 también presenta distintas problemáticas relacionadas con la Guerra de Rusia-Ucrania y su impacto en todas las cadenas de suministros.

<sup>25</sup> Fuente: The Spirits Business (21 de junio de 2021) Market overview 3. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/06/market-overview-3/>

En este sentido, el medio señala que durante la pandemia los consumidores tuvieron tiempo y recursos para probar distintos tipos de cócteles en sus casas, y esto de alguna manera contribuyó a la premiumización del consumo de bebidas espirituosas, tendencia que seguirá dominando el patrón de consumo de 2022 y que constituye una oportunidad para todas las compañías.

Una fuente especialista consultada al respecto<sup>26</sup>, sostuvo que la recuperación en el sector “tardaría de 4 a 5 años en recuperar los niveles prepandemia, principalmente por algunos nuevos cierres que experimentaron ciudades chinas durante 2022”. También considera que la voluntad de la gente para reunirse y socializar luego de las restricciones ayudará al rebote, sobre todo impulsando al canal on trade. Por último, la inflación mundial podría atentar contra la tendencia de premiumización, ya que los consumidores se verán forzados a rebajarse a categorías más accesibles.

En relación a categorías y productos<sup>27</sup>, el tequila y el gin fueron las principales bebidas que vieron fuertes incrementos en su consumo, impulsados por la voluntad de los consumidores de experimentar nuevos sabores.

Según la consultora IWSR<sup>28</sup>, los spirits a base de agave desplazaron al ron como la tercer categoría de spirits más grande en Estados Unidos. La plataforma de e-commerce Drizzly espera que las ventas de tequila superen a las de vodka en 2022.

En términos de adquisiciones y fusiones, muchas compañías invirtieron en expandir sus operaciones de Tequila. Diageo, por ejemplo, adquirió Mezcal Union, mientras que Celebrity Spirits adquirió la marca de tequila de Kendall Jenner y Constellation Brands adquirió una participación minoritaria en la marca creada por los actores de Breaking Bad, Dos Hombres Mezcal.

### **Funcionalidades:**

Según The Spirits Business<sup>29</sup>, un número cada vez mayor de marcas están ofreciendo

---

<sup>26</sup> Fuente: The Spirits Business (20 de junio de 2022) Market overview 4. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/06/market-overview-4/>

<sup>27</sup> Fuente: Carruthers, Nicola (4 de enero de 2022). Spirits trends to watch in 2022. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2022/01/spirits-trends-to-watch-in-2022/>

<sup>28</sup> Brooker, Alice (7 de julio de 2022). The rebound of the global spirits sector. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2022/07/the-rebound-of-the-global-spirits-sector/>

<sup>29</sup> Fuente: Carruthers, Nicola (4 de enero de 2022). Spirits trends to watch in 2022. The Spirits Business.

distintos beneficios funcionales en sus productos tendientes a cuidar la salud o generar nuevas experiencias de consumo. Por mencionar algunos, podemos citar productos con versiones reducidas o sin alcohol, bajos en azúcares y también que incluyen cannabis.

Algunos de los productos sin alcohol ofrecen efectos estimulantes, como por ejemplo las marcas Three Spirit o Spirited Euphoria, que también contienen ingredientes plant-based.

### **Mix de canales:**

Consultados acerca de cómo evolucionará la participación de canales<sup>30</sup>, desde la consultora IWSR sostuvieron que “el 2020 disparó el consumo dentro del hogar y la compra a través de plataformas digitales” y que, “dado que los consumidores estaban enfocados en el consumo en el hogar, había expectativa de que el rebote sea muy rápido una vez que se terminasen las restricciones, para que la compra a través de plataformas se reduzca drásticamente”. La experiencia viene demostrando que esto no se dio así, fundamentalmente porque los consumidores post pandemia se mantuvieron comprando on line, a un menor ritmo que en 2020.

En la misma línea, un especialista sostuvo que las compañías detectaron esta necesidad y empezaron a adquirir aplicaciones de delivery y plataformas de ecommerce especializadas. Pernod Ricard por ejemplo, compró a la plataforma “The Whisky Exchange, mientras que Uber hizo lo mismo con la app “Drizzly” y las compañías Campari Group y Moët Hennessy se asociaron para desarrollar un ecommerce premium de para vinos y spirits.

IWSR Drinks Market Analysis observa potencial de crecimiento continuo del e-commerce para la categoría bebidas alcohólicas de cara al 2025, y Estados Unidos se perfila para ser el mercado líder. Podríamos intuir que las compañías comparten esta visión y están generando todo tipo de adquisiciones para atacar esta oportunidad de la manera más competitiva posible.

### **Exigencias de consumidores a las marcas:**

En su artículo<sup>31</sup>, el autor Nicola Carruthers sostiene que otra de las tendencias que

---

<https://www.thespiritsbusiness.com/2022/01/spirits-trends-to-watch-in-2022/>

<sup>30</sup> Fuente: Carruthers, Nicola (4 de enero de 2022). Spirits trends to watch in 2022. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2022/01/spirits-trends-to-watch-in-2022/>

<sup>31</sup> Fuente: Carruthers, Nicola (4 de enero de 2022). Spirits trends to watch in 2022. The Spirits Business.

dominarán a la industria durante los próximos años es la sustentabilidad en todas las áreas del negocio. En este sentido, las compañías están invirtiendo grandes sumas de dinero en rediseño de packaging ecológicos, con envases más livianos y etiquetas reciclables.

También la sustentabilidad se volvió parte central de la comunicación de las compañías hacia consumidores y clientes. Por citar algunos ejemplos, la marca de ron Diplomático lanzó un programa destinado a reducir la generación de residuos en restaurantes y bares. Pernod Ricard, por su parte, lanzó un programa de capacitaciones para bartenders<sup>32</sup> y dueños de restaurantes que busca concientizar en aspectos de economía circular para la gestión responsable de negocios y reutilización de recursos. Por último, Beam Suntory destinó USD 4MM para restaurar 1.300 hectáreas de bosques.



---

<https://www.thespiritsbusiness.com/2022/01/spirits-trends-to-watch-in-2022/>

<sup>32</sup> Persona que sirve una bebida o prepara un trago en una barra.

## 3. Análisis de la industria bebidas espirituosas

### 3.1. Whisky

El whisky es una bebida alcohólica hecha a base de granos, agua y levadura, que tiene sus orígenes en Escocia alrededor del siglo XV.

Con respecto a los granos, para la elaboración del whisky pueden utilizarse trigo, cebada, centeno o maíz, ya que cada uno de ellos le da un sabor diferente. En función de los granos que se utilicen, el whisky puede catalogarse como “malt<sup>33</sup>” (cuando es fabricado exclusivamente a partir de cebada) o “grain<sup>34</sup>” (cuando se utilizan otros granos como trigo, Centeno o maíz). Para el whisky escocés, solamente se utiliza la cebada como grano.

El agua es otro de sus componentes principales y su calidad es fundamental para la calidad del producto terminado. Para la producción del whisky se utiliza agua con la menor cantidad de minerales (zinc, hierro, calcio, magnesio), llamada “agua blanda”. En Escocia, el agua generalmente tiene poca cantidad de minerales, es por este motivo que se volvió una región especialista en producción de whisky.

La levadura es el único organismo que se utiliza en la producción del whisky. La levadura se utiliza en la fermentación, que es el proceso por el cual se extrae el azúcar del grano y gracias al accionar de la levadura, esta se convierte en alcohol.

Según un sitio especializado<sup>35</sup>, el proceso de producción de whisky tiene las siguientes etapas:

- Malteado: el objetivo del proceso de malteado es obtener de la cebada la mayor cantidad de almidón soluble posible, para que luego se transforme en el azúcar que a su vez producirá el alcohol de base para el whisky.
  - o Humidificación: el grano de cebada es sumergido en agua durante 2 ó 3 días para que se active la germinación.
  - o Germinación: el grano húmedo se deja germinar para luego extraer el brote.
  - o Secado: el grano germinado se seca, y queda con muy bajos niveles de humedad. Luego se almacena durante al menos un mes para que termine de enfriarse.
- Molienda: el grano que fue germinado y secado se muele o se tritura, y se utiliza la harina resultante para continuar con el proceso de producción.

---

<sup>33</sup> Se refiere al whisky de malta.

<sup>34</sup> Se refiere al whisky de granos.

<sup>35</sup> Fuente: <https://titowhisky.com/2020/10/09/elaboracion-del-whisky/>

- Mezclado y maceración: parte de la harina obtenida en el paso anterior es mezclada con 4 partes de agua, y es calentada para separar los restos sólidos. Este proceso se repite varias veces y finalmente se obtiene un líquido alto en azúcares denominado mosto<sup>36</sup>.
- Fermentación: el mosto es almacenado en tanques que contienen levadura, y ésta acciona para convertir el azúcar en alcohol. El resultado de la fermentación es un líquido denominado wash<sup>37</sup>, que tiene entre 5% y 10% de graduación alcohólica y se parece mucho a una cerveza.
- Destilación: el wash es almacenado en alambiques y se lo calienta para destilar el alcohol del líquido (tiene punto de ebullición en 80°, menor al del agua). El alcohol que se destila es condensado y vuelto a insertar en el líquido. Como resultado de la primera destilación, se obtiene un líquido denominado “low wines<sup>38</sup>”, que tiene una graduación alcohólica de entre 20% y 25%. El low wines es destilado una vez más, y a partir de esta etapa se obtiene un líquido llamado “spirit”, que tiene graduación alcohólica entre 60% y 85%.
- Embarricado: el líquido spirit se enfría y se almacena en barricas de roble que pueden ser nuevas o usadas. En caso de ser usadas, pueden haberse utilizado previamente para añejar vino, ron, jerez, u otros whiskies.
- Añejamiento: las barricas se trasladan a lugares de guardados, en donde se guardan por al menos 3 años. Por ley, una vez pasados los 3 años de añejamiento, se considera que el producto es whisky.
- Vaciado y embotellado: una vez terminado el tiempo de añejamiento, el producto se extrae de las barricas y se almacena en toneles en donde es filtrado para homogeneizar y eliminar cualquier residuo que pueda traer de las barricas. En este paso también se le puede bajar la graduación alcohólico añadiendo agua destilada. Una vez que pasa entre 1 y 6 meses en tonel, puede ser embotellado para luego ser vendido.

Según información del último reporte de IWSR, existen al menos 1700 marcas de whisky a nivel mundial.

El mercado del whisky es el segundo en importancia en la totalidad de la industria de bebidas espirituosas. En 2021 tuvo facturación por € 77.000 Millones en 2021, y experimentó un crecimiento de 10,7% durante los últimos 10 años, aun CAGR de 1,2%.

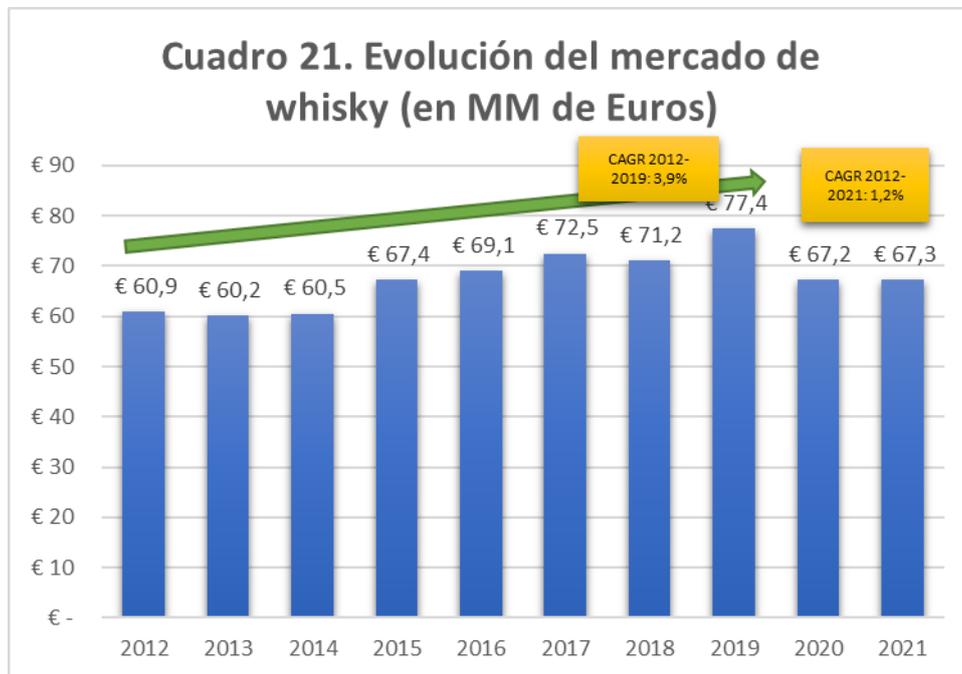
---

<sup>36</sup> Se entiende por mosto al jugo de alta concentración de azúcares que surge en el primer proceso de mezclado.

<sup>37</sup> Masa cocida de malta tostada que luego dará lugar al whisky.

<sup>38</sup> Líquido que se obtiene luego de la primera destilación, y del que luego se eliminarán residuos para continuar con el proceso de fabricación de whisky.

Si analizamos la tendencia que tenía la industria antes del impacto del COVID19, encontraremos que la variación para el período 2012-2019 fue de 27%, traducido en un CAGR de 3,9%:

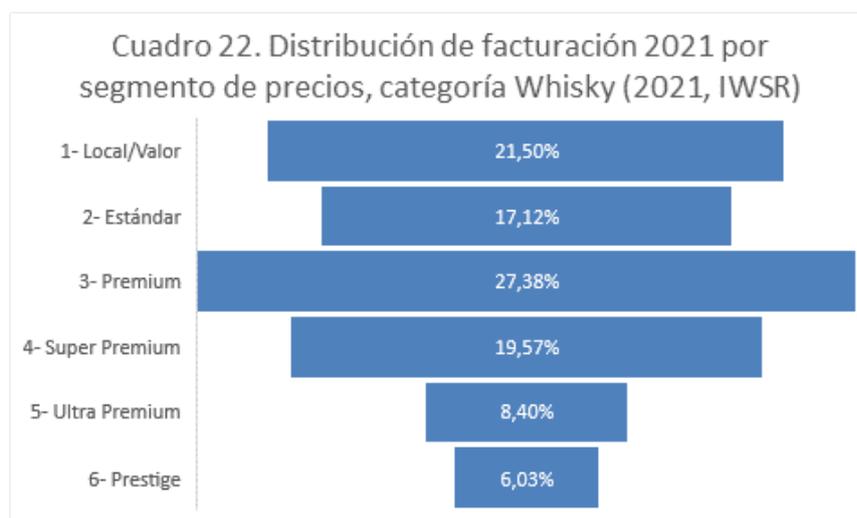


En términos de participación de mercado, Diageo es la compañía número 1 del mercado de whisky con el 43% y dueña de marcas icónicas como Johnnie Walker, J & B, White Horse y Singleton; la sigue Pernod Ricard con el 32%, Beam Suntory con 10% y Brown-Forman con 7%. La información de participación de mercado se exhibe en el cuadro a continuación:



En cuanto a la distribución de segmentos de precios, el segmento premium resulta

el más relevante de la categoría ya que agrupa al 27,4% de las ventas, seguido luego por el segmento local/valor con 21,5% y luego por el segmento super premium con el 19,6% de participación. En función a la información exhibida en el cuadro 22, se puede apreciar que más del 52% de las ventas se concentran en los segmentos de mayor precio:



### 3.2. Vodka

El origen del vodka (cuyo significado en ruso sería “agüita” o “agua pequeña”) se dio a fines del siglo XII, y está disputado entre Polonia y Rusia. Inicialmente se lo utilizó con fines medicinales, y luego fue adoptado por los campesinos como una bebida eficiente para combatir el frío.

A diferencia del whisky o el vino, el proceso productivo del vodka es más simple ya que no requiere tiempo de añejamiento en barrica. El vodka se produce a partir de cualquier alimento que tenga azúcar y sea alto en almidón, que luego se convertirá en alcohol a través de la fermentación; es por eso que hay vodka a partir de granos de cereales, de papa, y en algunos casos de uva.

Según una fuente especializada<sup>39</sup>, los pasos del proceso productivo son los siguientes:

- Fermentación: se elabora un líquido base a partir de la fermentación del azúcar y almidón obtenido de sus principales ingredientes. Esta etapa puede llegar a durar hasta dos días.

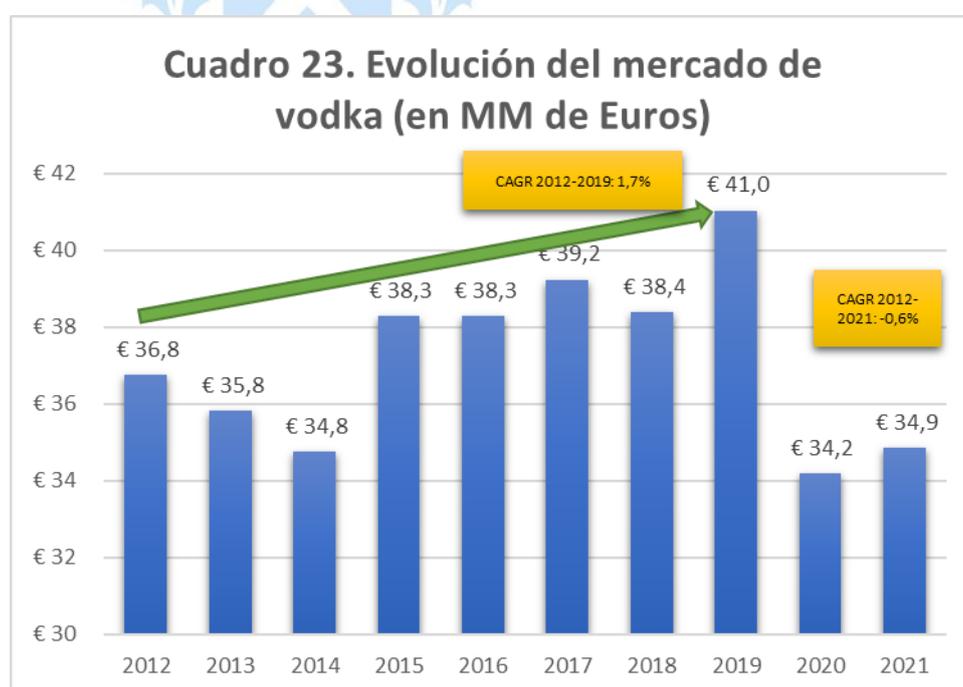
---

<sup>39</sup> Fuente: <https://www.conalcohol.com/vodka-historia-y-elaboracion/>

- Destilación: el mosto obtenido en el paso anterior (muy alto en graduación alcohólica) se destila varias veces en alambiques de cobre y acero. Como mínimo se destila entre 2 y 3 veces, pero a mayor cantidad de veces que se destila, mayor será la calidad percibida del vodka.
- Filtración y disolución: en este último paso, se remueven las impurezas que pueda llegar a tener el producto y se lo diluye en agua destilada para reducir la graduación alcohólica. Se lo lleva generalmente hasta 47% de graduación alcohólica.

Según información del último reporte de IWSR, el mercado de vodka estuvo compuesto por 469 compañías productoras en el año 2021.

El negocio del vodka es el cuarto en importancia dentro de la totalidad del mercado de bebidas espirituosas, tuvo ventas por € 35.000 millones en 2021, y viene experimentando una caída del 5,1% durante los últimos 10 años. Como se mencionó en la sección “Impacto COVID”, la categoría de vodka fue la más afectada por el efecto que tuvieron los cierres de discotecas y festivales durante la pandemia, por la importante participación que tiene el vodka en este tipo de ocasiones. Según información de Statista<sup>40</sup>, previo a la caída del año 2020, la categoría creció un 11,4% entre 2012 y 2019, a un CAGR de 1,7%, como se exhibe en el cuadro 23 a continuación:



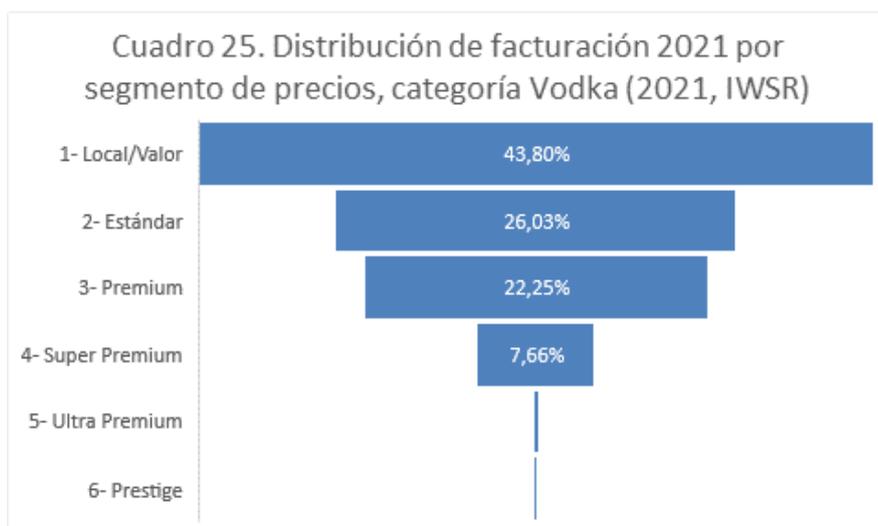
<sup>40</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook

Según IWSR, el 70% de la facturación del mercado del vodka estuvo concentrado en 13 compañías en 2021. Según este corte, Pernod Ricard ocupó el tercer lugar del ranking con un 11% de participación de mercado.

Si tomamos como criterio de muestra al grupo de compañías comparables, en primer lugar encontraremos que algunas de ellas no tienen participación en esta categoría, entonces las restantes nuclean el 31% del mercado. Sobre esta muestra, Pernod Ricard obtiene el 2° lugar en participación de mercado con el 24,4%, muy por detrás de Diageo, que es dueña de marcas icónicas como Smirnoff, Ketel One y Ciroc:



En función la distribución de ventas por segmento de precio, el segmento local/valor es el más relevante con el 43,8% de participación sobre las ventas, seguido luego por el segmento estándar con 26,3% y luego por el segmento premium con el 22,25% de participación. A diferencia del whisky, los segmentos de lujo no tienen alta participación en el mercado del vodka, tal como puede observarse en el cuadro 25:



### 3.3. Ron

El ron es una bebida espirituosa que se elabora a partir de la fermentación del jugo de caña de azúcar, es decir que sólo puede producirse en lugares que sean propensos para el este cultivo. El azúcar que es necesario para la fermentación ya se encuentra en el material crudo, es por ese motivo que se considera al ron como la bebida que mayor conserva su sabor de origen.

Según una fuente especializada<sup>41</sup>, el proceso productivo tiene las siguientes etapas:

- Extracción: las cañas son cosechadas luego de 12 meses de ser plantadas, cuando se considera que alcanzan la máxima concentración de azúcar posible. Las cañas cosechadas son cortadas y luego trituradas en molinos, en donde se obtiene el jugo de los tallos. Al jugo se lo pasa por una serie de ebulliciones para obtener un líquido alto en azúcares llamado melaza<sup>42</sup>.
- Fermentación: a la melaza obtenida en el paso anterior se le agrega agua, azúcar y distintas levaduras para que se produzca la fermentación. Este proceso dura entre 1 y 2 días, y a partir de esto se obtiene un mosto que contiene entre 5% y 9% de graduación alcohólica.
- Destilación: el objetivo de este proceso es el mismo que en todas las bebidas espirituosas: calentar el mosto obtenido para que, a través de la ebullición, se recoja el alcohol liberado en forma de vapor y luego se condense para originar el licor.
- Añejamiento: al igual que el whisky, el ron es almacenado en barricas de roble usadas para añejar whisky bourbon, vino o coñac. El tiempo de añejamiento para los rones ligeros o blancos es de 1 a 3 años, y para los rones oscuros, a partir de 3 años.
- Filtración embotellado: nuevamente y al igual que el whisky, luego de dejar la barrica, el ron se filtra para eliminar partículas indeseables que puedan haberse contraído durante la fermentación. Algunas compañías mezclan distintos tipos de rones antes de embotellarlos, para obtener un producto mejorado.

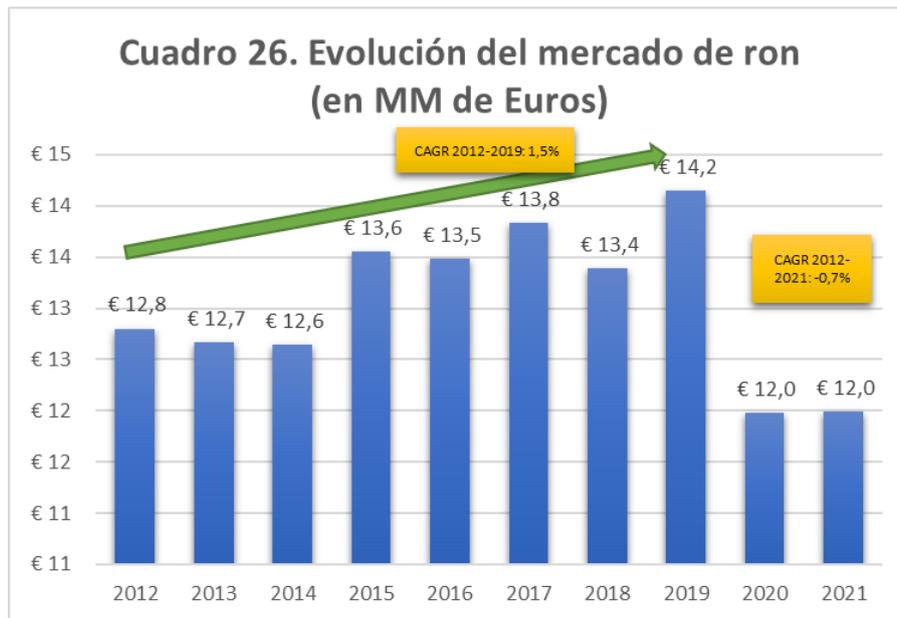
Según información del último reporte de IWSR, el mercado de ron estuvo compuesto por 876 compañías productoras en el año 2021.

---

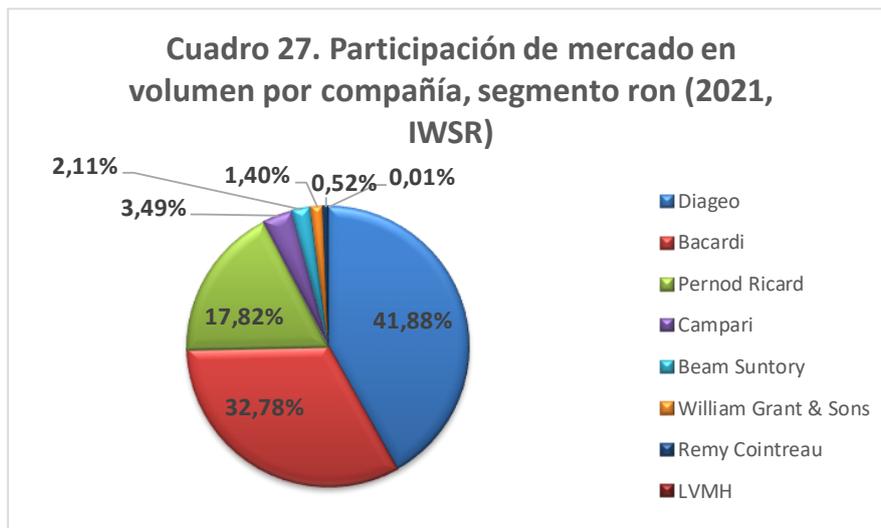
<sup>41</sup> Fuente: <https://ronmonterrey.com/elaboracion-del-ron/>

<sup>42</sup> Líquido que se genera luego de las primeras ebulliciones del jugo de caña de azúcar, que luego se convertirá en ron.

El mercado del ron es el quinto en importancia dentro de la totalidad del mercado de bebidas espirituosas, tuvo ventas por € 12.000 millones en 2021, y experimentó una caída del 6,25% durante los últimos 10 años. Como se mencionó en la sección “2.5. Impacto COVID”, la categoría de ron fue la segunda más afectada luego del vodka, con una contracción de 15% contra 2019. Según Statista<sup>43</sup>, antes de la caída del año 2020, la categoría creció 11% entre 2012 y 2019, a un CAGR de 1,5%:

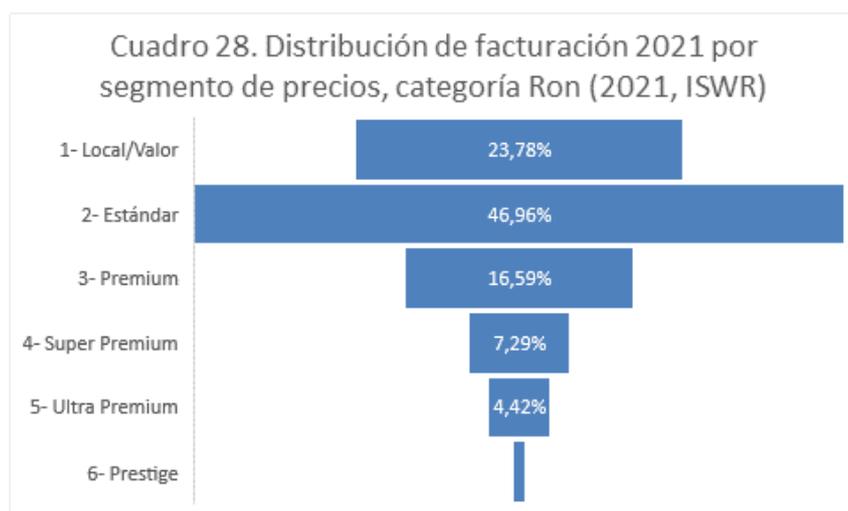


Con respecto a la participación de mercado, Diageo es el jugador más importante con 42% (dueño de marcas como Captain Morgan), seguido por Bacardí en segundo lugar con 33%, y Pernod Ricard en tercer lugar con 18%:



<sup>43</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook

En función la distribución ventas por segmento de facturación, en el caso del ron, y a diferencia de los mercados de whisky y vodka, el segmento estándar de precio es el más representativo de la industria, agrupando casi el 47% del negocio. Luego le siguen el segmento local/valor con 23,8% y el segmento premium con el 16,6%. Dado que la categoría ron tiene productos con añejamiento, los segmentos super premium, ultra premium y prestige concentran casi el 30% del mercado:



### 3.4. Gin

Según especialistas<sup>44</sup>, la ginebra (o gin en inglés) surge en Holanda a fin del XVIII, por su utilización para fines medicinales. La ginebra es un tipo de bebida que se obtiene de la destilación de la cebada sin maltear, una vez que esta es fermentada. A diferencia del resto de las bebidas espirituosas, el proceso crítico de la fabricación de gin es la rectificación aromática, que se obtiene con el agregado de bayas de enebro y otro tipo de hierbas que le dan su sabor característico.

A continuación se detallan los pasos del proceso de elaboración<sup>45</sup>:

- Malteado: el proceso de malteado es igual que el del whisky. Se humedecen los cereales (trigo o cebada) para que germinen, luego se le quitan los brotes y los granos son secados. Una vez secados, se los hidrata para obtener el mosto.

<sup>44</sup> Fuente: <https://breakingwine.online/historia-ginebra/>

<sup>45</sup> Fuente: <https://vanagandr.com/destileria-proceso/>

- Fermentación: al mosto obtenido en el paso anterior se le agregan levaduras para que fermenten el azúcar y lo transformen en alcohol.
- Destilación: la destilación se realiza en alambiques, al igual que en el resto de las bebidas espirituosas. En el caso del Gin, en este paso debe tener como mínimo dos destilaciones.
- Aromatización: un elemento característico y distintivo del gin es su aroma. Para eso, las distintas destilerías maceran distintos tipos de botánicos, que son mezclados con el alcohol obtenido en el anterior paso, y que luego se los vuelve a destilar el conjunto para obtener el gin.

Existen dos tipos de gin en función a diferencias en su estilo de producción<sup>46</sup>:

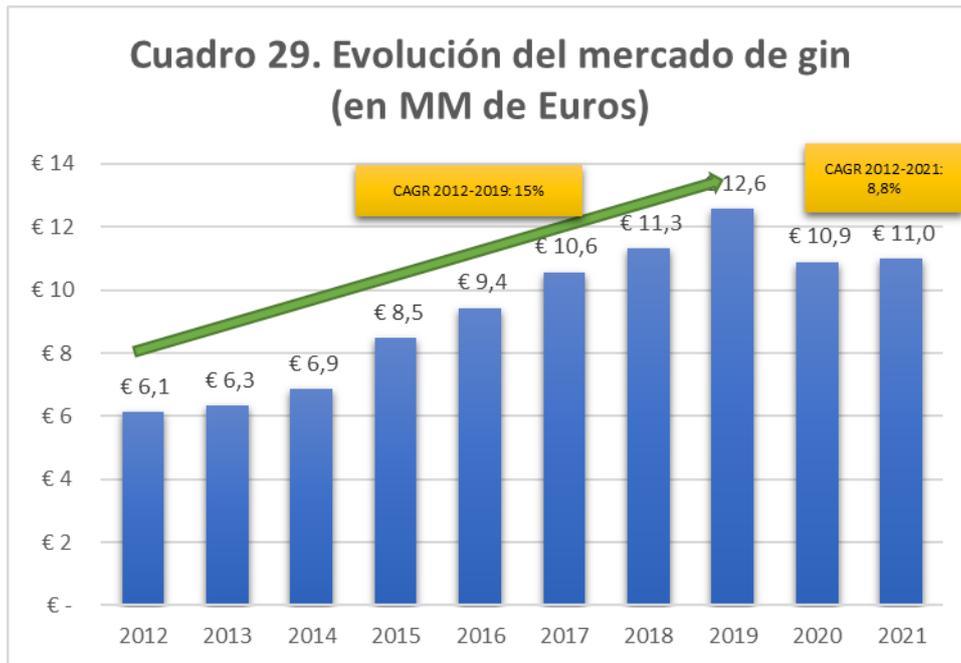
- Gin holandés: parte de la base de un líquido que se elabora con malta fermentada y distintos alcoholes de baja graduación. Este conjunto se destila por primera vez, se le agregan distintos elementos aromáticos, para destilarse una segunda vez y obtener el gin holandés. El gin holandés tiene un marcado aroma a malta.
- Gin británico: en el caso del gin británico, se parte de un líquido de base que tiene mayor concentración alcohólica, lo cual hace que pierda su aroma característico a malta. A este líquido se lo aromatice con distintos componentes como hierbas, frutas o inclusive frutos secos.

Con respecto al mercado del gin, es el sexto en importancia dentro de la totalidad de bebidas espirituosas, pero es el que mayor crecimiento experimentó en los últimos años. Según Statista<sup>47</sup>, entre 2012 y 2019 la facturación del gin creció más del 100%, a un CAGR de 15%. La tendencia que venía arrastrando hizo que el impacto del COVID no detuviera su crecimiento, lo cual hizo que su crecimiento entre 2012 y 2021 sea de 80% a un CAGR de 8,8%:

---

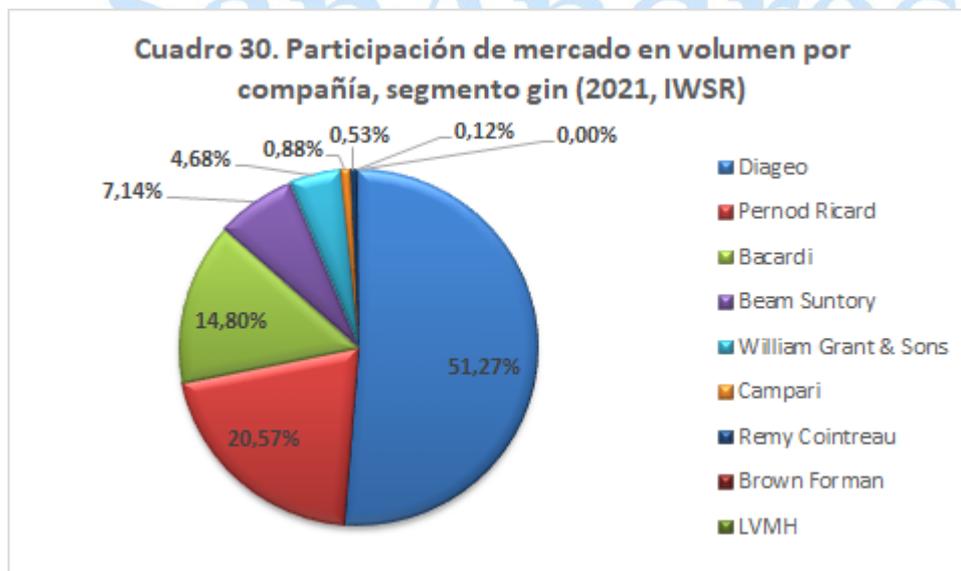
<sup>46</sup> Fuente: <https://aviselection.com/blog/de-donde-sale-la-ginebra/>

<sup>47</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook



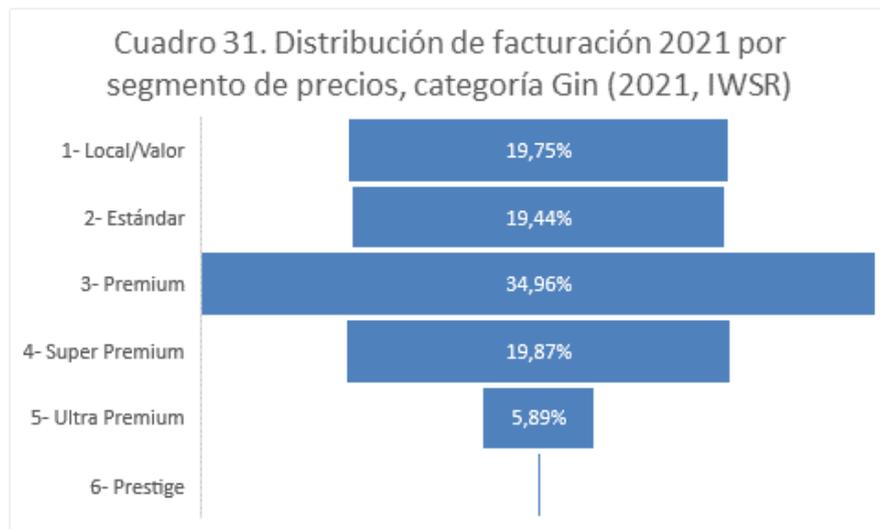
Según información de IWSR<sup>48</sup>, existen 939 marcas de gin a fin de 2021.

En términos de participación de mercado de compañías comparables a Pernod Ricard, Diageo obtiene el primer lugar con 51% de participación (dueña de marcas como Gordons y Tanqueray), seguida por Pernod Ricard con el 21%, y Bacardí en tercer lugar con el 15%:



<sup>48</sup> Fuente: IWSR (2021). The PR Market View.

En función la distribución de ventas por segmento de precio, el mercado del gin es similar al del whisky. El segmento premium es el más representativo de la industria, agrupando el 35% de las ventas, y luego aparecen tres segmentos con participaciones muy similares en torno al 20%: local/valor, estándar y super premium. Es importante destacar que casi el 60% del mercado del gin se concentra en los segmentos premium, super premium y ultra premium:



## 4. Compañía

### 4.1. Historia

Pernod Ricard<sup>49</sup> es la segunda compañía productora de bebidas espirituosas y vinos del mundo, detrás de Diageo, con un nivel de ventas que el último año fiscal 2022 alcanzó los € 10.700 millones y una capitalización de mercado de € 46.000 millones.

Pernod- Ricard nace en el año 1975 como consecuencia de la fusión de 2 compañías familiares productoras de anís: Pernod y Ricard. A partir de esa fusión, la compañía inició un proceso de expansión y de adquisición de distintas marcas por todo el mundo, que incluyen Irish Distilleries (productores del whisky Jameson), Orlando Wyndham (productores del vino Jacob's Creek), Seagram (productores de Chivas, The Glenlivet y Royal Salute), Allied-Domecq (productores de Mumm, Perrier-Jouet, Ballantine's, Malibú y Beefeater) y Vin&Spirit (productores del vodka Absolut).

Como negocio principal la compañía produce, distribuye y comercializa bebidas espirituosas y, como negocio secundario, vinos y champagne.

Uno de los pilares fundacionales de la compañía es su descentralización, a través de la cual busca tomar decisiones basadas en las necesidades del consumidor, de manera rápida y efectiva. Pernod Ricard está dividida en Brand Companies y Market Companies. Las Brand Companies son las compañías basadas en el lugar de origen de cada producto, y son responsables de la producción, del manejo de las operaciones y de la implementación de la estrategia global de marketing y comunicación. Las Market Companies, en cambio, son las encargadas de la activación de la estrategia comercial y operacional a nivel local, así como también de todos los proyectos relacionados con el negocio.

En términos de ventas netas, su comportamiento durante los últimos 10 años fiscales ha tenido un piso marcado en € 8.000 millones y alcanzó el récord de € 10.700 millones para el último ejercicio que cerró el 30/6/2022. El incremento que tuvieron las ventas entre 2013 y 2022 fue de 24,8%, a un CAGR de 2,8%.

Para complementar el diagnóstico situacional y cualitativo de la compañía, a continuación se expone un análisis FODA<sup>50</sup>:

---

<sup>49</sup> Fuente: <https://www.pernod-ricard.com/en/our-group/our-history>

<sup>50</sup> Herramienta de análisis de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de una empresa.

Análisis FODA de Pernod-Ricard	
<b>Fortalezas</b>	Pernod-Ricard es la segunda compañía de spirits en términos de Facturación, Market Cap y Ventas
	Tiene estabilidad en márgenes operativos y bajo nivel de apalancamiento
	Tiene buena exposición a mercados emergentes (Asia, África, entre otros), y buena participación en los segmentos premium
<b>Debilidades</b>	Debido a que buena parte de su facturación proviene del canal On Trade y de Travel Retail (cruceros, aeropuertos, etc), sus niveles de facturación se vieron muy afectados durante la pandemia
	Las ventas de sus marcas clave registraron baja performance en los mercados desarrollados de Europa Occidental, incluyendo un must-win market como Francia
	Las marcas ultra-premium vieron sus volúmenes afectados por el efecto pandemia en mercados emergentes
<b>Oportunidades</b>	Oportunidad de crecimiento en el segmento de importados premium en China, por su bajo peso en la totalidad del mercado de bebidas alcohólicas
	Oportunidad de crecimiento y penetración en el resto de Asia y países emergentes grandes, como India o principales países de África, en donde se observa una marcada demanda de whiskies
	Oportunidad de crecimiento en segmentos de whisky bourbon y tequila en Estados Unidos (categorías que son lideradas por el principal competidor, Diageo)
	Demanda creciente de bebidas alcohólicas en región África Sub Sahariana
<b>Amenazas</b>	Desaceleración económica en economías emergentes de gran escala como China
	La compañía puede verse altamente afectada por el impacto de regulaciones y políticas destinadas a reducir el consumo de alcohol, y también a restringir la publicidad
	La prohibición de utilización de cartón y plásticos en elementos de regalería premium por el impacto en el medioambiente que ya se está legislando en algunos países

Fuente: Anon, 2022. Fitch Solutions Country Industry Reports, London: Fitch Solutions Group Limited.

Gracias a su estrategia de expansión, Pernod Ricard cuenta con operaciones y filiales en todas partes del mundo y consolida resultados en 3 distintas regiones:

- Región Américas, que incluye Estados Unidos como “must-win<sup>51</sup> market” y mercado foco para la compañía, aportando un 29,3% de las ventas netas del grupo y con crecimiento de 19,3% contra el año 2021;
- Región Asia y Resto del mundo, que incluye a China como segundo must-win market, India, África, Sudamérica y emergentes, que aportó un 41,5% de las ventas netas y con crecimiento de 21,9% contra el año 2021;
- Y por último Europa, mercado insignia y más desarrollado para la categoría, que aportó un 29,2% de las ventas netas del grupo, con crecimiento de 22,4% contra año 2021.

La información previamente descrita se exhibe en la tabla a continuación:

Tabla 1. Apertura de ventas netas por región (en millones de €)

Región   Año fiscal	2021		2022		Variación	
Americas	€ 2.627	30%	€ 3.133	29%	€ 506	19%
Asia / Resto del mundo	€ 3.640	41%	€ 4.438	41%	€ 798	22%
Europa	€ 2.557	29%	€ 3.130	29%	€ 573	22%
<b>Mundo</b>	<b>€ 8.824</b>	<b>100%</b>	<b>€ 10.701</b>	<b>100%</b>	<b>€ 1.877</b>	<b>21%</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod-Ricard, FY22 Sales & Results

<sup>51</sup> Significa mercado a conquistar.

La compañía agrupa a sus marcas en distintos grupos, en función a las particularidades de su proceso productivo y al rol que cumplen dentro del portafolio. En la tabla 2 a continuación se exhibe la apertura de las ventas netas por grupo de marcas (se ampliará el detalle en la sección “Portafolio”):

Tabla 2. Apertura de ventas netas por grupo de marcas (en millones de €)

Gupo de marcas   Año fiscal	2021		2022		Variación	
Internacionales estratégicas	€ 5.713	65%	€ 6.742	63%	€ 1.028	18%
Estratégicas locales	€ 1.632	18%	€ 1.926	18%	€ 294	18%
Especialidad	€ 518	6%	€ 642	6%	€ 124	24%
Vinos estratégicos	€ 557	6%	€ 535	5%	-€ 22	-4%
Prestige	€ 403	5%	€ 856	8%	€ 453	112%
<b>Mundo</b>	<b>€ 8.824</b>	<b>100%</b>	<b>€ 10.701</b>	<b>100%</b>	<b>€ 1.877</b>	<b>21%</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod-Ricard, FY22 Sales & Results

Para finalizar, si se abren los volúmenes del porcentaje de las ventas correspondientes al grupo de marcas internacionales estratégicas, encontraremos que hay marcas clave que son de fundamental importancia para el negocio de Pernod Ricard como son Absolut, Jameson y Ballantines, que nuclean el 53% de las ventas. El resto de las marcas de este grupo tiene participaciones menos concentradas, como se detalla en la tabla 3 a continuación:

Tabla 3. Apertura de ventas marcas estratégicas por marca

Marca	Volúmenes año fiscal 2021 (en millones C9L)	Volúmenes año fiscal 2022 (en millones C9L)	Participación	Variación vs AA
Absolut	10,5	12,4	21%	18%
Jameson	8,6	10,4	17%	21%
Ballantine's	7,6	9,1	15%	20%
Malibu	4,8	4,9	8%	2%
Havana Club	4,3	4,6	8%	7%
Ricard	4,2	4,5	8%	7%
Chivas Regal	3,6	4,6	8%	28%
Beefeater	2,9	3,7	6%	28%
Martell	2,4	2,5	4%	4%
The Glenlivet	1,4	1,6	3%	14%
Mumm	0,7	0,7	1%	0%
Perrier-Jouët	0,3	0,3	1%	0%
Royal Salute	0,2	0,2	0%	0%
<b>Total</b>	<b>51,5</b>	<b>59,5</b>	<b>100%</b>	<b>16%</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod-Ricard, FY21 y FY22 Sales & Results

## 4.2. Distribución geográfica

Como se mencionó, uno de los valores principales de Pernod Ricard es la descentralización, que tiene por objetivo lograr velocidad, flexibilidad y eficiencia en las decisiones que toma cada afiliada, siempre teniendo como centro de las decisiones a los consumidores.

Para lograr operar de manera descentralizada y eficiente<sup>52</sup>, Pernod Ricard gestiona su negocio a través de la interacción entre:

- Cuartel central: con sede en París, se encarga de la definición de la estrategia y controla la ejecución de las políticas de la compañía, compartiendo mejores prácticas para lograr mayor eficiencia a lo largo de toda la cadena de valor;
- Market Companies: están basadas en los países en donde se originan los productos estratégicos, y tienen por objetivo definir las estrategias y activaciones de cada marca que producen. Pernod Ricard tiene 96 sitios de producción distribuidos en 25 países. Algunos de ellos son:
  - o The Absolut Company
  - o Chivas Brothers
  - o Martell Mumm Perrier Jouet
  - o Irish Distillers
  - o Pernod Ricard Winemakers
  - o Havana Club International
- Market Companies: son la parte ejecutora de la estrategia comercial y operacional de las marcas, y tienen enfoque regional. Pernod Ricard cuenta con fuerza de ventas propia distribuida en 74 países. Las regiones se organizan de la siguiente manera:
  - o Pernod Ricard Americas
  - o Pernod Ricard Asia
  - o Pernod Ricard EMEA & Latam

---

<sup>52</sup> Fuente: <https://www.pernod-ricard.com/en/locations>

- Pernod Ricard Global Travel Retail
- Pernod Ricard Francia

### 4.3. Estrategia

Desde el lanzamiento de su nueva estrategia llamada “transformación y aceleración” en el año 2018<sup>53</sup>, Pernod Ricard comenzó un proceso de transformación, acelerando su crecimiento y ganando en agilidad y eficiencia operativa. Se definieron 4 prioridades clave:

- Excelencia operativa: con el objetivo de reducir la complejidad y fomentar la eficiencia
- Desarrollo de talentos: reclutar, retener y desarrollar equipos diversos
- Sostenibilidad y responsabilidad: liderar la industria en estas áreas
- Ruta al mercado/consumidores: aprovechar los diferentes canales de distribución para llegar a los consumidores

A partir de los cambios disruptivos que generó la pandemia de COVID-19, la compañía decidió agregar 4 aceleradores para complementar su estrategia:

- Portfolio management
- Premiumización y mercados de lujo
- Innovación
- Aceleración digital

Estos 4 aceleradores buscarán apalancarse en los nuevos modelos digitales para fortalecer la conexión con los consumidores, ofrecer nuevas experiencias y maximizar el valor del portafolio.

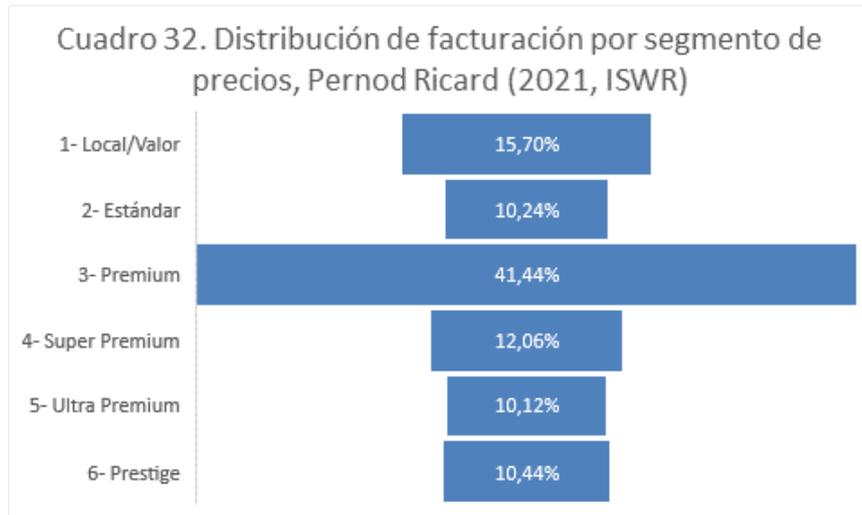
Para consolidar el crecimiento orgánico del negocio, la compañía tiene por objetivo ganar en los mercados clave, que son Estados Unidos, China, India y Global Travel Retail. A su vez, busca incrementar su participación en mercados de gran potencial como el resto de Asia, África Sub-Sahariana, y también incrementar su portafolio en el negocio de Tequilas y Whiskey Bourbon de Estados Unidos, y bebidas artesanales premium en el resto del mundo. Por último, consolidar su participación en los mercados premium de mercados emergentes.

---

<sup>53</sup> Fuente: <https://www. Pernod-ricard.com/en/investors/business-overview-key-figures>

#### 4.4. Portafolio

Gracias a su fuerte presencia internacional y como consecuencia de su historia de adquisiciones y fusiones, Pernod Ricard cuenta con un portafolio compuesto por más de 500 marcas<sup>54</sup>, con una muy importante participación en el segmento premium de precio, como puede verse en el cuadro 32 a continuación:



Para lograr la óptima asignación de recursos y cumplir con las distintas demandas de sus consumidores, Pernod Ricard agrupa a sus marcas en distintos clústeres<sup>55</sup>:

- a- Marcas internacionales estratégicas: tienen una participación de más del 60% sobre las ventas netas y son la prioridad absoluta del grupo. Generalmente, contiene una marca referente para cada categoría. Algunas de ellas son: Jameson, Absolut, Beefeater, Havana Club, Malibú, Ballantines, The Glenlivet, Perrier Jouet y GH Mumm.
- b- Marcas estratégicas locales: este grupo de marcas es el Segundo en importancia en participación de las ventas netas, representando aproximadamente un 18% de las mismas. Incluye marcas que tienen raíces y orígenes en alguna región del mundo particular, y en consecuencia representan los valores de su población y tienen vínculos muy sólidos con sus consumidores. Algunas de ellas son: Ramazzoti, Blenders, 100 Pipers, Wyborowa, Olmeca, Seagrams, entre otras.
- c- Marcas Prestige: tienen una participación aproximada del 13% de las ventas netas, y constituyen las marcas de lujo del grupo, que tienen como objetivo los

<sup>54</sup> Fuente: IWSR (2021). The PR Market View.

<sup>55</sup> Fuente: <https://www. Pernod-ricard.com/en/brands>

segmentos de precio y consumo más altos del mundo. Incluyen versiones Ultra Premium de marcas internacionales estratégicas o ediciones limitadas. Algunas de ellas son: Perrier Jouet Belle Epoque, Royal Salute, Martell, entre otras.

d- Vinos estratégicos: tienen una participación menor al 5% de las ventas netas, y si bien no son un segmento foco del grupo, tienen por objetivo complementar al portafolio para llegar con la mayor cantidad de marcas posible a las ocasiones de consumo. Algunas marcas son: Jacob’s Creek, Campo Viejo, Church Road, entre otros.

e- Marcas de especialidad: este grupo de marcas representa un 5% de las ventas netas pero viene creciendo a doble dígito todos los años. Incluye marcas de todos los segmentos pero que tienen un enfoque “craft” en su fabricación, ya sea porque son producidas con ingredientes especiales de distintas regiones, o porque son hechas por destilerías boutique. Algunas de ellas son: Italicus, Lillet, Malfy, Redbreast, Aberlour, entre otras.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod-Ricard, FY21 Sales & Results

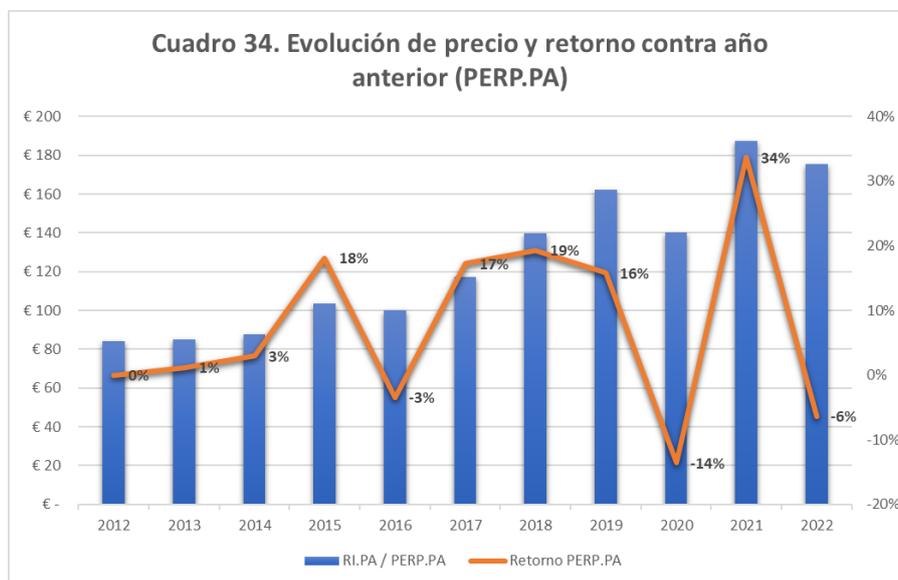


## 4.5. Evolución del precio de la acción

Pernod Ricard opera bajo el ticker PERP.PA en la bolsa Euronext de París y bajo el ticker RI.PA en la Bolsa de Nueva York.

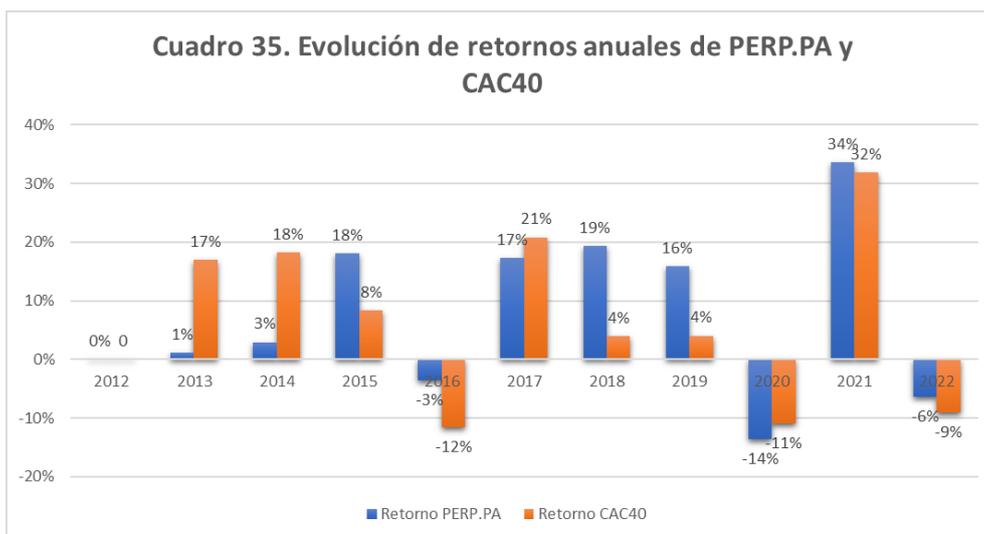
Al ser una de las compañías francesas más relevantes, está listada en el índice CAC40, que representa a las 40 empresas más importantes francesas, y también en el índice Stoxx 600 F&B, que engloba a las 600 compañías más relevantes del rubro alimentación y bebidas.

Como se puede ver en el cuadro 34, la compañía devolvió a sus accionistas un 106% de retorno<sup>56</sup> durante los últimos 10 ejercicios, a razón de un CAGR de 12%:



Al analizar los retornos anuales de Pernod Ricard contra su índice de referencia, el CAC40, se observa que Pernod Ricard duplicó en el retorno total durante los últimos 10 años, entregando a sus accionistas 106%, mientras que el índice lo hizo en 58%. En consecuencia, Pernod Ricard creció a una tasa anual compuesta de 12%, mientras que el índice lo hizo a razón de 6%. La información mencionada se exhibe en el cuadro 35 a continuación:

<sup>56</sup> El retorno se calcula como:  $R_i = (R_t/R_{t-1}) - 1$



Para concluir la sección, se analiza la performance relativa de Pernod Ricard contra el grupo de compañías comparables, para los últimos 10 años. Para hacer la comparación, se tomó el precio en Euros de cada acción a la fecha 30/6 de cada año, para que tanto la moneda como el horizonte temporal tengan sentido.

En función a la información de la tabla 4, se observa que Brown-Forman fue la compañía de bebidas espirituosas que mayor retorno entregó a sus accionistas, seguida por Campari, y Pernod Ricard aparece en tercer lugar:

Tabla 4. Evolución de retornos de compañías comparables (2013-2022)

Crecimiento	Pernod Ricard	Diageo	Brown-Forman	AB Inbev	Campari
$\Delta$ 2022-2013	108%	104%	239%	-18%	266%
CAGR 2022-2013	12%	12%	27%	-2%	30%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters



## 5. Análisis Financiero

### 5.1. Evolución del estado de resultados

#### 5.1.1. Evolución de ventas netas<sup>57</sup>

Al analizar las ventas netas de Pernod Ricard durante los últimos 10 ejercicios, se observa que las mismas mantuvieron una leve tendencia ascendente, con un marcado piso en los € 8.000 millones anuales y un techo de € 9.000 millones. Además de esto, la irrupción del COVID-19 durante el año fiscal 2020 generó pérdidas muy grandes en la industria de bebidas y modificó la tendencia que se venía sosteniendo. Pernod Ricard sufrió una caída del 8% en sus ventas para el año fiscal 2020, levemente inferior a la caída del 9% que tuvo la totalidad de la industria de bebidas espirituosas.

Ahora bien, la compañía mostró resiliencia en sus operaciones, una estrategia clara y un estricto control de costos, que le permitieron acelerar el crecimiento y aprovechar las oportunidades que aparecen luego de cada crisis. La combinación de las decisiones tomadas por el management y los cambios en el consumo postpandemia hicieron que los resultados de Pernod Ricard para 2022 sean excepcionales: por primera vez la compañía superó rompió la barrera de los € 10.000 millones y logró alcanzar ventas por € 10.700 millones, con un incremento de 21,3% contra el año fiscal 2021.

Con los resultados del año fiscal 2022, las ventas netas de Pernod Ricard crecen 24,8% para el período 2022-2013, con CAGR de 2,8%:



<sup>57</sup> Según sus estados contables, Pernod Ricard entiende por ventas netas a las ventas luego de las inversiones o descuentos comerciales. El cálculo es: ventas netas = ingresos por ventas – inversión comercial.

En el resumen ejecutivo presentado a accionistas como consecuencia del cierre del ejercicio fiscal 2022<sup>58</sup>, los directivos consideran que el crecimiento se dio por los siguientes factores:

- Crecimiento de participación de mercado en la mayoría de los mercados en donde opera Pernod Ricard;
- Ejecución de incrementos de precios que permitieron superar la inflación de costos, sin dañar el volumen;
- Recuperación de los canales on trade y global travel retail, que fueron los más afectados durante la pandemia COVID-19;
- Diversificación de las ventas en distintas regiones, en donde la caída de la paridad EURUSD influyó de manera positiva;
- Premiumización del consumo de bebidas espirituosas (como se detalló en la sección “2.7. Tendencias”);
- Crecimiento del poder de compra de las clases medias de países emergentes.

En la tabla 5 se expone la apertura de la variación de las ventas netas del año fiscal 2022 por región geográfica y grupo de marcas según el portafolio (previamente mencionadas en la sección “Portafolio”):

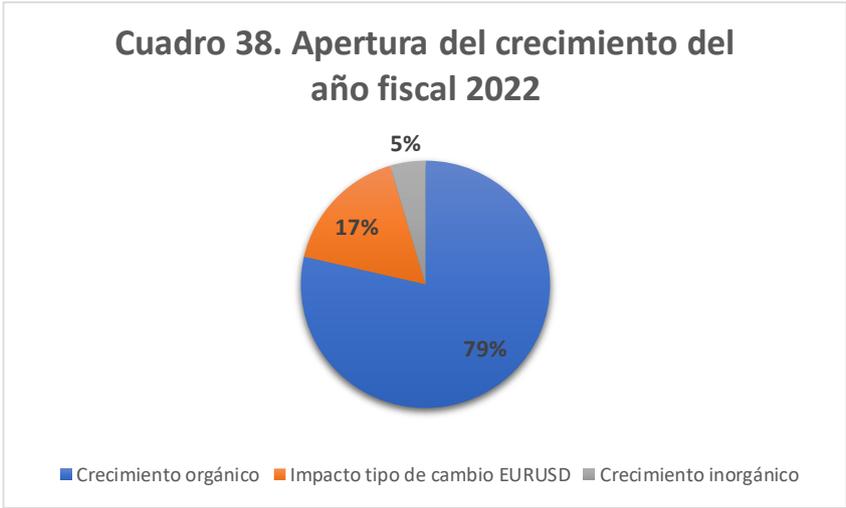
Tabla 5. Apertura de ventas netas por región  
(en millones de €)

Región   Año fiscal	2021		2022		Variación	
Americas	€ 2.627	30%	€ 3.133	29%	€ 506	19%
Asia / Resto del mundo	€ 3.640	41%	€ 4.438	41%	€ 798	22%
Europa	€ 2.557	29%	€ 3.130	29%	€ 573	22%
<b>Mundo</b>	<b>€ 8.824</b>	<b>100%</b>	<b>€ 10.701</b>	<b>100%</b>	<b>€ 1.877</b>	<b>21%</b>

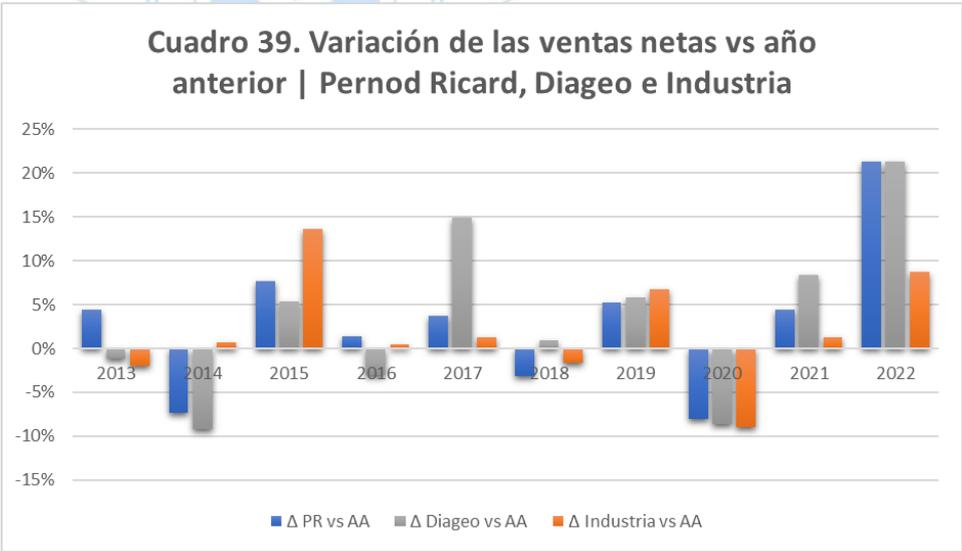
*Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod-Ricard, FY22 Sales & Results*

Al analizar los factores que incidieron de manera positiva en la variación que tuvieron las ventas del año fiscal 2022 contra el año fiscal 2021, se observa que el 70% del crecimiento es orgánico, y que en segundo lugar la apreciación del Dólar norteamericano (moneda en que se facturan el 70% de las ventas del grupo) contra el Euro fue un factor que también benefició a Pernod Ricard, explicando un 17% del crecimiento. La información mencionada se encuentra en el cuadro 38 a continuación:

<sup>58</sup> Fuente: Pernod Ricard (2022). Universal registration document.



Ahora bien, es conveniente analizar la performance de Pernod Ricard contra su principal competidor y contra la industria. Si bien sus cierres de año fiscal no coinciden con los cierres de año calendario (tanto Pernod Ricard como Diageo cierran ejercicio los días 30 de junio), en el cuadro 38 se expone la performance medida en variación contra año anterior de Pernod Ricard, Diageo<sup>59</sup> y la totalidad de la industria de bebidas espirituosas<sup>60</sup>:



A excepción de los años 2013, 2016 y 2018, en los restantes años de la muestra se observan comportamientos muy similares entre Pernod Ricard y Diageo. De los años en que ambos crecen, en 2017, 2019 y 2021 Diageo lo hace a mayor tasa que Pernod Ricard, mientras que sólo en los años 2015 y 2022 Pernod Ricard presenta crecimientos

<sup>59</sup> Fuente: Reuters.

<sup>60</sup> Fuente: Statista; Statista Consumer Market Outlook

mayores que Diageo.

De cara al mediano plazo y como consecuencia del contexto global que la compañía está atravesando, el management de Pernod Ricard enfocará sus esfuerzos en los siguientes puntos:

- Crecimiento anual de las ventas netas entre 4% y 7%;
- Iniciativas de pricing y revenue growth management que permitan superar los incrementos de costos;
- Disciplina financiera y estricto control de costos;
- Proyectos de mejora continua que permitan mejorar la eficiencia en la gestión de los recursos.

### 5.1.2. Evolución de los Costos

En la siguiente sección se analizará la evolución de los distintos tipos de costos y gastos en función a las ventas netas.

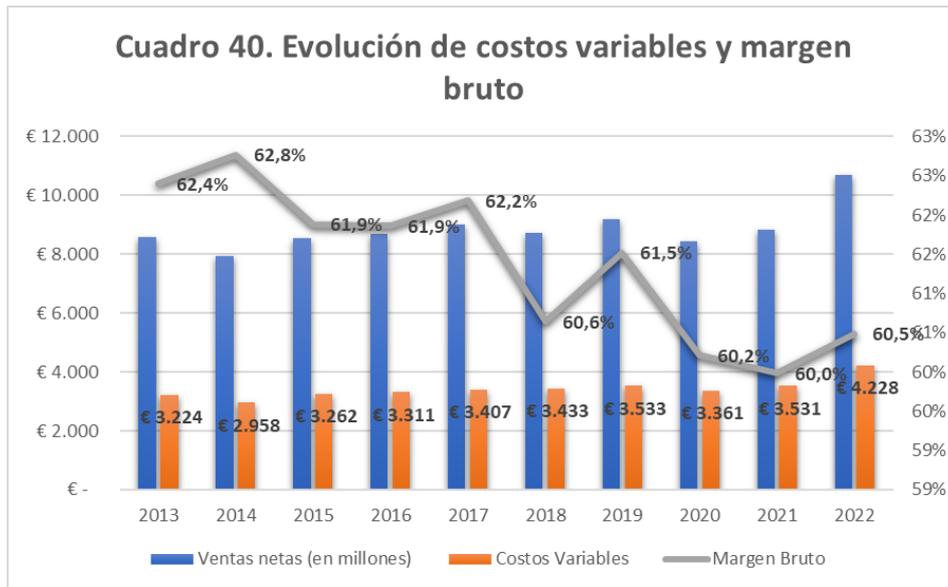
Para comenzar, se observa que los costos variables presentan un incremento de 31,1% para el período que va de 2013 a 2022, casi 6,3 puntos porcentuales por encima del incremento que tuvieron las ventas netas para el mismo período. En términos de CAGR, las ventas se incrementan a 2,8% y los costos variables, que en proporción son el mayor costo que tiene la compañía, lo hacen al 3,5%. Por el comportamiento que tienen los costos variables es que el margen bruto se comprime un 3,1% si se compara contra el año 2013, habiendo logrado su pico máximo en el año fiscal 2014. La información mencionada se encuentra en la tabla 6 a continuación:

Tabla 6. Análisis de costos y gastos

Año Fiscal	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Δ 2022-2013	CAGR 2013-2022
Ventas netas (en millones)	€ 8.575	€ 7.945	€ 8.558	€ 8.682	€ 9.010	€ 8.722	€ 9.182	€ 8.448	€ 8.824	€ 10.701	24,8%	2,8%
Costos Variables	€ 3.224	€ 2.958	€ 3.262	€ 3.311	€ 3.407	€ 3.433	€ 3.533	€ 3.361	€ 3.531	€ 4.228	31,1%	3,5%
Margen Bruto	62,4%	62,8%	61,9%	61,9%	62,2%	60,6%	61,5%	60,2%	60,0%	60,5%	-3,1%	-0,3%
Gastos Adm. Y Comercialización	€ 1.476	€ 1.428	€ 1.433	€ 1.448	€ 1.517	€ 1.502	€ 1.556	€ 1.499	€ 1.477	€ 1.751	18,6%	2,1%
Gastos de publicidad	€ 1.644	€ 1.503	€ 1.625	€ 1.646	€ 1.691	€ 1.429	€ 1.512	€ 1.327	€ 1.393	€ 1.698	3,3%	0,4%
Costos fijos s/Ventas netas	36,4%	36,9%	35,7%	35,6%	35,6%	33,6%	33,4%	33,5%	32,5%	32,2%	-11,4%	-1,3%
Otros gastos operativos	€ 112	€ 239	€ 648	€ 182	€ 163	€ 62	€ 206	€ 1.283	€ 62	€ 62	-44,6%	-5,0%
Total costos operativos	€ 6.456	€ 6.128	€ 6.968	€ 6.587	€ 6.778	€ 6.426	€ 6.807	€ 7.470	€ 6.463	€ 7.739	19,9%	2,2%
Costos operativos s/Ventas neta	75,3%	77,1%	81,4%	75,9%	75,2%	73,7%	74,1%	88,4%	73,2%	72,3%	-3,9%	-0,4%
EBIT	€ 2.119	€ 1.817	€ 1.590	€ 2.095	€ 2.232	€ 2.296	€ 2.375	€ 978	€ 2.361	€ 2.962	39,8%	4,4%
EBIT s/Ventas netas	24,7%	22,9%	18,6%	24,1%	24,8%	26,3%	25,9%	11,6%	26,8%	27,7%	12,0%	1,3%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters y Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

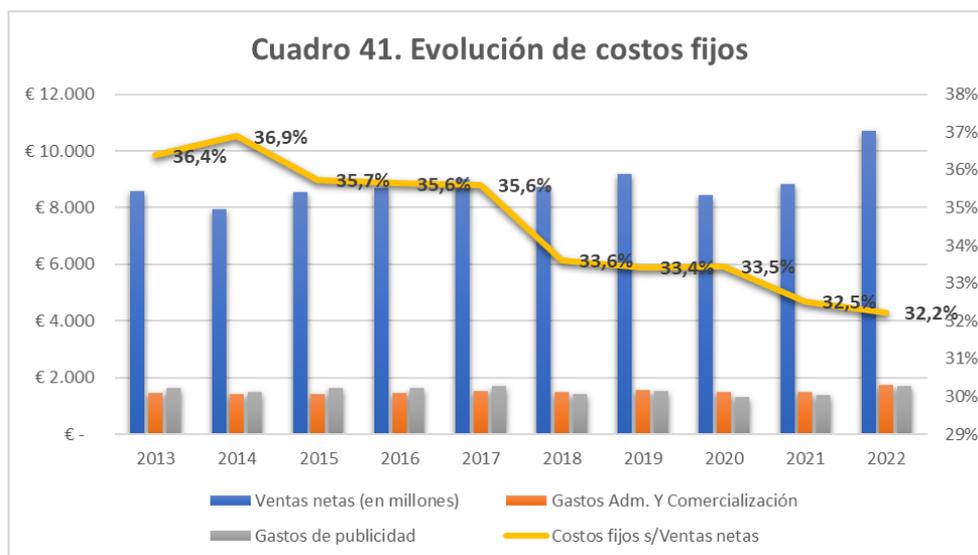
Dentro del período de análisis, se observa que el valor máximo de margen bruto obtenido fue en 2014, alcanzando un 62,8% sobre las ventas. Desde ese pico en adelante, se observa que el margen bruto presenta una leve tendencia negativa. No obstante, el margen bruto presenta estabilidad en el período de análisis y mantiene relación con los márgenes de la industria, por tal motivo no se considera un tema relevante. La tendencia de las ventas, los costos variables y el margen bruto se exponen en el cuadro 40:



Continuando con el análisis de costos fijos, se desagregan los mismos en gastos de comercialización y de administración, y gastos de publicidad.

Los gastos de comercialización y de administración se incrementan 18,6% para el período 2022-2013, a un CAGR de 2,1%, es decir que crecen a una menor tasa que las ventas. Los gastos de publicidad, en cambio, por definición de la compañía siempre debieran representar el 16% de las ventas netas. Por tal motivo, no presentan variaciones significativas para el período y exhiben estabilidad.

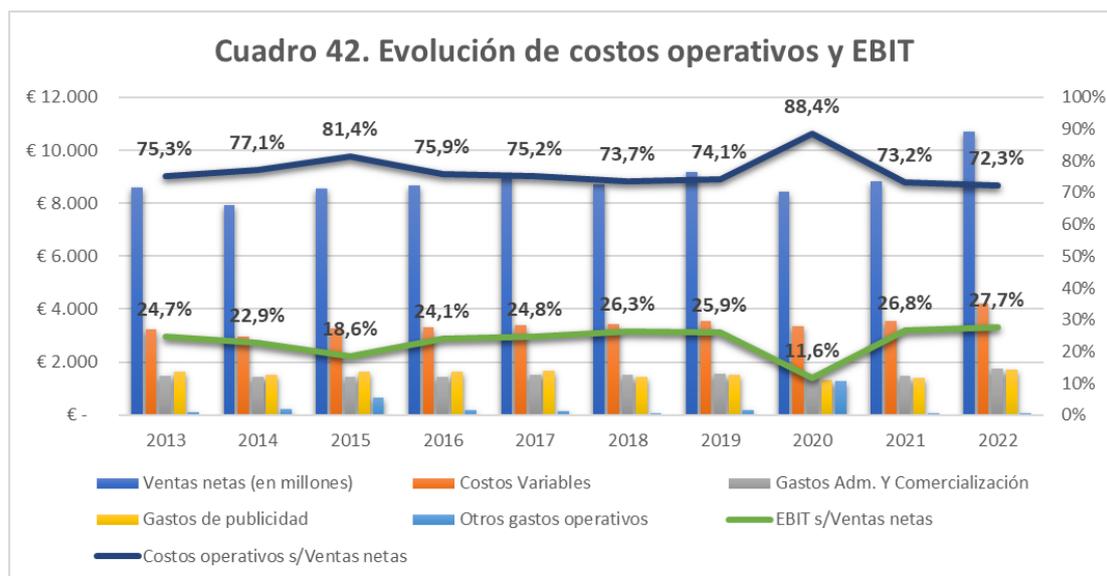
Al sumar ambos tipos de gastos y otros gastos menores operativos y consolidarlos en una sola línea, se observa que su tendencia es bajista, ya que disminuyen 11,4% para el período de análisis, y finalizan 2022 con el menor ratio sobre ventas netas de los últimos 10 períodos:



Para concluir, en el gráfico a continuación se incluyen el resto de los gastos operativos y

la evolución del EBIT sobre ventas netas. La totalidad de costos operativos se incrementa un 19,9% para el período 2013-2022, y su peso sobre las Ventas netas se contrae en 3,9%. Como consecuencia directa del desacople entre la evolución de las ventas netas y los costos operativos, el EBIT se incrementa un 39,8% punta a punta, a un CAGR de 4,4%.

Por último, si se desafectan de la muestra las caídas que tuvo el EBIT durante los ejercicios fiscales 2014, 2015 y 2020, se puede afirmar que su tendencia es positiva:



### 5.1.3. Evolución de los márgenes

Tal como se mencionó en la sección anterior, si bien el margen bruto presenta leve tendencia negativa, para el período de análisis mostró cierta estabilidad, oscilando entre el 60 y 62% sobre las ventas.

El margen de EBITDA, en cambio, se incrementa en 7,8% para el período 2013-2022 a un CAGR de 0,9%, y en el último ejercicio alcanza el valor más alto dentro del período de análisis: 31,3%. De manera similar, el margen operativo crece a mayor tasa que el margen de EBITDA, logrando incrementarse 10,7% para el período de análisis, a un CAGR de 1,3%, y también alcanza su mayor valor en el último ejercicio fiscal: 26,8%. Esta mejoría se explica por la eficiencia en la gestión de los costos fijos y por la estabilidad que mantuvieron las amortizaciones.

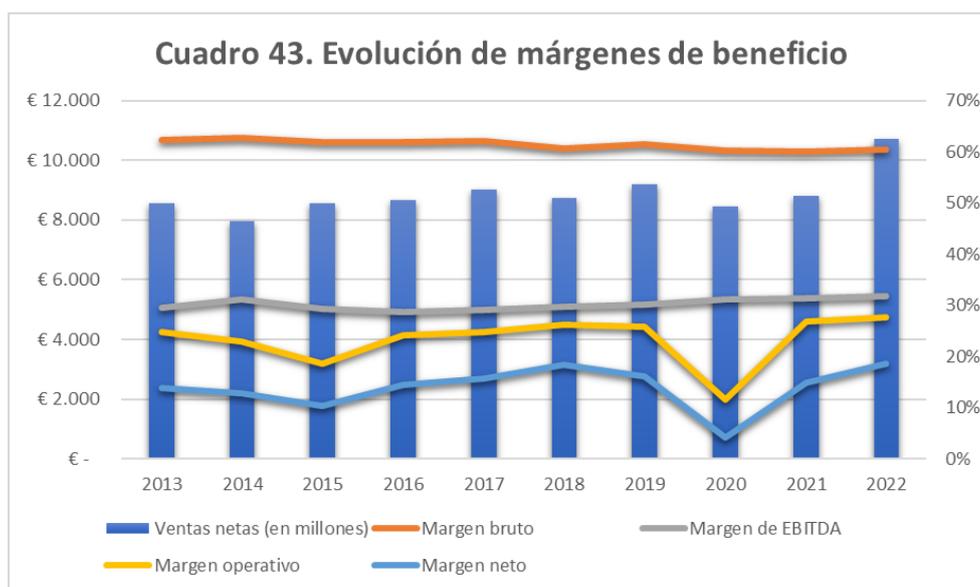
Por último, el margen neto presenta un incremento de 33,8% para el período de análisis, a un CAGR de 3,8%. Tanto el margen neto como el operativo tuvieron una fuerte compresión en el año fiscal 2020 como consecuencia del COVID-19. Sin embargo, a partir del año fiscal 2021 se observa una fuerte recomendación y vuelta al sendero de

crecimiento, que se evidencia con el valor máximo de margen neto de 18,6% que se obtiene en el ejercicio 2022, y que supera al 18,4% que había logrado en 2018. En la tabla 7 y cuadro 43 se exhibe la información mencionada:

Tabla 7. Evolución de los márgenes de beneficio

Año fiscal	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Δ 2022-2013	CAGR 2013-2022
Ventas netas (en millones)	€ 8.575	€ 7.945	€ 8.558	€ 8.682	€ 9.010	€ 8.722	€ 9.182	€ 8.448	€ 8.824	€ 10.701	24,8%	2,8%
Margen bruto	62,4%	62,8%	61,9%	61,9%	62,2%	60,6%	61,5%	60,2%	60,0%	60,5%	-3,1%	-0,3%
Margen de EBITDA	29,5%	31,2%	29,3%	28,7%	29,2%	29,8%	30,2%	31,2%	31,3%	31,8%	7,8%	0,9%
Margen operativo	24,7%	22,9%	18,6%	24,1%	24,8%	26,3%	25,9%	11,6%	26,8%	27,7%	12,1%	1,3%
Margen neto	13,9%	12,9%	10,3%	14,5%	15,8%	18,4%	16,2%	4,2%	15,0%	18,6%	33,8%	3,8%

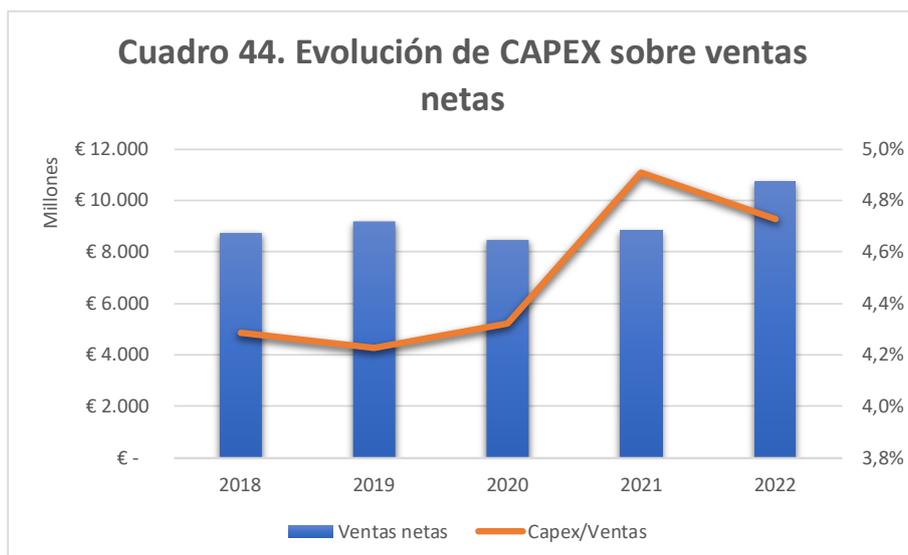
Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters y Pernod Ricard, FY22 Sales & Results



#### 5.1.4. Evolución de CAPEX

Durante los últimos 5 años fiscales, la inversión en Capex en términos absolutos se ha incrementado levemente, pasando de € 374 millones en el año 2018 a € 506 millones en el ejercicio 2022, lo cual implica un crecimiento de 35,3% punta a punta, con CAGR de 8,8%. Es importante observar que la variación de las inversiones de CAPEX para este período fue mayor que la variación de las Ventas netas (22,7%).

Sin embargo, para el período de análisis se observa que la evolución del ratio de CAPEX sobre ventas netas presenta cierta estabilidad, con un marcado piso sobre el 4%, y habiendo alcanzado un máximo de 4,9% en el ejercicio 2021:



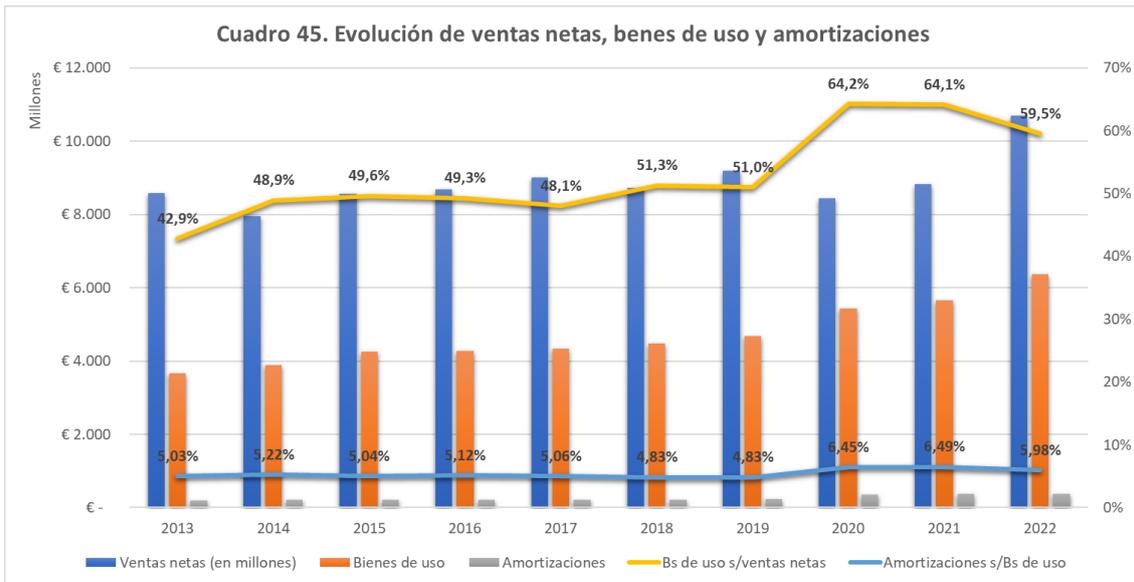
En función a lo expuesto en el último documento enviado a los accionistas e inversores presentando el cierre de ejercicio fiscal 2022, el management de compañía anunció que a partir del ejercicio 2023 elevará el ratio de CAPEX sobre Ventas netas a 7%<sup>61</sup>, con el objetivo de ampliar inversiones destinadas a reducir la huella de carbono de Pernod Ricard. Dichas inversiones tendrán por objetivo modernizar la estructura productiva de viñedos y optimizar las plantas para reducir al mínimo la cantidad de desechos producidos.

### 5.1.5. Evolución de amortizaciones

Para analizar la evolución de las amortizaciones, es necesario analizar también la evolución que tuvo la partida bienes de uso, perteneciente al activo no corriente.

En función a la información expuesta en el estado de situación patrimonial, se observa que los bienes de uso se incrementan un 73% (CAGR 8%) durante los últimos 10 ejercicios fiscales, apalancados fundamentalmente en la estrategia de CAPEX y en la modernización de edificios, maquinarias y viñedos. Entendiendo que para el mismo período las ventas se incrementaron 25%, la participación de la partida bienes de uso sobre ventas netas se incrementó en los últimos ejercicios, como se observa en el cuadro 45 a continuación:

<sup>61</sup> Fuente: Pernod Ricard (2022). Universal registration document, pág.131.



De manera similar, las amortizaciones se incrementan en 106% durante el período 2013-2022, a un CAGR de 12%. Sin embargo, su participación sobre la partida bienes de uso se mantiene estable para el período de análisis, oscilando entre el 5% y 6,5%. En los ejercicios 2020, 2021 y 2022, se ve un marcado incremento de la partida de bienes de uso, y en consecuencia en los demás ratios exhibidos. Como se explicó en la sección anterior, esto está directamente relacionado con el incremento de CAPEX que tuvo la compañía durante esos 3 años. Estas inversiones estuvieron fuertemente influenciadas por la compra de un edificio corporativo en el centro de París, y mejoras en la tecnología de las destilerías.

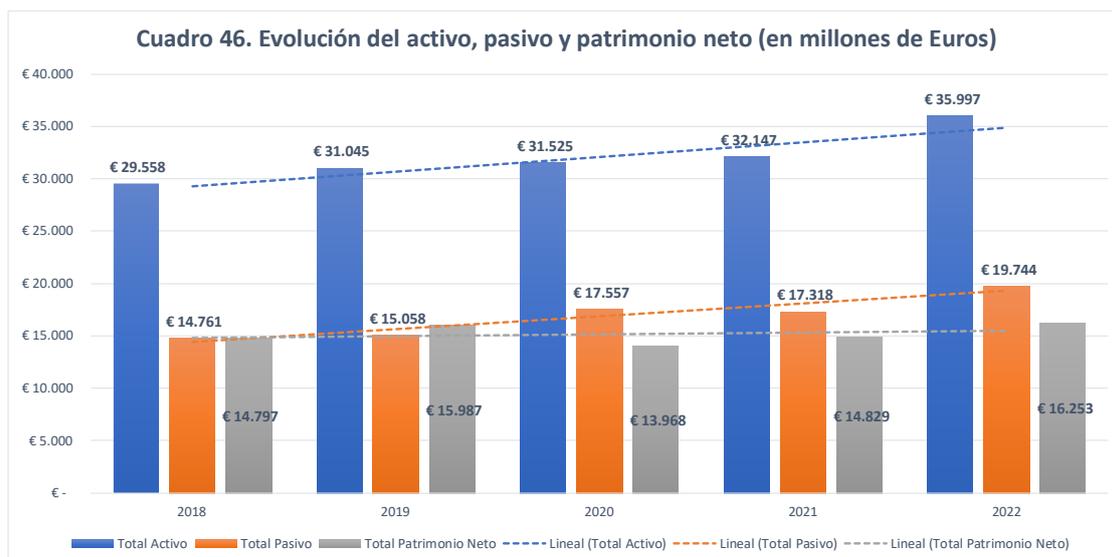
## 5.2. Evolución del estado de situación patrimonial

En relación al análisis de los estados contables, a continuación se expone la evolución del estado de situación patrimonial de Pernod Ricard. Para el período que abarca los últimos 5 años fiscales, se observa un incremento del activo de 22% a un CAGR de 5%. Como consecuencia directa del apalancamiento financiero, el pasivo se incrementa 36% a un CAGR de 8%, y el patrimonio neto se incrementa 10% con CAGR 2%:

Tabla 8. Evolución de los estados contables (en millones de €)

Año fiscal	2018	2019	2020	2021	2022	Δ FY22-18	CAGR 2022-2018
Total Activo	€ 29.558	€ 31.045	€ 31.525	€ 32.147	€ 36.012	22%	5%
Total Pasivo	€ 14.761	€ 15.058	€ 17.557	€ 17.318	€ 19.759	34%	8%
Total Patrimonio Neto	€ 14.797	€ 15.987	€ 13.968	€ 14.829	€ 16.253	10%	2%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters y Pernod Ricard, FY22 Sales & Results



En la tabla 9 se expone el balance consolidado al cierre del ejercicio fiscal 2022 de Pernod Ricard. A la hora de analizar los activos no corrientes, en primer lugar, llama la atención el tamaño y el peso que tiene sobre el total activo el rubro “bienes intangibles y llaves de negocio” (mencionados en el balance como “goodwill<sup>62</sup>”). Este rubro se incrementa cada vez que la compañía adquiere una marca, y en este sentido, como se vio en la sección “4.1. Historia”, Pernod Ricard apalancó su crecimiento en la adquisición de distintas destilerías. La partida explica el 49% del activo total.

Con respecto a los activos corrientes, la partida “inventarios” es la segunda en importancia dentro del activo total. Esto se debe a los requerimientos de capital de trabajo que tiene la compañía, directamente relacionados con el producto que mantiene en añejamiento (sobre todo whisky, coñac y algo de ron). Dado que la compañía prioriza el segmento premium dentro de su estrategia competitiva (como se vio en la sección “4.4. Portafolio”, los productos que se perfilan para este segmento requieren acreditar determinados años de añejamiento, que a su vez incrementa el peso del rubro “producto añejado en preparación”.

Se observa que estos dos factores tienen estricta incidencia en la baja performance del ROA de Pernod Ricard con respecto a sus competidores, como se detallará más adelante en la sección “5.3. Indicadores financieros”.

Con respecto al pasivo, el rubro que mayor incidencia tiene es la deuda financiera de largo plazo. No obstante, los niveles de cobertura de intereses con respecto al EBIT y el ratio Deuda/Capital tienen valores conservadores en comparación a sus principales

<sup>62</sup> En términos contables, se entiende por goodwill al intangible que determina el valor inmaterial de una compañía.

competidores. Estos puntos también se analizarán en la sección “4.3. Indicadores financieros”.

Tabla 9. Estado de situación patrimonial al cierre del año fiscal 2022

Activo (valores netos, en millones €)	30/06/2021	30/06/2022	Δ 22-21	Pasivo y patrimonio neto (valores netos, en millones de €)	30/06/2021	30/06/2022	Δ 22-21
<b>Activos no corrientes</b>				<b>Patrimonio de los accionistas del grupo</b>	€ 14.829	€ 15.944	7,52%
Bienes intangibles y llave de negocio (*)	€ 16.230	€ 17.657	8,79%	Intereses no controlados (*)	€ 246	€ 309	25,61%
Propiedades, Plantar, Maquinarias e Inversiones de largo plazo	€ 3.963	€ 4.600	16,07%	Atribuible a intereses minoritarios	€ 13	€ 35	169,23%
Activos por impuestos diferidos	€ 1.623	€ 1.844	13,62%	<b>Total patrimonio de los accionistas</b>	€ 15.075	€ 16.253	7,81%
<b>Total activos no corrientes</b>	€ 21.816	€ 24.101	10,5%	Provisiones no corrientes y pasivos por impuestos diferidos	€ 3.555	€ 3.818	7,40%
<b>Activos corrientes</b>				Bonos no corrientes (deuda financiera)	€ 8.787	€ 9.238	5,13%
Inventarios	€ 6.555	€ 7.369	12,42%	Pasivos por arrendamientos no corrientes (*)	€ 405	€ 400	-1,23%
Producto añejado en preparación	€ 5.373	€ 5.732	6,68%	Pasivos financieros no corrientes e instrumentos derivados	€ 108	€ 197	82,41%
Producto no añejado en preparación	€ 84	€ 91	8,33%	<b>Total pasivo no corriente</b>	€ 12.854	€ 13.653	6,22%
Producto terminado & otros	€ 1.098	€ 1.546	40,80%	Provisiones corrientes	€ 163	€ 150	-7,98%
Cuentas a cobrar	€ 1.126	€ 1.388	23,27%	Cuentas a pagar operativas	€ 2.337	€ 3.019	29,18%
Cuentas a cobrar comerciales	€ 1.080	€ 1.320	22,22%	Otras cuentas a pagar operativas	€ 1.134	€ 1.311	15,61%
Otras cuentas a cobrar	€ 46	€ 68	47,83%	Otras deudas operativas	€ 724	€ 799	10,36%
Otros activos corrientes	€ 413	€ 436	5,57%	Acreedores corrientes tangibles/intangibles	€ 410	€ 513	25,12%
Otros activos corrientes operativos	€ 408	€ 430	5,39%	Impuestos a pagar	€ 282	€ 263	-6,74%
Activos corrientes tangibles/intangibles	€ 6	€ 6	0,00%	Bonos corrientes	€ 70	€ 842	1102,86%
Impuestos - Cuentas por cobrar	€ 141	€ 145	2,84%	Pasivos por arrendamientos corrientes	€ 103	€ 107	3,88%
Caja y equivalentes	€ 2.086	€ 2.559	22,67%	Pasivos financieros corrientes e instrumentos derivados	€ 128	€ 415	224,22%
<b>Total activo corriente</b>	€ 10.321	€ 11.896	15,26%	<b>Total pasivo corriente</b>	€ 4.218	€ 6.107	44,78%
Activos a la venta	€ 11	€ 15	36,36%	Pasivos a la venta	€ -	€ -	-
<b>Total activo</b>	€ 32.147	€ 36.012	12,02%	<b>Total patrimonio neto y pasivo</b>	€ 32.147	€ 36.012	12,02%

Fuente: elaboración propia en base a Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

### 5.2.1. Activo no corriente

En el caso de Pernod Ricard, los rubros que componen al activo no corriente son: propiedades, edificios y plantas, goodwill, intangibles, inversiones de largo plazo y otros activos de largo plazo.

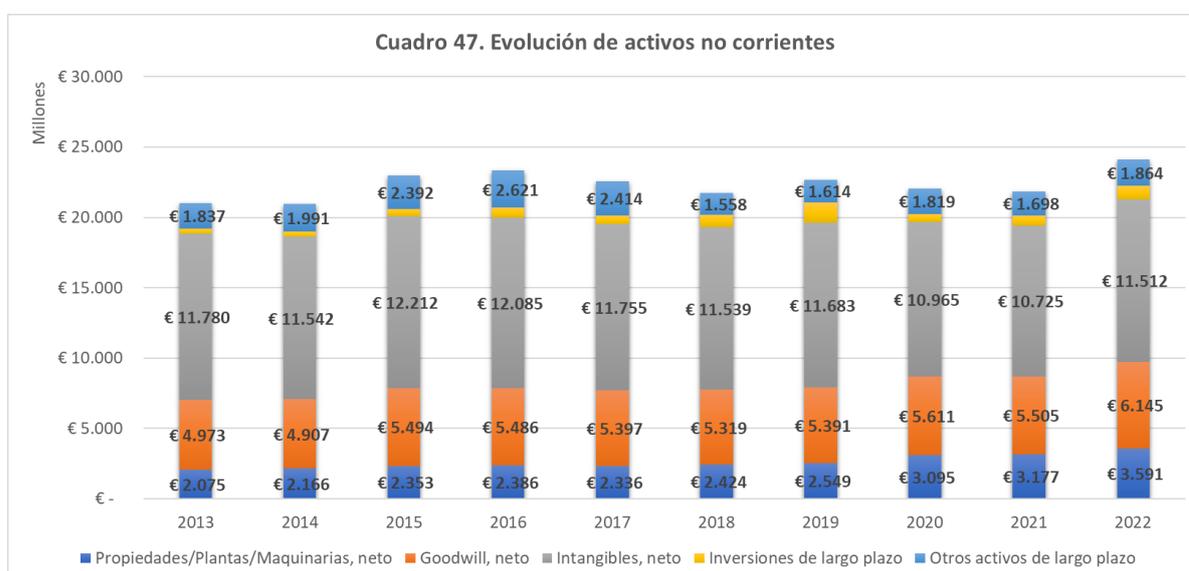
La primera partida con mayor peso dentro de los activos no corrientes se refiere a los bienes intangibles, que representan un 48%. Esta partida incluye el valor de las principales marcas de la compañía, que se consideran activos con vida ilimitada.

La segunda partida en importancia es goodwill o más comúnmente conocido como “llave de negocio”, y también se refiere a un activo intangible pero que se origina como consecuencia de adquisiciones de otras compañías (y a su grupo de marcas). En el caso de Pernod Ricard, el saldo de la partida goodwill se origina a partir de la adquisición de

Allied Domecq en 2005 y de Vin&Spirit (Absolut vodka) en 2008. Esta partida representa un 25% sobre el activo no corriente.

La totalidad del activo no corriente presenta un incremento de 15% para el período 2013-2022, a un CAGR de 3%. Al analizar el crecimiento de las distintas partidas, se observa que las variaciones más significativas las tienen goodwill y propiedades, edificios y plantas. La partida goodwill se incrementa un 24% para el período 2013-2022 a un CAGR de 3%, como consecuencia directa de la adquisición de marcas y destilerías según la estrategia de portafolio; y la partida propiedades, edificios y plantas crece 73% para el período 2013-2022 a un CAGR de 8%, por los motivos que ya se mencionaron en la sección “5.1.5. Evolución de amortizaciones”.

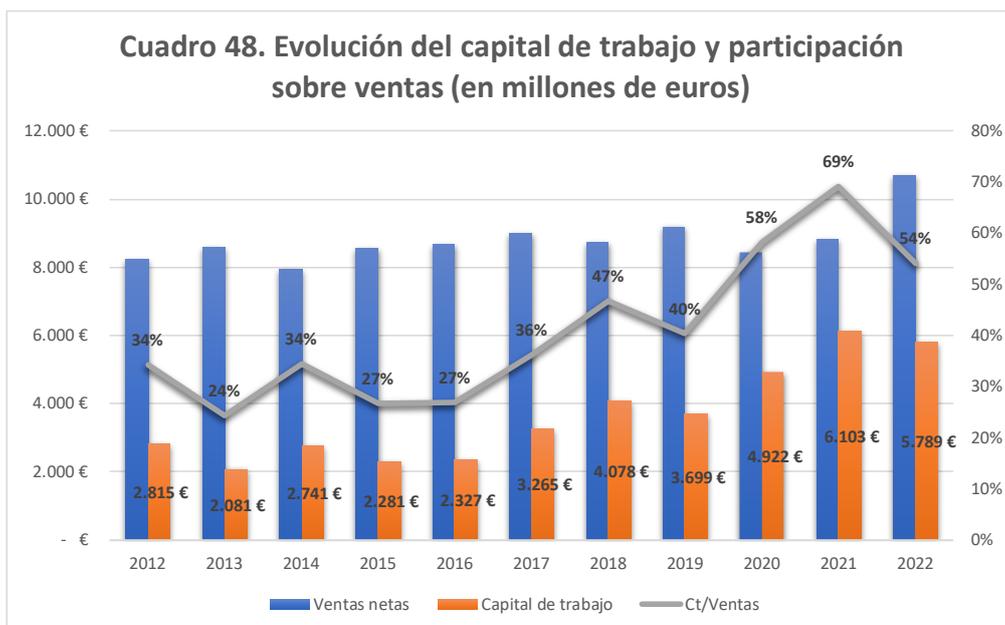
La información de la evolución del activo no corriente se exhibe en el cuadro 47 a continuación:



## 5.2.2. Capital de trabajo

Se entiende por capital de trabajo a los recursos que tiene la compañía destinados al ciclo operativo. Por eso, puede calcularse como la diferencia entre los activos corrientes (inventarios, caja e inversiones operativas y cuentas por cobrar) y los pasivos corrientes (cuentas por pagar). Una manera alternativa de calcular el capital de trabajo es restando las inversiones de corto plazo u operativas a los activos corrientes. En el caso de Pernod Ricard, este método no es de utilidad ya que no posee inversiones de corto plazo.

En el cuadro 48 a continuación se expone la evolución del capital de trabajo de Pernod Ricard durante los últimos años fiscales:



Como se puede observar, el capital de trabajo presenta una variación de 178,2% para el período que va de 2022 a 2013, lo cual se traduce a un CAGR del 19,8%. Si tomamos el promedio de participación sobre las ventas, en los últimos 10 años la participación es de 42% y en los últimos 5 años, de 54%.

Al comparar el peso del capital de trabajo sobre las ventas netas de Pernod Ricard contra otras industrias, el número a priori podría parecer alto. Pero al analizar la composición de los rubros que componen a los activos corrientes (como se vio en la sección “5.2. Evolución del estado de situación patrimonial”), se observa la alta incidencia que tiene el producto en añejamiento. Según las notas a los estados contables<sup>63</sup> del rubro inventarios, la compañía deja en claro que “el 83% del producto en añejamiento corresponde a la producción de whisky y coñac”.

La cantidad de años en añejamiento le agrega calidad al producto terminado y permite competir en segmentos cada vez más premium, que es la estrategia de portafolio que tiene Pernod Ricard.

### 5.2.3. Estructura de pasivos

A continuación se analizará la estructura de pasivos de largo plazo y curva de rendimientos de Pernod Ricard.

<sup>63</sup> Fuente: Pernod Ricard (2022). Universal registration document, pág.221.

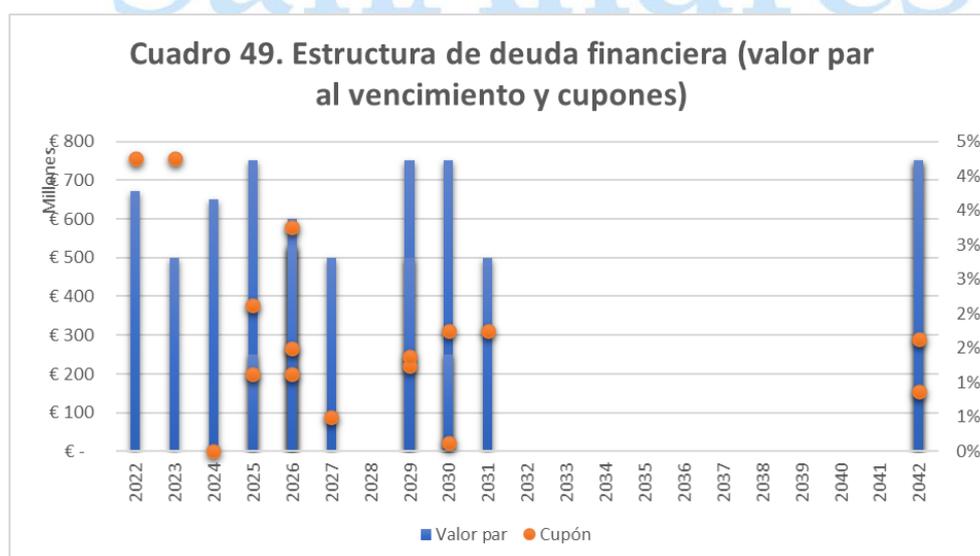
Al cierre del ejercicio 2022, Pernod Ricard contaba con 16 emisiones de deuda financiera por un total de € 9.274 millones, de los cuales el 65% fueron emitidos en esa moneda, y el restante fue emitido en dólares y convertido bajo el tipo de paridad USDEUR de 1,13, según estados contables:

Tabla 10. Estructura de emisiones de deuda financiera

Moneda	Fecha de emisión	Valor par	Cupón	Fecha de Maturity
USD	12/1/2012	USD 800.000.000	4,250%	15/7/2022
EUR	24/10/2019	€ 500.000.000	0,000%	24/10/2023
EUR	29/9/2014	€ 650.000.000	2,125%	27/9/2024
EUR	1/4/2020	€ 750.000.000	1,125%	7/4/2025
EUR	27/4/2020	€ 250.000.000	1,125%	7/4/2025
EUR	17/5/2016	€ 600.000.000	1,500%	18/5/2026
USD	8/6/2016	USD 600.000.000	3,250%	8/6/2026
USD	8/6/2016	USD 600.000.000	3,250%	8/6/2026
EUR	24/10/2019	€ 500.000.000	0,500%	24/10/2027
EUR	7/4/2022	€ 750.000.000	1,375%	7/4/2029
EUR	4/10/2021	€ 500.000.000	0,125%	4/10/2029
EUR	1/4/2020	€ 750.000.000	1,750%	8/4/2030
EUR	27/4/2020	€ 250.000.000	1,750%	8/4/2030
EUR	24/10/2019	€ 500.000.000	0,875%	24/10/2031
USD	12/1/2012	USD 850.000.000	5,500%	15/1/2042
USD	12/1/2012	USD 850.000.000	5,500%	15/1/2042

EUR	6.000.000.000 €	65%
USD > EUR (1,13)	3.274.336.283 €	35%
<b>Total</b>	<b>9.274.336.283 €</b>	<b>100%</b>

En el cuadro 49, se exponen la concentración de vencimientos y los cupones con los que fue emitida cada obligación:



En el cuadro 50 se exhibe la acumulación de vencimientos según valor par por año, y el peso que tiene cada emisión sobre el total de la deuda a la fecha (eje derecho). El

análisis de este gráfico permite concluir que, en términos generales, Pernod Ricard emite obligaciones cuyo peso sobre el total de la deuda, en mayor medida se encuentra entre el 5% y el 8%, es decir, que son vencimientos que no representan grandes erogaciones y permiten mantener estabilidad en el cumplimiento de sus obligaciones:



#### 5.2.4. Acciones en circulación

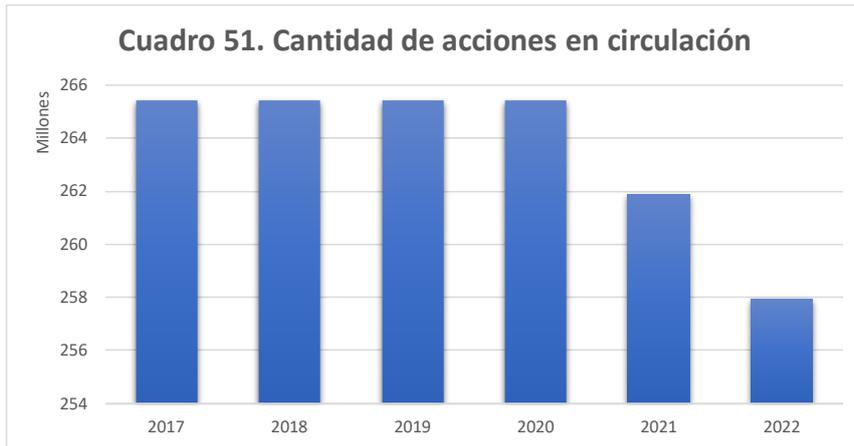
En relación a la cantidad de acciones en circulación, Pernod Ricard mostró estabilidad entre los años fiscales 2017 y 2020, en donde la cantidad de acciones circulantes se mantuvo en el orden de los 265,4 millones.

A partir del año fiscal 2020, la compañía inició un programa de recompra de acciones<sup>64</sup>, con el objetivo de:

- Redistribuir las acciones hacia programas de incentivos para empleados o directivos;
- Redistribuir las acciones de manera gratuita hacia empleados que la compañía busca retener, en función a las políticas de Recursos Humanos;
- Generar un efecto positivo en el precio de mercado de la acción, que le de valor al accionista.

El tope definido por el comité ejecutivo fue del 10% del capital por año, con fecha de vigencia hasta fin del año fiscal 2023, en donde será nuevamente revisado. Más allá de esta definición tomada por los directivos, del 2020 al 2022 se recompraron sólo 2,8% de las acciones en circulación. Esto a priori da a entender que por el momento no hay agresividad en los programas de recompra de acciones desde su lanzamiento en 2020:

<sup>64</sup> Fuente: Pernod Ricard (2022). Universal registration document, pág.93.



### 5.2.5. Dividendos

Con respecto a la distribución de dividendos, el equipo directivo de Pernod Ricard incrementó el pago de dividendos por acción en un 103% durante los últimos 6 años fiscales, a razón de un CAGR de 20,8%. Se exhibe su evolución en el cuadro 52:



### 5.3. Indicadores financieros

A continuación se analizarán los indicadores financieros que se desprenden del análisis de los estados contables de Pernod Ricard. Se analizará la evolución durante los últimos 5 años fiscales y se los comparará con los ratios del grupo de empresas comparables más relevantes de la industria: Diageo, Brown-Forman y Campari.

### 5.3.1. Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez se utilizan comúnmente para medir la capacidad que tiene una firma de cumplir con sus obligaciones financieras de corto plazo. A continuación se exponen los ratios más representativos:

Tabla 11. Indicadores financieros de liquidez

Indicador	Pernod Ricard					Δ 2022-2018	Competidores		
	2018	2019	2020	2021	2022		Diageo	Campari	Brown-Foreman
Liquidez corriente   Activo Cte./Pasivo Cte.	2,09	1,79	2,08	2,45	1,95	-6,7%	1,53	2,02	3,65
Liquidez ácida   (Activo Cte. - Inventarios)/Pasivo Cte	0,63	0,56	0,73	0,89	0,74	17,5%	0,69	1,24	1,89
Ciclo de conversión de caja   Días Inventarios + Días de Ventas - Días a proveedores	433,8	428	489,4	499,4	428,8	-1,2%	319,2	198,4	450,1

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Con respecto a la liquidez corriente, se observa que la misma disminuyó casi un 7% durante los últimos 5 ejercicios fiscales. El indicador deja ver que la compañía tiene 1,95 veces la liquidez necesaria para afrontar sus obligaciones de corto plazo, y no dista demasiado del valor que exhibe Diageo, el competidor más representativo de la industria.

La prueba ácida de liquidez, por su fórmula descuenta los inventarios al activo corriente para dejar estrictamente los activos que son rápidamente convertibles en dinero. En este sentido, se observa en Pernod Ricard una evolución del ratio de 17,5% para los últimos 5 años, nuevamente en línea con Diageo y un poco por debajo de los competidores más pequeños. Puede intuirse que tanto Brown-Forman como Campari tienen una posición de caja y cuentas a cobrar mayor a las que tienen Pernod Ricard y Diageo.

Por último, el ciclo de conversión de caja mide la cantidad de días en que tardan en recuperarse las erogaciones de efectivo que son utilizadas para comprar insumos y transformar los inventarios en mercaderías, que luego se venderán y serán cobrados. Para Pernod Ricard, se observa una correlación de este indicador con el tiempo de añejamiento que tienen sus inventarios en función al portafolio definido. Como se vio en la sección "4.4. Portafolio", Pernod Ricard se focaliza en el segmento premium, motivo por el cual produce y comercializa productos con mayor nivel de añejamiento, en algunos casos, que sus competidores. Al existir diferencias en los portafolios de los competidores y al nivel de precios de sus productos, el análisis del ciclo de conversión de caja es difícil de analizar en términos relativos. No obstante, si puede observarse la leve tendencia bajista que presenta el indicador.

### 5.3.2. Ratios de gestión operativa

Los ratios de gestión operativa miden la eficiencia con la que se manejan las partidas destinadas a la operación de la compañía, es decir, los inventarios, los activos, los acreedores y proveedores.

En la tabla 12 se detallan los ratios más representativos y su fórmula de cálculo:

Tabla 12. Indicadores de gestión operativa

Indicador	Pernod Ricard					Δ 2022-2018	Competidores		
	2018	2019	2020	2021	2022		Diageo	Campari	Brown-Foreman
Rotación de inventario   $CMV/Inventario\ promedio$	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0%	0,9	1,3	0,9
Rotación del activo fijo   $Ventas\ netas/Activo\ fijo\ promedio$	3,66	3,69	2,99	2,81	3,16	-13,7%	2,85	3,6	4,26
Rotación del activo   $Ventas\ netas/Activo\ promedio$	0,29	0,3	0,27	0,28	0,31	6,9%	0,45	0,45	0,61
Días de inventario   $Inventario\ al\ cierre/(CMV/Días\ del\ período)$	574,5	581,6	649,2	659,3	602,7	4,9%	402,6	292,3	423,6
Días de cuentas a cobrar (o ventas)   $Cuentas\ a\ cobrar/(Ventas\ netas/Días\ del\ período)$	60,7	60,8	61,5	58,4	57,9	-4,6%	61,3	55,7	72,9
Días de pago a proveedores   $Cuentas\ a\ pagar/(Compras\ totales/Días\ del\ período)$	201,3	214,3	221,3	218,4	231,8	15,2%	144,6	149,6	46,3

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

En relación a la gestión de los inventarios, se observa en Pernod Ricard que su rotación presenta estabilidad a los largo de los últimos años. Sin embargo, al analizar el mismo ratio de los competidores, llama la atención la diferencia que tiene Pernod Ricard con el resto de las compañías, ya que de mínima todas rotan sus inventarios un 50% más.

En línea con este indicador, los días de inventario crecen un 7% durante el período 2018-2022, y en este punto Pernod Ricard presenta por lo menos un 50% más de días de inventario que sus competidores. Creemos que para los ratios relacionados a los inventarios, existe una correlación directa con el tiempo de añejamiento que requieren algunos de los productos que conforman su portafolio (este punto también se analizó en la sección “5.2.2 Capital de trabajo”).

La rotación del activo fijo mide la cantidad de veces que la compañía rota su activo no corriente durante un ejercicio. Se observa que si bien Pernod Ricard baja la rotación de su activo fijo un 13,7% para el período 2018-2022, de todos modos se mantiene en el promedio de sus competidores. Al analizar la evolución del activo fijo en la sección “5.2. Evolución del estado de situación patrimonial”, se observa que gran parte del incremento del activo fijo se dio por la variación que tuvo la partida “bienes intangibles y llave de negocio”, como consecuencia de las últimas adquisiciones que realizó Pernod Ricard.

En relación al anterior indicador, se observa que Pernod Ricard rota su activa 0,31 veces en función al ratio del el año fiscal 2022. Nuevamente, los competidores exhiben

ventajas en este sentido, rotando su activo promedio por lo menos un 50% más que Pernod Ricard.

Por último, al analizar la gestión de la caja operativa de Pernod Ricard durante los últimos 5 años, se observa que la compañía disminuyó el tiempo que tarda en cobrar sus ventas en 4,6% y aumentó en un 15,2% el plazo en que paga a sus proveedores. En ambos ratios, se observa que Pernod Ricard tiene una amplia ventaja con respecto a sus competidores, sobre todo en los días de pago a proveedores, con una diferencia de por lo menos 80 días más que el resto de sus competidores.

### 5.3.3. Ratios de apalancamiento

Los ratios de apalancamiento permiten medir la proporción de la deuda contra los componentes del balance y también contra los del estado de resultados, para entender su magnitud y la capacidad de repago que tiene la misma en función a los resultados de la compañía.

Se exhiben a continuación los principales ratios de apalancamiento:

Tabla 13. Indicadores de apalancamiento

Indicador	Pernod Ricard					Δ 2022-2018	Competidores		
	2018	2019	2020	2021	2022		Diageo	Campari	Brown-Foreman
Apalancamiento financiero   Activo/PN	2	1,94	2,26	2,17	2,26	13,0%	4,68	2,15	2,33
Deuda sobre el capital   Pasivo no corriente/PN	0,52	0,47	0,75	0,65	0,7	34,6%	2,12	0,65	0,83
Cobertura de deuda   Deuda neta/EBITDA	2,85	2,45	2,86	2,89	2,37	-16,8%	2,45	1,72	1,1
Cobertura de intereses   EBIT/Intereses deuda largo plazo	6,7	7,7	6,2	8,7	12,2	82,1%	10,1	16,2	14,7

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Con respecto al apalancamiento financiero, se observa que Pernod Ricard lo incrementó en 13% durante los últimos 5 años fiscales, pero se mantiene en niveles bajos al compararlo contra sus competidores, sobre todo contra Diageo.

Como consecuencia del efecto apalancamiento, la proporción de la deuda no corriente sobre el capital se ha incrementado un 34,6% para el período de análisis, y de la misma forma se mantiene en línea con el de sus competidores, salvo con respecto a Diageo que exhibe un ratio mayor. En función a estos dos indicadores, se puede concluir que Diageo tiene un nivel de apalancamiento financiero bastante mayor al resto de las empresas comparables.

La cobertura de la deuda neta es un ratio que toma la totalidad de la deuda, le descuenta la caja disponible y se la divide por el EBITDA, para entender en cuántos ejercicios la empresa podría cubrir la totalidad de sus obligaciones financieras. En este sentido, como consecuencia de la buena performance del margen de EBITDA que tuvo

Pernod Ricard en los últimos ejercicios, se observa que el ratio disminuye casi un 17% para el período de análisis y tiene tendencia a disminuir. A partir de esto se confirma que Pernod Ricard cuenta con un nivel de apalancamiento saludable y robustez en su negocio para afrontar sus obligaciones. Este ratio se encuentra en línea al de Diageo y por encima del resto de los competidores, que como se ha visto, exhiben un nivel de apalancamiento menor.

Por último, el ratio EBIT sobre intereses o cobertura de intereses mide la cantidad de pagos que de intereses sobre la deuda que la compañía podría cubrir con su resultado operativo, da información acerca de la salud financiera de la misma.

Para el período de análisis, se observa que Pernod Ricard incrementó su ratio de cobertura de intereses en un 82%, y se encuentra por encima del ratio de Diageo y levemente por debajo de Campari y Brown-Forman.

#### 5.3.4. Ratios de rentabilidad

A continuación en la tabla 14 se exhiben la evolución de los ratios de rentabilidad de Pernod Ricard para el período 2018-2022 y la de las empresas comparables:


Universidad de  
 Tabla 14. Indicadores de rentabilidad

Indicador	Pernod Ricard					Δ 2022-2018	Competidores		
	2018	2019	2020	2021	2022		Diageo	Campari	Brown-Forman
Margen bruto   (Ventas netas - CMV)/Ventas netas	60,6%	61,5%	60,2%	60,0%	60,5%	-0,2%	61,3%	59,7%	60,8%
Margen de EBITDA   EBITDA/Ventas netas	29,8%	30,2%	31,2%	31,3%	31,8%	6,7%	34,8%	23,0%	32,6%
Margen operativo   EBIT/Ventas netas	26,3%	25,9%	11,6%	26,8%	27,7%	5,3%	28,2%	18,5%	30,6%
Margen neto   Resultado neto/Ventas netas	18,4%	16,2%	4,2%	15,0%	18,6%	1,1%	21,6%	13,0%	21,3%
ROA   Resultado neto/Activo	5,3%	4,7%	1,0%	4,1%	5,9%	10,6%	9,7%	5,9%	13,0%
ROE   Resultado neto/PN	11,1%	9,5%	2,2%	9,1%	13,2%	18,9%	45,4%	12,6%	30,3%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Para comenzar, el margen bruto exhibe estabilidad durante los últimos 5 años, manteniéndose alrededor del 60% y en línea con el resto de sus competidores. El margen de EBITDA presenta tendencia levemente positiva y aumenta un 6,7% durante el período de análisis, logrando su máximo valor histórico de 31,8% en el año fiscal 2022. Este indicador está levemente por debajo del de Diageo y Brown-Forman y por encima de Campari.

Continuando con el margen operativo, se incrementa un 5,3% durante el período de análisis y en menor medida que el margen de EBITDA por el impacto que tuvo el COVID-19 en las ventas de 2020 y 2021. Al igual que con el margen de EBITDA, el margen operativo se comporta levemente por debajo de los ratios de Diageo y Brown-Forman y

por encima de Campari.

Por último, el margen neto presenta cierta estabilidad para el período de análisis, pero es importante observar el impacto que tuvo la pandemia en el año fiscal 2020, y la recuperación que exhibieron todos los márgenes los años fiscales siguientes, para recuperar los valores exhibidos antes de la pandemia COVID-19. El margen neto de Pernod Ricard Vuelve a estar levemente por debajo del de Diageo y Brown-Forman, y por encima de Campari.

Para profundizar la lectura del ROA y ROE, se abarcarán desde la perspectiva del análisis financiero DuPont<sup>65</sup>, del cual se desprende que:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} \quad \text{y} \quad ROE = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Tanto el ROA como ROE son dos indicadores muy importantes de la rentabilidad de una compañía. Mientras el ROA se enfoca en la rentabilidad del activo y supone la eficiencia con que se gestiona el mismo, el ROE le suma el efecto expansivo que tiene el apalancamiento financiero. Siempre es deseable que el ROE sea mayor al WACC<sup>66</sup>.

En función a la información previamente expuesta en la tabla 14 se observa que Pernod Ricard exhibe un incremento de 10,6% del ROA para el período 2018-2022, finalizando en 5,9% el último año fiscal. Sin embargo, al comparar este número contra el de sus competidores, resulta mucho menor; en función a lo expuesto previamente en esta sección, se observa el impacto que tiene la gestión de ciertos rubros del activo, tales como los días de inventario y la rotación del activo total, sobre la rentabilidad de los recursos de la compañía.

Con respecto al ROE, Pernod Ricard lo incrementa en un 18,9% para el período 2018-2022, alcanzando 13,2% el último año fiscal, y creciendo de manera similar a lo que crece su apalancamiento financiero para el mismo período. Al igual que con al ROA, el ROE de Pernod Ricard sigue manteniéndose muy por debajo del resto de sus competidores, en línea con las decisiones de apalancamiento que cada compañía tiene.

---

<sup>65</sup> El índice Dupont es un ratio que combina los principales indicadores financieros, con el fin de determinar la eficiencia con la que una compañía está gestionando sus activos, su capital de trabajo y su apalancamiento financiero.

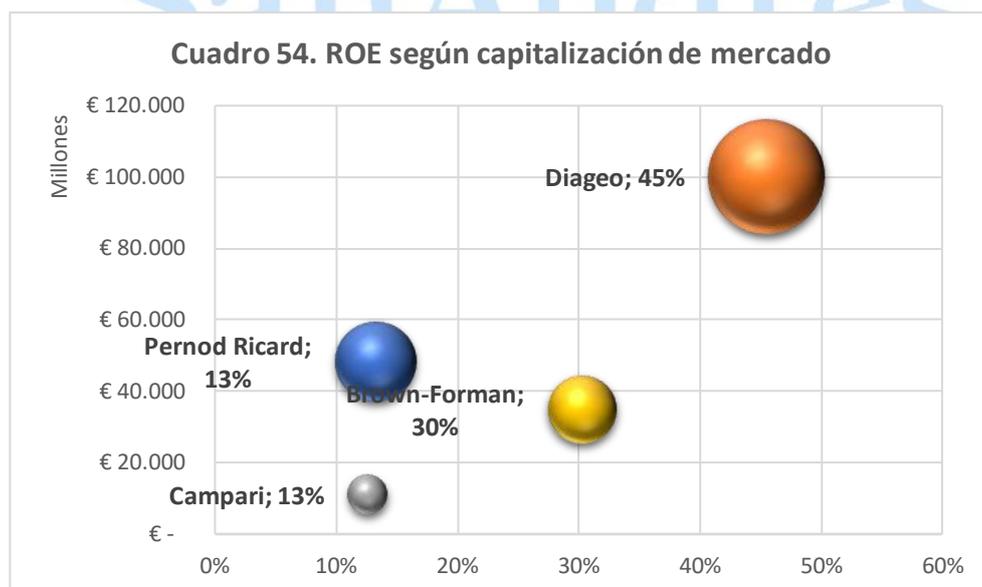
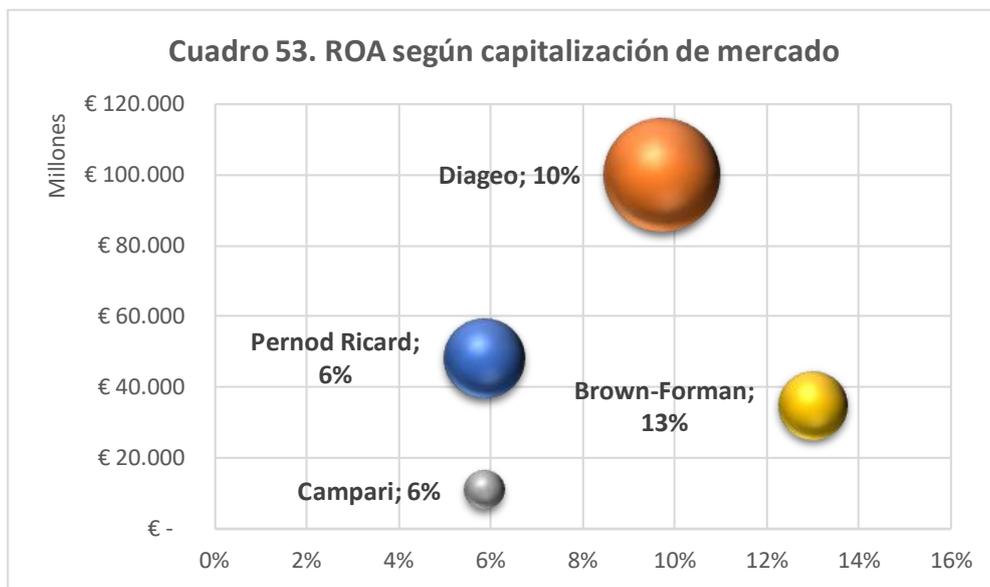
<sup>66</sup> Por sus siglas en inglés “weighted average cost of capital”, que sería el costo promedio del capital propio.

A continuación se exhibe información referida a la descomposición del ROE según DuPont, y dos gráficos que exhiben ROA y ROE según capitalización de mercado:

Tabla 15. ROA y ROE según capitalización de mercado

Compañía	Capitalización de mercado	ROA	ROE
Pernod Ricard	€ 48.249.052.753	6%	13%
Diageo	€ 100.172.279.452	10%	45%
Campari	€ 10.939.509.018	6%	13%
Brown-Forman	€ 34.707.523.822	13%	30%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg



## 6. Valuación del capital accionario de Pernod Ricard

### 6.1. Valuación por método flujo de fondos descontados (DCF)

#### 6.1.1. Marco teórico

En la siguiente sección, se llevará a cabo la valuación del capital accionario de Pernod Ricard a través del método de flujos de fondos descontados o más conocido como DCF<sup>67</sup>.

Según A. Damodaran<sup>68</sup>, el método DCF intenta calcular el valor intrínseco del activo, a través del cálculo del valor presente de los flujos de caja futuros, descontados a una tasa que replicará la estructura de capital, y que intentará compensar el riesgo que conlleva la inversión en el activo.

El método DCF parte de la siguiente expresión (Damodaran, 1995):

$$\sum_{i=1}^n \frac{FFLi}{(1+WACC)^i} + \frac{VT}{(1+WACC)^n}$$

En donde n son los períodos de vida del activo, FFLi son los flujos de fondos para un período n, WACC es la tasa de descuento utilizada para calcular el valor presente y VT es el valor terminal de la perpetuidad.

La valuación por método DCF implica tres procesos:

- 1- Estimación de la tasa de descuento: la tasa aplicable para descontar los flujos de fondos será el WACC, que intenta reflejar el costo de oportunidad para los proveedores de capital, en función a la estructura de capital que tiene la compañía.

Para ello, en primer lugar se calculará el costo del capital propio, a través de la utilización del modelo CAPM<sup>69</sup>. En segundo lugar, se calculará el costo de la deuda, que surge de obtener la tasa a la cual la compañía podría colocar deuda en el mercado.

---

<sup>67</sup> Se refiere a “discounted cashflows”, por sus siglas en inglés.

<sup>68</sup> Fuente: Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.

<sup>69</sup> Se refiere a “capital asset pricing model”, por sus siglas en inglés. Modelo de valuación de activos financieros desarrollado por William Sharpe en el año 1964.

2- Estimación del flujo de caja libre (o “free cashflow to firm<sup>70</sup>” por sus siglas en inglés): se entiende por flujo de caja libre a la ganancia operativa luego de impuestos, más las depreciaciones y menos las inversiones de capital. Es el remanente de dinero que queda disponible tanto para el capital como para la deuda.

El proceso de estimación de flujos de fondos tiene cierta complejidad debido a que nadie sabe a ciencia cierta qué puede pasar con los flujos de una compañía a futuro, en función a los riesgos que esta enfrenta.

3- Estimación del horizonte temporal y cálculo del valor terminal: calcular la estimación de flujos de fondos a partir de determinada cantidad de tiempo tiene mucha complejidad y puede tener amplio margen de error. Para ello, se introduce el concepto de valor terminal o residual, que establece que a partir de determinada cantidad de tiempo, el valor residual de la empresa será igual a todos los flujos de caja infinitos, dividida por una tasa de crecimiento anual constante.

### 6.1.2. Estimación de la tasa de descuento (WACC)

El costo promedio ponderado (o WACC por sus siglas en inglés) es la tasa de descuento que refleja el retorno que será exigido a una inversión en función a su riesgo implícito, y que será utilizada para descontar los flujos de fondos proyectados. Esta tasa de descuento contempla la estructura de capital definida para la compañía, y el beneficio del escudo fiscal para la proporción financiada con deuda. La expresión es la siguiente:

$$WACC = K_e \times \left( \frac{E}{D+E} \right) + K_d \times (1 - t) \times \left( \frac{D}{D+E} \right)$$

En donde:

$K_e$ : costo del capital propio

$K_d$ : costo de la deuda

T: tasa de impuesto corporativo

---

<sup>70</sup> Se refiere a la disponibilidad de caja libre por operaciones, luego de cubrir gastos, amortizaciones, impuestos, requerimientos de capital de trabajo e inversiones de capital.

### 6.1.3. Cálculo de la estructura de capital

Para determinar la estructura de capital de Pernod Ricard, se calculó la capitalización de mercado del paquete accionario en función al precio de la acción al cierre de cada ejercicio, multiplicado por la cantidad de acciones en circulación. Al precio de la capitalización de mercado se le sumó la deuda financiera a valor de libros y neta de caja, para obtener el enterprise value<sup>71</sup>, y sobre el mismo se calculó la participación de tanto del equity como de la deuda:

Tabla 16. Estructura de capital (al cierre de año fiscal)

Año fiscal	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cantidad de acciones (en millones)	265.421.592	265.421.592	265.421.592	265.421.592	26.187.656	257.947.355
Precio de la acción	€ 100	€ 117	€ 140	€ 162	€ 140	€ 175
Market Cap. (en millones)	€ 26.569	€ 31.121	€ 37.132	€ 43.012	€ 36.637	€ 45.218
Deuda financiera (valor de libros)	€ 7.380	€ 7.240	€ 6.434	€ 8.791	€ 8.895	€ 9.417
Caja y equivalentes	€ 677	€ 754	€ 923	€ 1.935	€ 2.078	€ 2.527
Deuda neta (valor de libros)	€ 6.703	€ 6.486	€ 5.511	€ 6.856	€ 6.817	€ 6.890
Enterprise value	€ 33.272	€ 37.607	€ 42.643	€ 49.868	€ 43.454	€ 52.108

Market Cap.	80%	83%	87%	86%	84%	87%
Deuda neta (valor de libros)	20%	17%	13%	14%	16%	13%
Enterprise value	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Según la información expuesta, se observa una marcada disminución de la participación a través de la emisión de deuda, en contraposición al aumento de participación del equity.

En función a lo anterior, para la valuación se asume estructura de capital que exhibió Pernod Ricard al cierre del año fiscal 2022.

### 6.1.4. Cálculo de Costo del Equity (Ke)

El costo del equity es la tasa de retorno demandada por los accionistas para una inversión. Según A. Damodaran<sup>72</sup>, esta definición lleva implícita dos problemas: en primer lugar, este es un costo implícito y que no puede observarse, y en segundo lugar, esta tasa de retorno no necesariamente tiene que ser compartida por todos los accionistas, ya que todos pueden tener distinta aversión al riesgo y en función de eso,

<sup>71</sup> Se refiere al valor de una empresa como un negocio entero, es decir que tiene en cuenta tanto el valor de su paquete accionario, como el valor de su deuda a precios de mercado y neta de caja.

<sup>72</sup> Fuente: Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.

demandar distintos retornos.

Dado que el retorno esperado es una variable desconocida, se utilizan métodos de valuación de activos financieros para transformar riesgo en retornos esperados.

El modelo más utilizado para valuación de activos financieros es el CAPM, que sostiene el retorno esperado de un activo es igual a la tasa libre de riesgo, más el coeficiente beta del activo multiplicado por la prima de riesgo de mercado. La estructura es la siguiente:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

En donde:

$E(R_i)$ : retorno esperado del activo  $i$  (a los efectos de la valuación, será el costo del equity).

$R_f$ : se entiende por “risk free” a la tasa libre de riesgo de los bonos soberanos.

$\beta$ : es una medida de riesgo que representa la sensibilidad del precio de un activo frente a cambios en el precio del portafolio de mercado.

$E(R_m)$ : retorno esperado del portafolio de mercado.

$[E(R_m) - R_f]$ : representa la prima de riesgo de mercado (o “equity risk premium” por sus siglas en inglés).

La utilización del CAPM para el cálculo del costo del capital propio tiene 2 pasos:

- Cálculo del beta: según A. Damodaran<sup>73</sup>, en el mundo del CAPM, en donde todos los inversores tienen el portafolio que replica al mercado, el riesgo que representa un determinado activo para un inversor, será igual al riesgo que este activo le agrega al portafolio de mercado. Entonces, estadísticamente hablando, la mejor manera de medir el riesgo adicional que agrega un activo al portafolio de mercado es calculando la covarianza de ese activo contra el portafolio de mercado, y dividiéndolo por la varianza del portafolio de mercado:

$$\text{Beta de un activo } i = \frac{\text{Covarianza del activo } i \text{ con el portafolio de mercado}}{\text{Varianza del portafolio de mercado}}$$

- Cálculo de la prima de riesgo de mercado: la prima de riesgo de mercado se entiende como el retorno adicional por encima del retorno ofrecido por el activo libre de riesgo, que exigirán los inversores a un determinado activo.

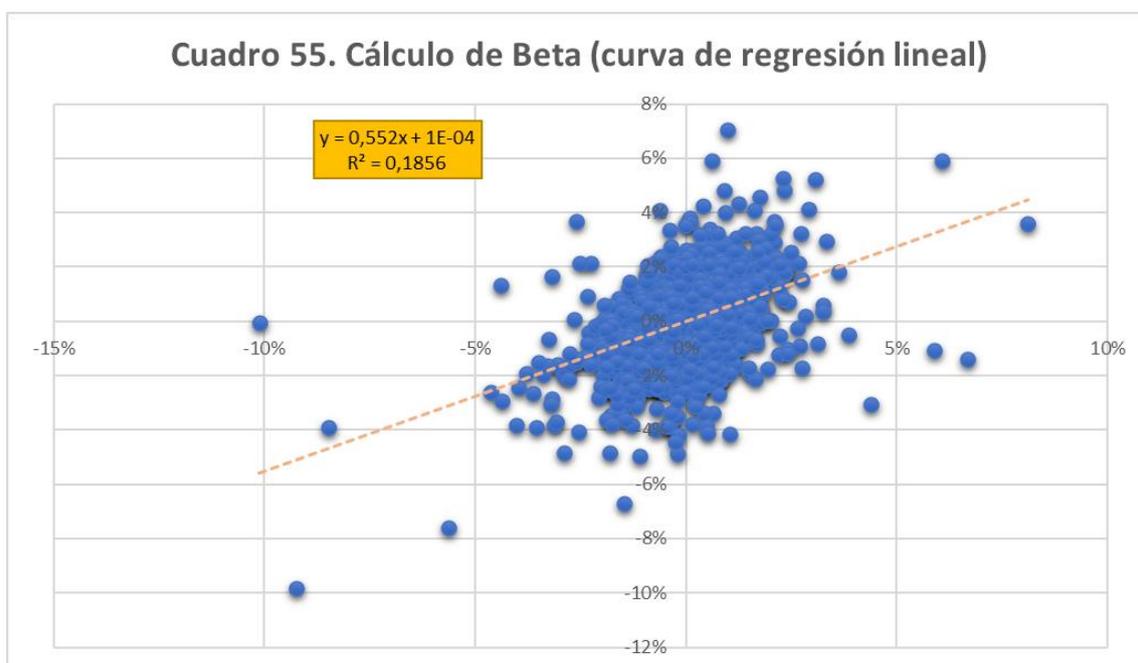
---

<sup>73</sup> Fuente: Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.

El coeficiente Beta en valuación de activos financieros se calcula como la regresión lineal entre la variable explicativa (representada por el activo que replica al portafolio de mercado), y la variable explicada (los rendimientos de la acción de Pernod Ricard).

Teniendo en cuenta que Pernod Ricard tiene sus ventas homogéneamente distribuidas a lo largo de todo el mundo (tal como se explicó en la sección “5.1.1. Evolución de las ventas netas”), el activo que elegido para representar al portafolio de mercado es el índice MSCI World Index<sup>74</sup> (MXWO) en Euros (para tener la misma moneda con la que Pernod Ricard consolida sus resultados).

Para calcular el beta, se tomaron los retornos diarios de ambos activos de los últimos 10 años, con las fechas unificadas (hay pocos días del año en que el ticker de Pernod Ricard no operó por festividades de Francia). El beta obtenido es de **0,5519**, como se expone en el gráfico 55 a continuación:



A los efectos de interpretar el resultado del Beta obtenido para Pernod Ricard, A. Damodaran<sup>75</sup> si un activo tiene Beta mayor a uno, el activo sobre reaccionará a cualquier movimiento que haya en el mercado (representado por el portafolio de mercado elegido). Si el valor del Beta es igual a 1, se entiende que el activo se comporta con neutralidad, es decir que si el portafolio de mercado tiene movimientos, el activo en cuestión lo hará de la misma manera. Por último, si el Beta es menor a 1, se entiende

<sup>74</sup> Factsheet: <https://www.msci.com/documents/10199/890dd84d-3750-4656-87f2-1229ed5a5d6e>

<sup>75</sup> Fuente: Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.

que ante cambios en el portafolio de mercado, el activo lo hará en menor medida. Los activos con Beta menor a uno suelen ser considerados “defensivos”, y se caracterizan por tener estabilidad, tanto en los precios de su acción como en las variables de su negocio.

Para calcular la prima de riesgo de mercado se resuelve la siguiente ecuación con los valores definidos a continuación:

$$\textit{Prima de riesgo de mercado} = E(R_m) - R_f$$

- $E(R_m)$ : para calcular la esperanza de retorno del portafolio de mercado, se tomaron los retornos promedio aritmético anuales del MSCI World Index en Euros, para el período que va entre 2002 y 2021 (20 años);
- $R_f$ : para calcular la tasa libre de riesgo, se toma como instrumento libre de riesgo para la región europea al swap de tasa de interés EUROLIBOR a 10 años. En rendimiento de este instrumento al 30/6/2022 era de 2,15%.

En la tabla 17 se exhiben los valores obtenidos:

<b>Tabla 17. Estimación prima de riesgo de mercado</b>	
Rendimiento promedio aritmético de MSCI World (en Euros)   período 2002-2021	<b>8,52%</b>
Rendimiento SWAP EUROLIBOR a 10 años (al 30/6/2022)	<b>2,15%</b>
<b>Prima de riesgo de mercado</b>	<b>6,37%</b>

*Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg*

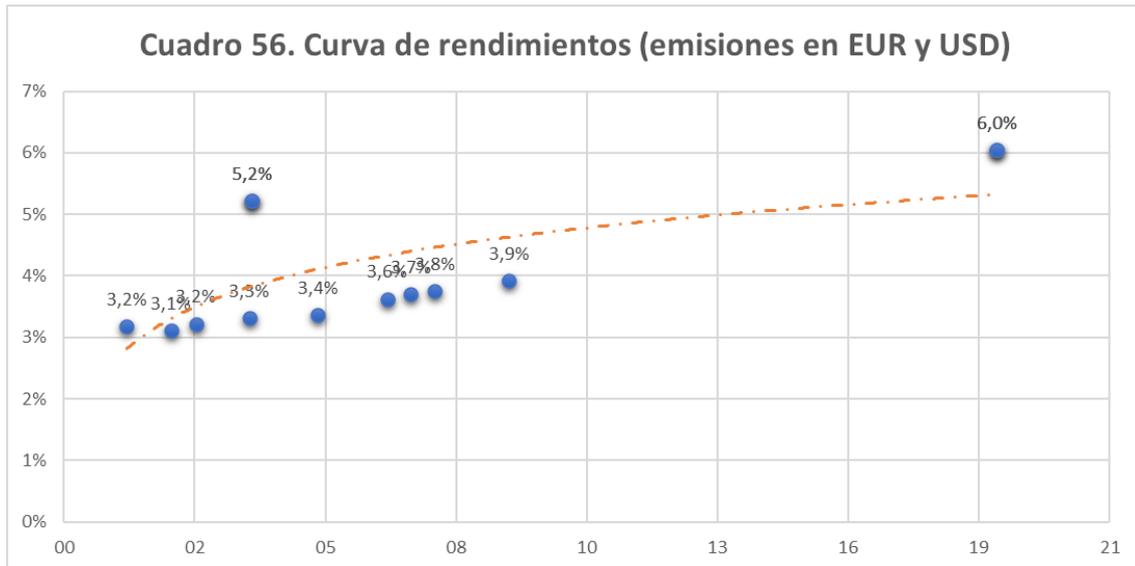
Para finalizar el cálculo del costo del capital propio, se reemplazan los valores obtenidos del Beta y la prima de riesgo de mercado en la ecuación original del CAPM, y se obtiene un valor de **5,67%**:

<b>Tabla 18. Cálculo de <math>K_e</math></b>	
Rendimiento SWAP EUROLIBOR a 10 años (al 30/6/2022)	<b>2,15%</b>
Coefficiente de regresión lineal	<b>0,5520</b>
Prima de riesgo de mercado	<b>6,37%</b>
<b><math>K_e</math></b>	<b>5,67%</b>

*Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg*

### 6.1.5. Cálculo del costo de la deuda (Kd)

Para obtener el costo de la deuda, en primera instancia se calculan los rendimientos (medidos en “yield to maturity<sup>76</sup>”) de toda la estructura de la deuda financiera de Pernod Ricard. La curva de rendimientos de la deuda de Pernod Ricard se exhibe en el cuadro 56 a continuación:



En función a la información expuesta, para el cálculo del costo de la deuda se toma el bono con fecha de vencimiento 24/10/2031, cuyo rendimiento en Euros al 30/6/2022 era de 3,92%.

### 6.1.6. Cálculo del costo promedio de capital (WACC)

Por último, en función a la obtención del costo del capital propio, del costo de la deuda y de la estructura de capital de la compañía mencionados anteriormente, se procede a calcular el WACC según su estructura:

$$WACC = K_e \times \left( \frac{E}{D+E} \right) + K_d \times (1 - t) \times \left( \frac{D}{D+E} \right)$$

$$WACC = 5,67\% \times 86,78\% + 3,92\% \times (1 - 24\%) \times 13,22\%$$

$$WACC = 5,31\%$$

<sup>76</sup> Medida de rendimiento que se obtiene al tener un bono hasta su vencimiento.

Cabe mencionar que la tasa impositiva marginal a aplicar es del 24%, que surge del promedio de tasa impositiva que tuvo la compañía durante los últimos 5 años fiscales. El costo promedio del capital obtenido es de **5,31%**, como se exhibe en la tabla 19 a continuación:

<b>Tabla 19. Cálculo de WACC</b>	
Rendimiento SWAP EUROLIBOR a 10 años (al 30/6/2022)	<b>2,15%</b>
Coefficiente de regresión lineal	<b>0,5520</b>
Prima de riesgo de mercado	<b>6,37%</b>
E/(E+D)	<b>86,78%</b>
<b><i>Ke (ponderado)</i></b>	<b>4,92%</b>
Tasa de rendimiento de bono PR a 10 años (24/10/2031)	<b>3,92%</b>
Tasa impositiva marginal	<b>24,00%</b>
D/(E+D)	<b>13,22%</b>
<b><i>Kd (ponderado)</i></b>	<b>0,39%</b>
<b>Cálculo de WACC</b>	<b>5,31%</b>

Fuente: elaboración propia

### 6.1.7. Estimación de los flujos de fondos libres

Los flujos de fondos libres (o free cashflow por sus siglas en inglés) son la sumatoria de flujos de fondos de la firma, correspondientes tanto a los accionistas como a los acreedores (no tiene reclamos de pago de deuda).

Para calcular el flujo de fondos libre se parte desde el resultado operativo (EBIT), al cual se le resta la tasa de impuesto corporativo correspondiente, se le suman amortizaciones (dado que es un concepto no representa una erogación), y luego se le restan las inversiones de CAPEX y las variaciones de capital de trabajo:

$$FFL = EBIT \times (1 - \text{tasa impositiva}) + \text{Amortizaciones} - \text{Gastos de capital} \pm \Delta \text{Capital de trabajo}$$

En la siguiente subsección, se expondrán los supuestos que se tuvieron en cuenta para la confección del escenario base.

#### 6.1.7.1. Supuestos para la confección del escenario base

A continuación se exponen los supuestos utilizados para proyectar el escenario base.

- o Ventas netas: para la proyección de las ventas, se ponderarán en igual participación el crecimiento de las ventas de los últimos 5 años, y las proyecciones de crecimiento que manifestó el equipo de dirección a los accionistas durante la última reunión de presentación de resultados. Se toman los últimos 5 años porque son más representativos de la coyuntura global y de los cambios de hábitos de consumo de bebidas espirituosas que aceleró la pandemia. Se exhiben los supuestos en la tabla a continuación:

Tabla 20. Crecimiento de ventas según Escenario Base

Premisa	Ponderación	CAGR 2023-2027
Crecimiento PR últimos 5 años	50%	5,7%
Proyección de crecimiento management	50%	7,0%
Proyección de crecimiento E.Base	100%	6,3%

- o Costos variables: como se detalló en la sección “5.1.2 Evolución de los costos”, los costos variables durante los últimos 10 años se incrementaron en 125 puntos básicos por encima del incremento de ventas. En línea con la coyuntura de inflación global, se asume que durante los próximos 5 años fiscales los costos variables se incrementarán en la misma proporción sobre las ventas netas, para luego estabilizarse en el ratio de 41% sobre ventas. En la tabla 21 se exhibe la proyección de costos variables sensibilizada:

Tabla 21. Incremento de costos variables proyectados para 2023 a 2025 (escenario base)

Año fiscal	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas proyectadas	€ 10.701	€ 11.548	€ 12.462	€ 13.448	€ 14.512	€ 15.660
Costos variables	-€ 4.228	-€ 4.547	-€ 4.891	-€ 5.260	-€ 5.657	-€ 6.084
Variación costos variables contra año anterior		7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%

Fuente: elaboración propia

- o Los gastos de administración y comercialización se incrementaron 70 puntos básicos menos que las ventas durante los últimos 10 años. Por tal motivo, se proyecta que se incrementen en 30 puntos básicos menos que el incremento de ventas de cada año, para estabilizarse en un ratio de 16% sobre las ventas en 2025;
- o Gastos de publicidad: los gastos de publicidad también mostraron estabilidad durante los últimos 5 años, representando un 16% sobre las ventas netas. Se proyecta el mismo valor para los próximos 5 años;
- o Impuesto a las ganancias: la tasa efectiva marginal promedio de los últimos 5 ejercicios fue de 24%. Se proyecta esta misma tasa para los próximos 5 ejercicios;

- o Amortizaciones: para estimar las amortizaciones, se proyectó la partida bienes de uso en función a la participación promedio que tuvo sobre las ventas durante los últimos 5 años fiscales (58%). Al valor obtenido, se le calculó la tasa de amortización correspondiente, para obtener las amortizaciones proyectadas como se detalla a continuación:

Tabla 22. Proyección amortizaciones s/escenario base

Año fiscal	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas netas (en millones)	€ 11.379	€ 12.100	€ 12.867	€ 13.682	€ 14.549
Bs de uso s/Ventas netas (proyectado)	€ 6.602	€ 7.021	€ 7.466	€ 7.939	€ 8.442
Amortizaciones s/Bs de uso (proyectado)	€ 377	€ 401	€ 427	€ 454	€ 482

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

- o Inversiones de CAPEX: como se detalló en la sección “5.1.4. Evolución de CAPEX”, la misma osciló entre el 4% y 5% sobre las ventas netas durante los últimos 5 años fiscales; sin embargo, el management proyecta incrementar este ratio al 7% sobre las ventas netas, con el objetivo de seguir ampliando la capacidad productiva y la puesta a punto de los viñedos en línea con las ambiciones de sustentabilidad comprometidas ante los accionistas. Para la proyección de los próximos 5 años, se tiene en cuenta una inversión de CAPEX en el orden del 7% sobre las ventas;
- o Capital de trabajo: como se expuso en la sección “5.2.2. Capital de trabajo”, la cantidad de inventarios que la compañía tiene para producir productos con añejamiento es muy significativa, lo cual hace que el ratio de capital de trabajo sobre las ventas netas sea elevado. El promedio de este ratio durante los últimos 5 años fue de 54% sobre las ventas netas. Se proyecta el mismo valor para los próximos 5 años y se calcula la variación sobre la partida de capital de trabajo al cierre del año fiscal 2022;

Tabla 23. Proyección capital de trabajo s/Escenario base

Año Fiscal	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas netas (en millones)	10.701 €	11.379 €	12.100 €	12.867 €	13.682 €	14.549 €
Capital de trabajo	5.789 €	6.112 €	6.499 €	6.911 €	7.349 €	7.815 €
Capital de trabajo/Ventas	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Variación Capital de trabajo		- 323 €	- 387 €	- 412 €	- 438 €	- 466 €

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

### 6.1.8. Estimación del valor terminal

Como se mencionó al inicio de la sección, el último paso dentro del proceso de

estimación de flujos de fondos es el cálculo del valor terminal de una compañía. Según explica A. Damodaran<sup>77</sup>, dado que no se pueden estimar flujos de fondos indefinidamente, en algún punto del tiempo hay que detener la proyección y calcular el valor terminal de la firma. Entonces, la estructura de cálculo del valor terminal es la siguiente:

$$VT = \frac{FFL_n \times (1+g)}{(r-g)}$$

En donde:

- $FFL_n$  representa el flujo de fondos del período anterior, multiplicado por la tasa de crecimiento a perpetuidad;
- $R$  representa la tasa de descuento (WACC), calculada anteriormente;
- $G$  representa la tasa de crecimiento a aplicarse para calcular la perpetuidad.

En el caso de Pernod Ricard, al tratarse de una compañía que opera en un mercado maduro y que tiene tasas de crecimientos estables y poco volátiles, el cálculo del valor terminal se hace luego de 5 años de estimaciones de flujos de caja libre.

Para determinar la tasa de crecimiento a perpetuidad, se tuvieron en cuenta los siguientes supuestos:

- Performance histórica de la compañía y de la industria, y evolución del PBI mundial: durante los últimos 10 años, las ventas de Pernod Ricard crecieron a una tasa de 2,75%, levemente mayor a la tasa de crecimiento de la industria de bebidas espirituosas (2,49%) y por debajo del crecimiento económico mundial (3,47%):

Tabla 24. Crecimiento histórico (en CAGR)

Detalle	2013-2022	2018-2022
PIB Mundial (según FMI)	3,47%	4,45%
Pernod Ricard	2,75%	5,67%
Industria	2,49%	1,71%

*Elaboración propia en base a datos de FMI y Statista*

- Crecimiento nominal de PBI proyectado: para tener una referencia de lo que podría ser el crecimiento económico mundial a largo plazo, se toman

<sup>77</sup> Fuente: Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.

estimaciones de crecimiento nominal por región<sup>7879</sup>, y se ponderan según participación en las ventas de Pernod Ricard, al cierre del ejercicio fiscal 2022:

Tabla 25. Proyección de crecimiento nominal de PBI por región

Zona	Incremento PBI (largo plazo)	Participación en las ventas de PR
Estados Unidos	2,70%	29,28%
EMEA & Latam	5,50%	41,47%
Europa	2,30%	29,25%

Fuente: elaboración propia en base a datos de ECB y CBO

- En función a las variables expuestas, se sensibilizó la tasa de crecimiento a largo plazo en función a la relación de performance que tuvieron las ventas de Pernod Ricard y el crecimiento el PBI mundial durante los últimos 10 años, para obtener la tasa de crecimiento a perpetuidad:

Crecimiento nominal de PBI por región	3,74%
Crecimiento a perpetuidad sensibilizado	2,97%

Fuente: elaboración propia

El cálculo del valor terminal planteado para cada escenario se presentará en la sección “6.1.9. Resultado de la valuación por método flujo de fondos descontados” y “9. Tablas y anexos”, al final del documento.

### 6.1.9. Resultado de la valuación por método flujo de fondos descontados

En función a la tasa de descuento obtenida para Pernod Ricard, los supuestos asumidos para la proyección del escenario base y la tasa de crecimiento a perpetuidad, al 30/6/2022 se obtuvo un Enterprise Value de € 46.837 millones, resultante en un precio por acción de € 180 para Pernod Ricard:

<sup>78</sup> Fuente: Fondo Monetario Internacional (IMF). World Economic Outlook 2022, Julio 2022.

<sup>79</sup> Fuente: Congressional Budget Office (s.f.). Budget and economic data. <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4>

**Tabla 26. Valuación FFL s/Escenario base**

Sumatoria VA FFL	€	53.584
CAGR 2023-2027		6,3%
WACC		5,31%
Tasa de crecimiento perpetuidad		2,97%

Valor actual FFL	€	53.584
Deuda financiera	€	9.274
Caja y equivalentes	€	2.527
Enterprise value	€	46.837
Cantidad de acciones		259.719.441

Precio por acción	€	180
-------------------	---	-----

*Fuente: elaboración propia*

### 6.1.10. Escenario optimista

Con el objetivo enriquecer el análisis, se introducen modificaciones más favorables a los supuestos del escenario base, para sensibilizar un escenario optimista:

- o Ventas netas: para la proyección de las ventas del escenario optimista, se aplicará la estimación de incremento de ventas que proyectan los analistas de la firma Statista para cada segmento del negocio (se encuentra en el Cuadro 6 de la sección “2.1. Industria de bebidas alcohólicas”), y se sensibilizarán según la participación de cada segmento sobre las ventas de Pernod Ricard:

**Tabla 27. Crecimiento de ventas s/ Escenario optimista**

Segmento	Participación en ventas	CAGR 2021-2025
Whisky	43%	9%
Vodka	21%	10%
Licores	16%	6%
Ron	9%	10%
Gin	6%	12%
Brandy/Cognac	5%	8%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>9%</b>

*Fuente: elaboración propia en base a datos de Statista y de Pernod-Ricard, FY22 Sales & Results*

- o Costos variables: en línea con el trabajo de revenue growth management que viene haciendo la compañía para aumentar los precios de venta y

bajar los costos variables, se asume que estas iniciativas tienen éxito y logran desacoplar el crecimiento de 130 puntos básicos por encima del crecimiento de ventas que tuvieron los costos variables durante los últimos 10 años. El crecimiento se desacelera y se ubica en 75 puntos básicos por encima del crecimiento de ventas, que ubican al ratio de costos variables sobre ventas en 40% para el año 2025;

- Los gastos de administración y comercialización se incrementaron 70 puntos básicos menos que las ventas durante los últimos 10 años. Por tal motivo, se proyecta que se incrementen en 30 puntos básicos menos que el incremento de ventas de cada año, para estabilizarse en un ratio de 16% sobre las ventas en 2025;
- Gastos de publicidad: los gastos de publicidad mostraron estabilidad durante los últimos 5 años, representando un 16% sobre las ventas netas. Se proyecta el mismo valor para los próximos 5 años;
- Impuesto a las ganancias: la tasa efectiva marginal promedio de los últimos 5 ejercicios fue de 24%. Se proyecta esta misma tasa para los próximos 5 ejercicios;
- Amortizaciones: para estimar las amortizaciones, se proyectó la partida “bienes de uso” en función a la participación promedio que tuvo sobre las ventas durante los últimos 5 años fiscales (58%). Al valor obtenido, se le calculó la tasa de amortización correspondiente, para obtener las amortizaciones proyectadas como se detalla a continuación:

Tabla 28. Proyección amortizaciones s/Escenario optimista

Año fiscal	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas netas (en millones)	€ 11.654	€ 12.692	€ 13.823	€ 15.054	€ 16.395
Bs de uso s/Ventas netas (proyectado)	€ 6.762	€ 7.364	€ 8.020	€ 8.735	€ 9.513
Amortizaciones s/Bs de uso (proyectado)	€ 386	€ 421	€ 458	€ 499	€ 544

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

- Inversiones de CAPEX: como se detalló en la sección “5.1.4. Evolución de CAPEX”, la misma osciló entre el 4% y 5% sobre las ventas netas durante los últimos 5 años fiscales; sin embargo, el management proyecta incrementar este ratio al 7% sobre las ventas netas, con el objetivo de seguir ampliando la capacidad productiva y la puesta a punto de los viñedos en línea con las ambiciones de sustentabilidad comprometidas ante los accionistas. Para la proyección de los próximos 5 años, se tiene en cuenta una inversión de CAPEX en el orden del 7% sobre las ventas;
- Capital de trabajo: como se expuso en la sección “5.2.2. Capital de trabajo”, la cantidad de inventarios que la compañía tiene para producir

productos con añejamiento es muy significativa, lo cual hace que el ratio de capital de trabajo sobre las ventas netas sea elevado. El promedio de este ratio durante los últimos 5 años fue de 54% sobre las ventas netas. Se proyecta el mismo valor para los próximos 5 años y se calcula la variación sobre la partida de capital de trabajo al cierre del año fiscal 2022;

Tabla 29. Proyección capital de trabajo s/Escenario optimista

Año Fiscal	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas netas (en millones)	10.701 €	11.654 €	12.692 €	13.823 €	15.054 €	16.395 €
Capital de trabajo	5.789 €	6.260 €	6.817 €	7.425 €	8.086 €	8.806 €
Capital de trabajo/Ventas	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Variación Capital de trabajo		- 471 €	- 558 €	- 607 €	- 661 €	- 720 €

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

En función a los supuestos asumidos para la proyección del escenario optimista y el resto de las variables en consideración, al 30/6/2022 se obtuvo un Enterprise Value de € 52.783 millones, resultante en un precio por acción de € 203 para Pernod Ricard:

Tabla 30. Valuación FFL s/escenario optimista

Sumatoria VA FFL	€	<b>59.530</b>
CAGR 2023-2027		<b>8,9%</b>
WACC		<b>5,31%</b>
Tasa de crecimiento perpetuidad		<b>2,97%</b>
Valor actual FFL	€	<b>59.530</b>
Deuda financiera	€	<b>9.274</b>
Caja y equivalentes	€	<b>2.527</b>
Enterprise value	€	<b>52.783</b>
Cantidad de acciones		<b>259.719.441</b>
Precio por acción	€	<b>203</b>

Fuente: elaboración propia

### 6.1.11. Escenario pesimista

Con el objetivo enriquecer el análisis, se introducen modificaciones más desfavorables a los supuestos del escenario base, para calcular el precio de la acción en un escenario pesimista:

- o Ventas netas: para la proyección de las ventas del escenario pesimista, se tomará en cuenta el promedio de crecimiento que tuvieron tanto las ventas de Pernod Ricard como la evolución de la industria de bebidas

espirituosas, durante los últimos 10 años:

Tabla 31. Crecimiento de ventas s/ escenario pesimista

Premisa	Ponderación	CAGR 2023-2027
Crecimiento PR últimos 10 años	50%	2,8%
Crecimiento Industria últimos 10 años	50%	2,5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>2,6%</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod-Ricard, FY14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21 y 22 Sales & Results

- o Costos variables: como se detalló en la sección “5.1.2 Evolución de los costos”, los costos variables durante los últimos 10 años se incrementaron en 125 puntos básicos por encima del incremento de ventas. En línea con la coyuntura de inflación global, se asume que durante los próximos 5 años fiscales los costos variables se incrementarán 75 puntos básicos por encima de la tendencia que venían sosteniendo, consolidándose por encima del 41% de las ventas. En la tabla 31 se exhibe la proyección de costos variables sensibilizada:

Tabla 32. Incremento de costos variables proyectados para 2023 a 2025 (escenario pesimista)

Año fiscal	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas proyectadas	€ 10.701	€ 10.981	€ 11.269	€ 11.564	€ 11.867	€ 12.178
Costos variables	-€ 4.228	-€ 4.423	-€ 4.628	-€ 4.841	-€ 5.065	-€ 5.299
Variación costos variables contra año anterior		4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Peso sobre las ventas	39,51%	40,28%	41,07%	41,87%	42,68%	43,51%

Fuente: elaboración propia

- o Con respecto a los gastos de administración y comercialización, se sensibilizaron en función a la inflación del último año, y se proyectaron hasta el año fiscal 2024. En función a la variación resultante por el efecto de la inflación, los gastos de administración aumentarían por encima de las ventas y en consecuencia su participación sobre las ventas crecería hasta estabilizarse en el 19% en el año fiscal 2024:

Tabla 33. Incremento de los gastos de comercialización en función a inflación proyectada

	2022	2023e	2024e
Inflación anual promedio (según FMI)	8,75%	6,52%	4,13%
Variación gastos comercialización vs año anterior	18,55%	13,82%	8,76%
Gastos de comercialización proyectados (en millones de €)	€ 1.751	€ 1.993	€ 2.168

Elaboración propia en base a datos de FMI y Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

- o Gastos de publicidad: los gastos de publicidad mostraron estabilidad durante los últimos 5 años, representando un 16% sobre las ventas

netas. Se proyecta el mismo valor para los próximos 5 años;

- Impuesto a las ganancias: la tasa efectiva marginal promedio de los últimos 5 ejercicios fue de 24%. Se proyecta esta misma tasa para los próximos 5 ejercicios;
- Amortizaciones: para estimar las amortizaciones, se proyectó la partida “bienes de uso” en función a la participación promedio que tuvo sobre las ventas durante los últimos 5 años fiscales (58%). Al valor obtenido, se le calculó la tasa de amortización correspondiente, para obtener las amortizaciones proyectadas como se detalla a continuación:

Tabla 34. Proyección amortizaciones s/Escenario pesimista

Año fiscal	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas netas (en millones)	€ 10.982	€ 11.270	€ 11.566	€ 11.869	€ 12.181
Bs de uso s/Ventas netas (proyectado)	€ 6.372	€ 6.539	€ 6.711	€ 6.887	€ 7.068
Amortizaciones s/Bs de uso (proyectado)	€ 364	€ 374	€ 384	€ 394	€ 404

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

- Inversiones de CAPEX: como se detalló en la sección “5.1.4. Evolución de CAPEX”, la misma osciló entre el 4% y 5% sobre las ventas netas durante los últimos 5 años fiscales; si bien el management proyectaba incrementar este ratio al 7% sobre las ventas netas, teniendo en cuenta la mala performance de este escenario en términos de crecimiento de ventas y aumento de gastos, se decide postergar inversiones de capital y se mantiene el ratio de CAPEX en el promedio histórico de 4,5% sobre las ventas;
- Capital de trabajo: como se expuso en la sección “5.2.2. Capital de trabajo”, la cantidad de inventarios que la compañía tiene para producir productos con añejamiento es muy significativa, lo cual hace que el ratio de capital de trabajo sobre las ventas netas sea elevado. El promedio de este ratio durante los últimos 5 años fue de 54% sobre las ventas netas. Se proyecta el mismo valor para los próximos 5 años y se calcula la variación sobre la partida de capital de trabajo al cierre del año fiscal 2022;

Tabla 35. Proyección capital de trabajo s/Escenario pesimista

Año Fiscal	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas netas (en millones)	10.701 €	10.982 €	11.270 €	11.566 €	11.869 €	12.181 €
Capital de trabajo	5.789 €	5.899 €	6.053 €	6.212 €	6.375 €	6.543 €
Capital de trabajo/Ventas	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Variación Capital de trabajo		- 110 €	- 155 €	- 159 €	- 163 €	- 167 €

Fuente: elaboración propia en base a datos de Pernod Ricard, FY22 Sales & Results

En función a los supuestos asumidos para la proyección del escenario optimista y el

resto de las variables en consideración, al 30/6/2022 se obtuvo un Enterprise Value de € 42.329 millones, resultante en un precio por acción de € 163 para Pernod Ricard:

**Tabla 36. Valuación FFL s/Escenario pesimista**

Sumatoria VA FFL	€	<b>49.076</b>
CAGR 2023-2027		<b>2,6%</b>
WACC		<b>5,31%</b>
Tasa de crecimiento perpetuidad		<b>2,97%</b>

Valor actual FFL	€	<b>49.076</b>
Deuda financiera	€	<b>9.274</b>
Caja y equivalentes	€	<b>2.527</b>
Enterprise value	€	<b>42.329</b>
Cantidad de acciones		<b>259.719.441</b>

Precio por acción	€	<b>163</b>
-------------------	---	------------

*Fuente: elaboración propia*

## 6.2. Valuación por método de múltiplos comparables

La valuación relativa de activos, comúnmente conocida como valuación por múltiplos, es la técnica más utilizada en el mercado, y consiste en valuar a una compañía a través de ratios y comparar esos ratios contra los ratios que tienen un grupo de compañías de similares características.

Según el autor A. Damodaran<sup>80</sup>, hay dos componentes críticos a la hora de realizar valuación por múltiplos:

- Encontrar activos similares o comparables, en términos cuantificables como en la generación de flujos de caja, exposición al riesgo y potencial de crecimiento;
- Trabajar con precios estandarizados, que surjan de la división del valor de mercado del capital accionario por las ganancias, el valor de libros o la facturación de la compañía. De esta manera podremos comparar precios entre distintas compañías.

Las fortalezas que tiene el método de valuación relativa también pueden ser sus debilidades. Por esto, el autor sugiere enfocarse en tres aspectos para que la valuación

---

<sup>80</sup> Fuente: Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.

sea consistente:

- Tener en cuenta la consistencia, es decir, que a la hora de utilizar un múltiplo, si su numerador se refiere a un valor del equity, el denominador también debería referirse a un valor del equity;
- Tener en cuenta la uniformidad, es decir, que el múltiplo elegido sea utilizado en la industria en donde operan el resto de las compañías comparables;
- Complementar la valuación con el análisis fundamental de la industria

### 6.2.1. Elección de ratios

Con respecto a la elección de los ratios de valuación para valorar la compañía en función a los competidores de su segmento (bebidas espirituosas) y de la categoría en general (bebidas alcohólicas), los más utilizados en la industria y elegidos para valorar el capital accionario de Pernod Ricard son:

- EV/EBITDA
- EV/Ventas

### 6.2.2. Compañías comparables

Con respecto a la elección de los competidores, se tomaron las compañías más representativas de la industria de bebidas alcohólicas y espirituosas, en términos de capitalización de mercado, ventas, márgenes y participación de mercado (muchas de ellas figuran en el análisis de participación de mercado de la industria desarrollado en la sección "2.2. Participación de mercado"). En función de esto, se definieron las siguientes:

Tabla 37. Información de compañías comparables para valuación por múltiplos

Ticker	Nombre de la compañía	Capitalización de mercado (en millones)	Margen bruto	Margen de EBITDA	Margen de EBIT	Enterprise Value/EBITDA ratio	Enterprise Value/Ventas ratio
DGE.L	Diageo PLC	€ 100.172	61%	35%	31%	19,0	6,6
ABI.BR	Anheuser-Busch Inbev SA	€ 86.660	57%	35%	27%	8,5	3,1
PERP.PA	Pernod Ricard SA	€ 48.249	61%	32%	28%	17,8	5,8
BFb	Brown-Forman Corp	€ 34.708	61%	33%	31%	26,5	8,8
CPRI.MI	Davide Campari Milano NV	€ 10.940	60%	23%	19%	19,6	4,8

Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters

### 6.2.3. Resultado de la valuación por múltiplos comparables

En la tabla 38 a continuación se exhibe la valuación por el múltiplo EV/EBITDA para el capital accionario de Pernod Ricard.

La amplitud existente entre el valor mínimo y el máximo de la muestra de comparables, hacen que el rango de precios de la acción sea muy amplio. Por tal motivo, se toma la media aritmética como medida más representativa, y se obtiene un precio por acción de € 206. En función al precio de cierre de mercado de la acción de Pernod Ricard al 30/6/2022 (€ 176), según la valuación por el ratio EV/EBITDA, la misma estaría subvaluada un 14,5%:

Tabla 38. Valuación por múltiplos EV/EBITDA

	Mínima	Promedio	Máxima
<b>Enterprise Value To EBITDA   Comparables (al 30/6/2022)</b>	8,5	18,4	26,5
<b>EBITDA Pernod Ricard (en millones)</b>	€ 3.403		
<b>EV según múltiplo (en millones)</b>	€ 29.066	€ 62.696	€ 90.263
<b>Deuda financiera (valor de libros,</b>	€ 9.435		
<b>Valor del equity</b>	€ 19.631	€ 53.261	€ 80.828
<b>Cantidad de acciones</b>	257947355		
<b>Precio por acción</b>	€ 76	€ 206	€ 313

*Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters*

Algo similar ocurre con el ratio EV/Ventas. Según la media aritmética de la muestra de compañías comparables, el precio de la acción de Pernod Ricard sería de € 205, es decir, un 14,1% subvaluada en función a su precio al 30/6/2022:

Tabla 39. Valuación por múltiplos EV/Ventas

	Mínima	Promedio	Máxima
<b>Enterprise Value To Sales   Comparables (al 30/6/2022)</b>	3,1	5,8	8,8
<b>Ventas Pernod Ricard (en millones)</b>	€ 10.701		
<b>EV según múltiplo (en millones)</b>	€ 32.675	€ 62.334	€ 94.147
<b>Deuda financiera (valor de libros, en millones)</b>	€ 9.435		
<b>Valor del equity (en millones)</b>	€ 23.240	€ 52.899	€ 84.712
<b>Cantidad de acciones</b>	257947355		
<b>Precio por acción</b>	€ 90	€ 205	€ 328

*Fuente: elaboración propia en base a datos de Reuters*

## 7. Conclusión

Como se expuso a lo largo del trabajo, Pernod Ricard cuenta con un negocio consolidado y los números lo confirman. Sus ventas durante los últimos 10 años crecieron por encima de la industria, y la irrupción del COVID-19 aceleró su crecimiento como fruto de las reaberturas y el cambio de hábito de los consumidores.

Con respecto a sus costos variables, crecieron levemente por encima de las ventas. Los costos fijos, en cambio, crecieron en menor medida que las ventas y tienen tendencia bajista. De todas maneras, los valores de sus costos y gastos mostraron estabilidad durante el período de análisis.

Sus indicadores financieros performan por encima de los de sus competidores, y su nivel de endeudamiento está en línea con el de la industria. Con respecto a la gestión de sus inventarios, se observa una oportunidad en mejorar la gestión de estos para incrementar los niveles de rentabilidad sobre el activo y sobre el equity. Se observa una correlación entre la gestión de inventarios y las decisiones de portafolio de la compañía; se podría afirmar que, si la compañía tuviera mayor presencia de marcas en los segmentos locales/valor y estándar, al ser productos que demandan menos tiempo de añejamiento, esto seguramente impactaría incrementando su nivel de ventas, y acortando los días de inventario y de conversión de caja.

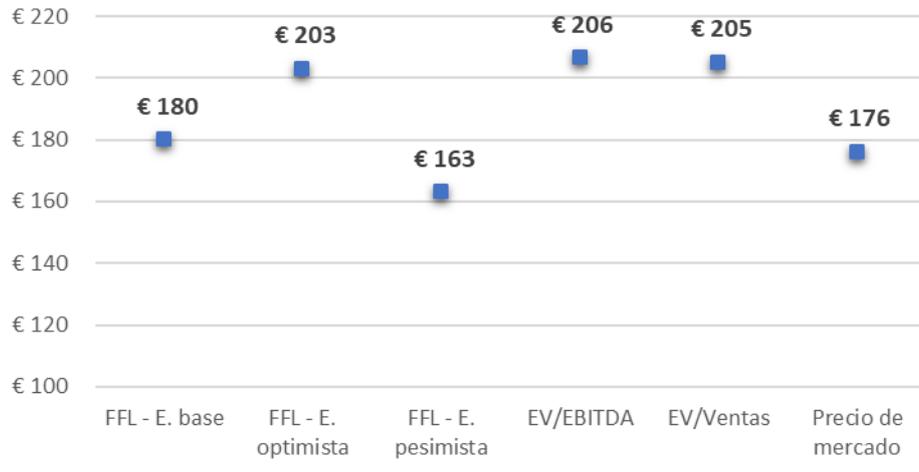
En términos de retorno a sus accionistas, el precio de la acción de Pernod Ricard se duplicó durante los últimos 10 años, y su tasa de dividendos se duplicó sólo en los últimos 6 años. El retorno obtenido por la acción duplica al retorno de su benchmark de mercado y al de Diageo, su principal competidor.

El precio de mercado de la acción al 30/6/2022 era de € 176. Si se toma como referencia el valor de la acción obtenido según los supuestos del escenario base, podría decirse que la acción en el mercado se encuentra valuada bajo supuestos similares a los sostenidos en este trabajo; en contraposición, si se toma en cuenta el precio obtenido a través del método múltiplos, la acción en el mercado estaría subvaluada en un 14%. La comparación de los precios obtenidos según los distintos métodos se exhibe en la tabla 40 y el cuadro 57:

Tabla 40. Resumen de precio por acción según método de valuación

Método	Flujos de fondos descontados			Múltiplos	
	Esc. base	Esc. optimista	Esc. pesimista	EV/EBITDA	EV/Ventas
Precio por acción	€ 180	€ 203	€ 163	€ 206	€ 205

**Cuadro 57. Comparación de precio por acción según método de valuación al 30/6/2022**



## 8. Bibliografía:

### Libros:

Allen, F., Brealey, R., & Myers, S. (2006). *Corporate finance. Auflage, Boston (ua): McGraw-Hill Irwin.*

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset.* John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance.* John Wiley & Sons.

### Publicaciones:

Brooker, Alice (7 de julio de 2022). *The rebound of the global spirits sector.* The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2022/07/the-rebound-of-the-global-spirits-sector/>

Bellwood, Owen (23 de marzo de 2021). *Lockdowns cost on trade 600.000 jobs.* The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/03/lockdowns-cost-on-trade-600000-jobs/>

Belwood, Owen (4 de enero de 2021). *Analysis: how major firms could recover post COVID-19.* The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/01/how-major-spirits-firms-will-cope-with-covid-19/>

Carruthers, Nicola (26 de noviembre de 2020). *Diageo forecast to outperform Pernod Ricard post-pandemic.* The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2020/11/diageo-forecast-to-outperform-pernod-post-pandemic/>

Carruthers, Nicola (4 de enero de 2022). *Spirits trends to watch in 2022.* The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2022/01/spirits-trends-to-watch-in-2022/>

Congressional Budget Office (s.f.). *Budget and economic data.* <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4>

European Central Bank (27 de octubre de 2022). *Economic bulletin.* <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202207.en.html>

Financial visualization. <https://finviz.com/>

Fondo Monetario Internacional (IMF). World Economic Outlook 2022, Julio 2022.

France Food & Drink Report - Q2 2022 (2022). *Fitch Solutions Country Industry Reports (p. 1)*. Fitch Solutions Group Limited.

ISWR (2021). The PR Market view.

Kiely, Melita (30 de julio de 2021). *On-trade suffers £100 bn loss during pandemic*. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/07/on-trade-suffers-100bn-loss-during-pandemic/>

Malczewski, Kate (3 de junio de 2021). *Global alcohol sales in recovery from COVID-19*. The Spirits Business. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/06/global-alcohol-sales-in-recovery-from-covid-19/>

Ricard, Pernod. Fiscal year 2019 Financial Report.

Ricard, Pernod. Fiscal year 2020 Financial Report.

Ricard, Pernod. Fiscal year 2021 Financial Report.

Ricard, Pernod. Fiscal year 2022 Financial Report.

Ricard, Pernod (2022). Universal registration document

Statista (2021). Consumer market outlook.

The Spirits Business (20 de junio de 2022) *Market overview 4*. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/06/market-overview-4/>

The Spirits Business (21 de junio de 2021) *Market overview 3*. <https://www.thespiritsbusiness.com/2021/06/market-overview-3/>

World Health Organization (2018). *Global status report on alcohol and health*. Geneva: WHO. <https://www.who.int/publications/i/item/9789241565639>

## 9. Tablas y anexos:

Tabla 41. Proyección de FFL, escenario base

	Real					Proyectado					Perpetuidad
	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Ventas netas	€ 8.722	€ 9.182	€ 8.448	€ 8.824	€ 10.701	€ 11.379	€ 12.100	€ 12.867	€ 13.682	€ 14.549	
Costo de mercaderías vendidas	-€ 3.433	-€ 3.533	-€ 3.361	-€ 3.531	-€ 4.228	-€ 4.547	-€ 4.891	-€ 5.260	-€ 5.657	-€ 6.084	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	39%	38%	40%	40%	40%	40%	40%	41%	41%	41%	
Utilidad bruta	5.289 €	5.649 €	5.087 €	5.293 €	6.473 €	6.832 €	7.210 €	7.607 €	8.025 €	8.465 €	
Gastos de administración y comercialización	-€ 1.502	-€ 1.556	-€ 1.499	-€ 1.477	-€ 1.751	-€ 1.856	-€ 1.967	-€ 2.085	-€ 2.211	-€ 2.343	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	17%	17%	18%	17%	16,4%	16,3%	16,3%	16,2%	16,2%	16,1%	
Gastos de publicidad	-€ 1.429	-€ 1.512	-€ 1.327	-€ 1.393	-€ 1.698	-€ 1.821	-€ 1.936	-€ 2.059	-€ 2.189	-€ 2.328	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	16%	16%	16%	16%	15,9%	16%	16%	16%	16%	16%	
Otros gastos operativos	-€ 62	-€ 206	-€ 1.283	-€ 62	-€ 62	-€ 60	-€ 60	-€ 60	-€ 60	-€ 60	
EBITDA	2.599 €	2.773 €	2.636 €	2.762 €	3.403 €	3.095 €	3.246 €	3.403 €	3.565 €	3.734 €	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	30%	30%	31%	31%	32%	27%	27%	26%	26%	26%	
Amortizaciones	-€ 216	-€ 226	-€ 350	-€ 367	-€ 381	-€ 396	-€ 421	-€ 448	-€ 476	-€ 506	
EBIT	€ 2.296	€ 2.375	€ 978	€ 2.361	€ 2.962	€ 2.699	€ 2.825	€ 2.955	€ 3.089	€ 3.228	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	26%	26%	12%	27%	28%	24%	23%	23%	23%	22%	
Impuesto a las ganancias	-€ 392	-€ 582	-€ 258	-€ 667	-€ 676	-€ 643	-€ 672	-€ 703	-€ 735	-€ 768	
<i>(en % sobre el EBIT)</i>	17%	25%	26%	28%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	
Flujo de fondos bruto	€ 1.577	€ 1.456	€ 330	€ 1.306	€ 1.997	€ 2.057	€ 2.153	€ 2.252	€ 2.354	€ 2.459	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	18%	16%	4%	15%	19%	18%	18%	17%	17%	17%	
Amortizaciones	€ 216	€ 226	€ 350	€ 367	€ 381	€ 396	€ 421	€ 448	€ 476	€ 506	
Capital de trabajo					€ 5.789	€ 6.156	€ 6.546	€ 6.961	€ 7.402	€ 7.871	
Variación capital de trabajo	-€ 100	-€ 181	-€ 433	-€ 54	-€ 252	-€ 367	-€ 390	-€ 415	-€ 441	-€ 469	
Capex	-€ 374	-€ 388	-€ 365	-€ 433	-€ 506	-€ 797	-€ 847	-€ 901	-€ 958	-€ 1.018	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	4%	4%	4%	5%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	
Flujo de fondos libre	€ 1.402	€ 1.330	€ 814	€ 1.565	€ 1.787	€ 1.289	€ 1.337	€ 1.384	€ 1.431	€ 1.478	€ 65.019
					VA	€ 1.224	€ 1.205	€ 1.185	€ 1.164	€ 1.141	€ 47.665

Tabla 42. Proyección de FFL, escenario optimista

	Real					Proyectado					Perpetuidad
	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Ventas netas	€ 8.722	€ 9.182	€ 8.448	€ 8.824	€ 10.701	€ 11.654	€ 12.692	€ 13.823	€ 15.054	€ 16.395	
Costo de mercaderías vendidas	-€ 3.433	-€ 3.533	-€ 3.361	-€ 3.531	-€ 4.228	-€ 4.623	-€ 5.056	-€ 5.528	-€ 6.045	-€ 6.610	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	39%	38%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	
Utilidad bruta	5.289 €	5.649 €	5.087 €	5.293 €	6.473 €	7.031 €	7.637 €	8.294 €	9.009 €	9.784 €	
Gastos de administración y comercialización	-€ 1.502	-€ 1.556	-€ 1.499	-€ 1.477	-€ 1.751	-€ 1.902	-€ 2.065	-€ 2.243	-€ 2.436	-€ 2.645	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	17%	17%	18%	17%	16,4%	-16,3%	-16,3%	-16,2%	-16,2%	-16,1%	
Gastos de publicidad	-€ 1.429	-€ 1.512	-€ 1.327	-€ 1.393	-€ 1.698	-€ 1.865	-€ 2.031	-€ 2.212	-€ 2.409	-€ 2.623	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	16%	16%	16%	16%	15,9%	16%	16%	16%	16%	16%	
Otros gastos operativos	-€ 62	-€ 206	-€ 1.283	-€ 62	-€ 62	-€ 60	-€ 60	-€ 60	-€ 60	-€ 60	
EBITDA	2.599 €	2.773 €	2.636 €	2.762 €	3.403 €	3.205 €	3.481 €	3.780 €	4.104 €	4.456 €	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	30%	30%	31%	31%	32%	27%	27%	27%	27%	27%	
Amortizaciones	-€ 216	-€ 226	-€ 350	-€ 367	-€ 381	-€ 406	-€ 442	-€ 481	-€ 524	-€ 571	
EBIT	€ 2.296	€ 2.375	€ 978	€ 2.361	€ 2.962	€ 2.799	€ 3.039	€ 3.299	€ 3.581	€ 3.885	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	26%	26%	12%	27%	28%	24%	24%	24%	24%	24%	
Impuesto a las ganancias	-€ 392	-€ 582	-€ 258	-€ 667	-€ 676	-€ 666	-€ 723	-€ 785	-€ 852	-€ 925	
<i>(en % sobre el EBIT)</i>	17%	25%	26%	28%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	
Flujo de fondos bruto	€ 1.577	€ 1.456	€ 330	€ 1.306	€ 1.997	€ 2.133	€ 2.316	€ 2.514	€ 2.728	€ 2.961	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	18%	16%	4%	15%	19%	18%	18%	18%	18%	18%	
Amortizaciones	€ 216	€ 226	€ 350	€ 367	€ 381	€ 406	€ 442	€ 481	€ 524	€ 571	
Capital de trabajo					€ 5.789	€ 6.305	€ 6.866	€ 7.478	€ 8.144	€ 8.869	
Variación capital de trabajo	-€ 100	-€ 181	-€ 433	-€ 54	-€ 252	-€ 516	-€ 562	-€ 612	-€ 666	-€ 725	
Capex	-€ 374	-€ 388	-€ 365	-€ 433	-€ 506	-€ 816	-€ 888	-€ 968	-€ 1.054	-€ 1.148	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	4%	4%	4%	5%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	
Flujo de fondos libre	€ 1.402	€ 1.330	€ 814	€ 1.565	€ 1.787	€ 1.207	€ 1.307	€ 1.416	€ 1.532	€ 1.658	€ 72.934
					VA	€ 1.146	€ 1.179	€ 1.212	€ 1.246	€ 1.280	€ 53.467

Tabla 43. Proyección de FFL, escenario pesimista

	Real					Proyectado					Perpetuidad
	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Ventas netas	€ 8.722	€ 9.182	€ 8.448	€ 8.824	€ 10.701	€ 10.982	€ 11.270	€ 11.566	€ 11.869	€ 12.181	
Costo de mercaderías vendidas	-€ 3.433	-€ 3.533	-€ 3.361	-€ 3.531	-€ 4.228	-€ 4.423	-€ 4.628	-€ 4.841	-€ 5.065	-€ 5.299	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	39%	38%	40%	40%	40%	40%	41%	42%	43%	44%	
Utilidad bruta	5.289 €	5.649 €	5.087 €	5.293 €	6.473 €	6.559 €	6.642 €	6.724 €	6.804 €	6.882 €	
Gastos de administración y comercialización	-€ 1.502	-€ 1.556	-€ 1.499	-€ 1.477	-€ 1.751	-€ 1.993	-€ 2.168	-€ 2.233	-€ 2.255	-€ 2.314	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	17%	17%	18%	17%	16,4%	18,1%	19,2%	19,0%	19,0%	19,0%	
Gastos de publicidad	-€ 1.429	-€ 1.512	-€ 1.327	-€ 1.393	-€ 1.698	-€ 1.757	-€ 1.803	-€ 1.851	-€ 1.899	-€ 1.949	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	16%	16%	16%	16%	15,9%	16%	16%	16%	16%	16%	
Otros gastos operativos	-€ 62	-€ 206	-€ 1.283	-€ 62	-€ 62	-€ 60	-€ 60	-€ 60	-€ 60	-€ 60	
EBITDA	2.599 €	2.773 €	2.636 €	2.762 €	3.403 €	2.748 €	2.611 €	2.581 €	2.590 €	2.558 €	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	30%	30%	31%	31%	32%	25%	23%	22%	22%	21%	
Amortizaciones	-€ 216	-€ 226	-€ 350	-€ 367	-€ 381	-€ 382	-€ 392	-€ 402	-€ 413	-€ 424	
EBIT	€ 2.296	€ 2.375	€ 978	€ 2.361	€ 2.962	€ 2.366	€ 2.219	€ 2.178	€ 2.177	€ 2.135	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	26%	26%	12%	27%	28%	22%	20%	19%	18%	18%	
Impuesto a las ganancias	-€ 392	-€ 582	-€ 258	-€ 667	-€ 676	-€ 563	-€ 528	-€ 519	-€ 518	-€ 508	
<i>(en % sobre el EBIT)</i>	17%	25%	26%	28%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	
Flujo de fondos bruto	€ 1.577	€ 1.456	€ 330	€ 1.306	€ 1.997	€ 1.803	€ 1.691	€ 1.660	€ 1.659	€ 1.626	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	18%	16%	4%	15%	19%	16%	15%	14%	14%	13%	
Amortizaciones	€ 216	€ 226	€ 350	€ 367	€ 381	€ 382	€ 392	€ 402	€ 413	€ 424	
Capital de trabajo					€ 5.789	€ 5.941	€ 6.097	€ 6.257	€ 6.421	€ 6.590	
Variación capital de trabajo	-€ 100	-€ 181	-€ 433	-€ 54	-€ 252	-€ 152	-€ 156	-€ 160	-€ 164	-€ 169	
Capex	-€ 374	-€ 388	-€ 365	-€ 433	-€ 506	-€ 494	-€ 507	-€ 520	-€ 534	-€ 548	
<i>(en % sobre las ventas netas)</i>	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Flujo de fondos libre	€ 1.402	€ 1.330	€ 814	€ 1.565	€ 1.787	€ 1.539	€ 1.420	€ 1.382	€ 1.373	€ 1.334	€ 58.662
					VA	€ 1.461	€ 1.280	€ 1.183	€ 1.117	€ 1.030	€ 43.005