



Universidad de  
**San Andrés**

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

## **Valuación de Diageo plc**

Autor: Nicolás Deferrari

DNI: 31453262

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

CABA – Diciembre 2023

## Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo valorar el capital accionario de Diageo plc ("Diageo") al 30 de junio de 2023, día del cierre de su ejercicio fiscal 2023. Para esto, se analizan previamente sus resultados pasados, sus perspectivas de crecimiento, el mercado de las bebidas alcohólicas, sus competidores y finalmente se analizan los principales indicadores financieros, de rendimiento y operativos de la compañía y de una selección de empresas comparables.

Diageo es una de las compañías líderes de la industria de las bebidas alcohólicas. Dentro de su portafolio de marcas produce y comercializa algunas de las más icónicas y longevas del mercado como Johnnie Walker o Guinness, fundadas hace 203 y 264 años respectivamente. Con fábricas en 140 países y una red de distribución aún más extensa, Diageo lleva sus productos a casi todos los rincones del planeta.

La estrategia de crecimiento de Diageo se basa en dos ejes: su posicionamiento en el mercado de las bebidas alcohólicas de alta gama, principalmente en la industria de los destilados, y la incorporación de marcas incipientes para potenciarlas mediante su estructura de promoción y distribución. El mercado de las bebidas alcohólicas es un mercado sumamente maduro con pocas posibilidades de crecimiento en volumen, por lo que el crecimiento de Diageo está supeditado a estos 2 factores. En los últimos años la empresa mostró buenos indicadores de crecimiento, impulsados por el crecimiento de las ventas por efecto de mix y precio. La relevancia de sus marcas y el hecho de que Diageo haga foco en bebidas de alta gama, le da cierta flexibilidad en la fijación de precios.

El proceso de valuación se hizo por 2 métodos alternativos: flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos. El primer método estima un precio por acción al día de referencia de USD 148,8 en un escenario base, y de entre USD 128,2 y USD 170,5 considerando un escenario pesimista y optimista, respectivamente. El segundo modelo estima un precio de entre USD 161,0 y USD 199,6.

El modelo por DCF desarrollado a lo largo de este documento, estima un valor por acción que es compatible con la forma en la que el mercado percibe y valora la relación entre el riesgo sistemático de Diageo y sus perspectivas de crecimiento de ventas y de margen operativo.

Como contrapartida, el modelo de valuación por múltiplos sobrestima estas expectativas y en consecuencia devuelve valores superiores al precio de mercado.

En ambos casos, los modelos tienen muy alta sensibilidad a sus valores de entrada. La discusión a lo largo del trabajo pretende establecer dichos parámetros mediante un análisis criterioso y objetivo, basado en tanto en factores cuantitativos como cualitativos.

## Glosario

A&P: del inglés, advertising and promotional spend, o gastos en publicidad y promoción, también referido como gastos en marketing.

APAC: del inglés, Asia and the Pacific, o Asia y el Pacífico. Los estados de resultados de Diageo refieren de esta forma a los países de Asia y Oceanía.

BRL: código ISO 4217 para el real brasileño. Es la moneda de curso legal en Brasil.

CAGR: del inglés, compound average growth rate, o tasa promedio de crecimiento anual compuesta.

Capitalización de mercado: refiere al valor de la suma del precio de todas las acciones en circulación de una empresa a valor de mercado del momento.

CAPEX: del inglés, capital expenditures, o inversiones de capital.

CAPM: del inglés, capital asset pricing model.

DCF: del inglés, discounted cash flow, o flujo de fondos descontado.

DCIO: del inglés, days current inventory outstanding, o días de inventario corriente. Se calcula como el indicador DIO, pero considerando únicamente el inventario que planea venderse en un plazo de 1 año o menos, según se explicará cuando se discutan los indicadores operativos.

DIO: del inglés, days inventory outstanding, o días de inventario. Se calcula como el cociente entre el inventario anual promedio y el costo de los productos vendidos, multiplicado por 365 para tomar una referencia de un año.

DPO: del inglés, days payable outstanding, o días de cuentas por pagar. Se calcula como el cociente entre el promedio anual de las cuentas corrientes por pagar y el costo de los productos vendidos, multiplicado por 365 para tomar una referencia de un año.

DSO: del inglés, days sales outstanding, o días de cuentas por cobrar. Se calcula como el cociente entre el promedio anual de las cuentas corrientes por cobrar y las ventas netas, multiplicado por 365 para tomar una referencia de un año.

DTI: del inglés debt to income, o ratio de deuda financiera sobre ganancia neta.

EBIT: del inglés, earnings before interests and taxes, o ganancias antes de intereses e impuestos.

EBITA: del inglés, earnings before interest, taxes and amortization, o ganancias antes de intereses, impuestos y amortizaciones.

EBITDA: del inglés, earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations; o ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

E.E.U.U.: refiere a la nación Estados Unidos de América.

ETF: del inglés, exchange-traded fund. Es un fondo de inversión que puede negociarse en los mercados de valores.

EUR: código ISO 4217 para el euro. Es la moneda de curso legal en los principales países de la Comunidad Europea. También puede indicarse con el símbolo €.

EV: del inglés, enterprise value, o valor total de una empresa. Se calcula como su capitalización de mercado (valor de la acción multiplicado por el número de acciones en circulación) más la deuda, menos el capital en la caja.

FCFF: del inglés, free cash flow to the firm, o flujo de fondos disponible para la firma.

FED: refiere a la reserva federal del tesoro de los E.E.U.U.

FMI: refiere al Fondo Monetario Internacional.

FTSE 100: refiere al índice Financial Times Stock Exchange 100 Index, un índice que engloba 100 empresas del LSE.

GBP: código ISO 4217 para la libra esterlina. Es la moneda de curso legal en el Reino Unido. También puede indicarse con el símbolo £.

Goodwill: se define como un activo intangible que surge del valor excedente del precio de compra de una compañía en comparación con el valor de sus activos netos. En el idioma español no existe una traducción precisa y uniformemente aceptada. Se utilizan términos como “valor llave”, “fondo de comercio”, “plusvalía” etc. Se sugiere como referencia el trabajo de Gonzalo y Zeff (2019).

IWSR: del inglés, International Wine & Spirits Record, una compañía radicada en el Reino Unido que produce información estadística sobre el mercado de las bebidas alcohólicas.

LAC: del inglés, Latin America and the Caribbean, o América Latina y el Caribe. Los estados de resultados de Diageo refieren de esta forma a los países de América del Sur y América Central, incluyendo a México.

LSE: del inglés, London Stock Exchange, o bolsa de Londres.

NAM: del inglés, North America, o América del Norte. Los estados de resultados de Diageo refieren de esta forma al conjunto de países compuesto por E.E.U.U. y Canadá.

NYSE: del inglés, New York Stock Exchange, o bolsa de Nueva York.

ROA: del inglés, return on assets, o retorno sobre los activos. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de los activos.

ROE: del inglés, return on equity, o retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta y el patrimonio neto.

ROIC: del inglés, return on invested capital, o retorno sobre capital invertido. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta después del pago de impuestos, y al capital invertido que sale de la suma del capital de trabajo y los activos operativos.

RTD: del inglés ready to drink, refiere a un cocktail con alcohol, ya preparado y comercializado generalmente en lata o botella de vidrio. Frecuentemente se lo utiliza de forma indistinta con el término “hard seltzer” o carbonatado alcohólico, aunque estrictamente el término RTD es más amplio e incluye al anterior. RTD es el término de uso generalizado para estas bebidas en la industria.

S&P 500: refiere al índice Standard & Poor's 500.

Soft-Drinks: del inglés, hace referencia a bebidas sin alcohol, como jugos o gaseosas.

TBA: del inglés, total beverage alcohol, término acuñado por IWSR que hace referencia a una de las medidas de cuantificar el mercado global de las bebidas alcohólicas.

USD: código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos.

WACC: del inglés, weighted average cost of capital, o costo promedio ponderado del capital.

## Índice

1.	<i>Descripción del Negocio</i>	1
1.1.	Introducción	1
1.2.	Historia de la compañía	3
1.3.	Capital accionario	6
1.4.	Segmentación operativa: clasificación geográfica	7
1.5.	Segmentación operativa: clasificación por categoría de bebida	14
1.6.	Riesgos generales y de la industria	16
1.7.	Estrategia y perspectiva de crecimiento	17
2.	<i>Análisis de la Industria</i>	19
2.1.	Mercado global de bebidas alcohólicas	19
2.2.	Mercado de los destilados	21
2.3.	Mercado de las cervezas y RTD	23
2.4.	Tendencias del mercado: premiumización	24
2.5.	Competidores	26
2.6.	Cuota de mercado	28
2.7.	Posicionamiento competitivo	29
2.8.	Resumen de perspectivas de crecimiento	29
3.	<i>Análisis Financiero</i>	31
3.1.	Ratios de rentabilidad	31
3.2.	Estructura de capital y ratios crediticios	36
3.3.	Ratios operativos	40
3.4.	Comparación con pares del mercado	42
4.	<i>Valuación por flujo de fondos descontados</i>	47
4.1.	Modelo de valuación y consideraciones preliminares	47
4.2.	Proyección de ventas netas	49
4.3.	Proyección de margen operativo	52
4.4.	Proyecciones adicionales	53
4.5.	Tasa de descuento	55
4.6.	Valor terminal	62
4.7.	Resultado de la valuación por el método de DCF	64
4.8.	Análisis de sensibilidad	64
5.	<i>Valuación por múltiplos de empresas comparables</i>	67

6.	<i>Conclusiones</i>	70
7.	<i>Comentarios adicionales</i>	71
8.	<i>Bibliografía</i>	72
8.1.	Bibliografía Académica	72
8.2.	Informes y Reportes	72
8.3.	Sitios web	73
9.	<i>Reportes Anuales de Resultados - Diageo</i>	74
10.	<i>Anexo: DCF para escenario base</i>	75
11.	<i>Anexo: DCF para escenario pesimista</i>	76
12.	<i>Anexo: DCF para escenario optimista</i>	77



## Lista de Gráficos

Gráfico 1: Evolución de ventas netas de Diageo 2017-2023	2
Gráfico 2: Evolución del EBIT de Diageo 2017-2023	3
Gráfico 3: Rendimiento de Diageo vs. S&P 500 y FTSE 100 (base 100 enero 2008)	6
Gráfico 4: rendimiento de Diageo vs S&P500 y FTSE 100 (base 100 enero 2008)	7
Gráfico 5: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región NAM	9
Gráfico 6: Variación anual de ventas orgánicas en la región NAM	9
Gráfico 7: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región Europa	10
Gráfico 8: Variación anual de ventas orgánicas en la región Europa	10
Gráfico 9: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región APAC	11
Gráfico 10: Variación anual de ventas orgánicas en la región APAC	11
Gráfico 11: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región LAC	12
Gráfico 12: Variación anual de ventas orgánicas en la región LAC	12
Gráfico 13: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región África	13
Gráfico 14: Variación anual de ventas orgánicas en la región África	13
Gráfico 15: Evolución y estimaciones de ventas en el mercado global de bebidas alcohólicas	20
Gráfico 16: Evolución de ventas de bebidas alc. totales y destilados en E.E.U.U. 2013-2022	22
Gráfico 17: Evolución de las ventas globales de destilados	22
Gráfico 18: Evolución de ventas globales de cerveza 2014-2023	23
Gráfico 19: Factores de contribución a las ventas globales de alcohol en 2022	24
Gráfico 20: Evolución de las ventas globales de Diageo por segmento de precio 2019-2023	25
Gráfico 21: Evolución de las ventas de Diageo en E.E.U.U. por segmento de precio 2019-2023	25
Gráfico 22: Evolución de gastos de A&P y ratio sobre ventas netas	29
Gráfico 23: Evolución de la ganancia operativa y el margen operativo 2017-2023	31
Gráfico 24: Evolución del margen operativo por región 2017-2023	32
Gráfico 25: Evolución de margen bruto y margen EBITDA 2017-2023	33
Gráfico 26: Evolución de resultado neto y margen neto 2017-2023	33
Gráfico 27: Evolución de ROE, ROIC y ROA 2017-2023	34
Gráfico 28: Evolución de la tasa de interés anual efectiva 2017-2023	36
Gráfico 29: Evolución de la deuda financiera en GBP y como % sobre Patrimonio Neto	37
Gráfico 30: Capital de trabajo (CT), cambio en el CT e intensidad de CT 2017-2023	41
Gráfico 31: Proyecciones de ventas de Diageo por bebida y crecimiento de ventas totales	52
Gráfico 32: Evolución del margen operativo ajustado y no ajustado por eventos no recurrentes	52
Gráfico 33: Cálculo de beta por regresión lineal	59
Gráfico 34: Rolling beta 2016-2023	60

## Lista de Tablas

Tabla 1: Evolución de ventas netas por categoría de bebida _____	15
Tabla 2: Evolución de volumen y ventas por categoría de bebida 2017-2023 _____	16
Tabla 3: Distribución por categorías del mercado global de bebidas alcohólicas 2023 _____	19
Tabla 4: Evolución del mercado global de bebidas alcohólicas 2014-2023 _____	19
Tabla 5: Evolución de cuota de mercado de segmentos de bebidas en E.E.U.U. 2000-2022 ____	21
Tabla 6: Ventas de empresas comparables en el último período fiscal _____	27
Tabla 7: Evolución de cuota de mercado sintética con comparables de la industria 2016-2022	27
Tabla 8: Evolución de ratios ROA y ROE desagregados 2017-2023 _____	35
Tabla 9: Evolución de patrimonio neto, deuda total y deuda financiera 2017-2023 _____	37
Tabla 10: Stock de deuda financiera al 30 de junio de 2023 _____	38
Tabla 11: Evolución de ratios financieros 2017-2023 _____	39
Tabla 12: Cálculo de capital de trabajo para Diageo 2023 _____	41
Tabla 13: Evolución de ciclo de conversión a caja 2017-2023 _____	42
Tabla 14: Indicadores de rendimiento para empresas comparables 2023 _____	43
Tabla 15: Rotación de activos, mult. de capital y margen neto de empresas comparables 2023	43
Tabla 16: Evolución de margen operativo ajustado de empresas comparables 2017-2023 ____	44
Tabla 17: Ratios financieros de empresas comparables 2023 _____	45
Tabla 18: Indicadores de gestión operativa de empresas comparables 2023 _____	45
Tabla 19: Proyección de crecimiento de las ventas globales por segmento de bebida y región	50
Tabla 20: Evolución de ventas de Diageo y de mercado global TBA _____	50
Tabla 21: Proyecciones de ventas de Diageo por segmento de bebida y región geográfica ____	51
Tabla 22: Cálculo de la intensidad de CAPEX 2019-2023 _____	53
Tabla 23: Proyección de CAPEX 2024-2028 _____	53
Tabla 24: Cálculo de la alícuota impositiva promedio 2021-2023 _____	54
Tabla 25: Cálculo de ratio entre amortizaciones y depreciaciones, y activos fijos brutos ____	54
Tabla 26: Evolución del capital de trabajo 2017-2023 _____	55
Tabla 27: Proyección del capital de trabajo 2023-2028 _____	55
Tabla 28: Cálculo de beta por regresión lineal _____	58
Tabla 29: Cálculo de beta por comparables _____	59
Tabla 30: Beta estimado de Diageo _____	60
Tabla 31: Cálculo del WACC _____	62
Tabla 32: Resumen de la valuación de Diageo mediante DCF _____	64
Tabla 33: Sensibilidad del precio de la acción en USD al crecimiento g y al WACC _____	65
Tabla 34: Valuación según escenarios de crecimiento pesimista, base y optimista _____	66
Tabla 35: Indicadores y múltiplos de empresas comparables _____	68
Tabla 36: Resultados de la valuación por comparables _____	69
Tabla 37: Sensibilidad del precio de la acción en USD a variaciones de EBITDA y EV/EBITDA	69

## 1. Descripción del Negocio

### 1.1. Introducción

Con una capitalización de mercado de aproximadamente GBP 76.000 millones y ventas anuales en el período fiscal 2023 de GBP 17.113 millones, Diageo (tickers LSE:DGE y NYSE:DEO) es una de las empresas líderes en el mercado global de las bebidas alcohólicas, con especial foco en el mercado de los destilados en el sector premium o ultra premium.

Su modelo de negocios se basa principalmente en las ventajas competitivas que le aporta su extensa red de distribución global y la escala de su negocio, que permiten a sus esfuerzos de marketing posicionar a sus reconocidas marcas en prácticamente todo el planeta. Estas ventajas competitivas no solo funcionan a nivel de la fidelización de nuevos y existentes consumidores, sino que además le brindan a Diageo margen de maniobra en la definición del precio de venta de sus productos, especialmente en las escalas de bebidas premium o superiores, que son menos sensibles a tales variaciones. Esto le permite, potencialmente, aumentar los márgenes operativos, al mismo tiempo de brindar protección frente a escenarios inflacionarios, ineficiencias de la cadena de suministro, etc.

Al igual que otras empresas del sector, Diageo no solamente pone foco en el crecimiento orgánico, sino que además es un jugador importante en la adquisición de marcas que se alinean con su modelo de negocios. En ambos casos, el modelo de crecimiento pone fuerte énfasis en la “premiumización” del mercado, esto es, la tendencia global de los consumidores a preferir calidad y marca por sobre cantidad. El fenómeno de premiumización es parte del modelo aspiracional que diversas marcas, entre ellas muchas de las que pertenecen a Diageo, impulsan mediante sus campañas de marketing, y que son la base del crecimiento de sus ventas y márgenes en los últimos años.

Diageo es una empresa de alcance global, con ventas en más de 180 países y plantas productivas propias o tercerizadas mediante joint ventures en 140. Emplea modelos mixtos de suministros que le permiten auto abastecerse de forma parcial de materia prima estratégica.

La compañía es dueña de aproximadamente 200 marcas de bebidas alcohólicas, tanto de alcance local en determinados países como de alcance global. Entre sus marcas líderes se encuentran las marcas de whisky Johnnie Walker, J&B y Vat 69, la cerveza Guinness, los vodkas Smirnoff y Cîroc, los gin Tanqueray y Gordon, el licor Bailey's, el ron Captain Morgan, y los tequilas Don Julio y Casamigos. Adicionalmente, Diageo es dueña del 34% de Moët Hennessy, la división de bebidas alcohólicas del conglomerado francés Moët Hennessy Louis Vuitton (LVMH).

*Imagen 1: Principales marcas pertenecientes a Diageo*



Fuente: imagen obtenida de la página de internet corporativa de Diageo <https://www.diageo.com/en/our-brands>

Analizando los resultados reportados del período 2017-2023 se observa un crecimiento sostenido tanto de las ventas como el EBIT. Como es esperable, el período fiscal 2020 que comprende los primeros meses de la pandemia COVID muestra un retroceso que es rápidamente recuperado en el período 2021 (julio de 2020 a junio de 2021) y validado en el año siguiente.

Como se observa en el gráfico 1, las ventas netas del período 2017-2023 evidencian un CAGR de 6%, desde GBP 12.050 millones en 2017 hasta GBP 17.113 millones en 2023. La caída de las ventas netas en 2020, primer año de la pandemia del COVID-19, fue del 8,7% como consecuencia de una caída del 11,2% en el volumen, que aun en dicho contexto fue parcialmente compensada por un aumento del 2,8% en el precio y mix de productos. Como se discutirá más adelante, este valor es proporcional a la caída de las ventas en la industria. Sin embargo, la recuperación de las ventas de Diageo a partir de 2021 y hasta 2023, superó claramente al crecimiento del mercado. En 2021, se recuperó completamente el volumen de ventas del año anterior, con una contribución adicional de 4,8% por precio y mix. En 2022 se observó un crecimiento tanto en volumen como en precio y mix por sobre el 10% en ambos casos, resultando en un 21,4% de aumento de ventas netas. Las ventas reportadas por la empresa en 2023 fueron las más altas en valor nominal desde su formación, superando el máximo anterior, del año previo, en 11,8%. Este aumento de ventas está principalmente apalancado en el aumento de precios y mix de ventas, no solo producto del aumento de los índices de precios al consumidor a nivel global, sino además por efecto de la premiumización, como se verá en el punto 2.4. Adicionalmente, las importantes adquisiciones de marcas que Diageo realizó en los últimos años, especialmente en 2016-2017, empiezan a tener volumen relevante de ventas.

Gráfico 1: Evolución de ventas netas de Diageo 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Analizando las ventas de 2023, se observa que de los GBP 1.661 millones que aumentaron las ventas netas respecto del año previo, GBP 1.083 millones o 65,2% corresponden a crecimiento orgánico por precio y mix de producto.

En lo que respecta a los resultados operativos, el EBIT también muestra una evolución creciente en los últimos 7 años, con un CAGR de 4,5 %, como se detalla en el gráfico 2. El valor reportado para 2023 fue de GBP 4.632 millones, GBP 223 millones o 5,1% por encima del valor del año previo.

El crecimiento del EBIT en el período de estudio es ligeramente menor al crecimiento de las ventas. Esto se debe principalmente al aumento de los costos operativos en los períodos posteriores a la pandemia. La caída en el EBIT en 2020 fue del casi 50%, a pesar de haber tenido un crecimiento de casi 5% en la primera mitad del período. A pesar de este fuerte impacto, que afectó particularmente a la industria de las bebidas alcohólicas por su fuerte componente de venta al público en situaciones o encuentros sociales, Diageo logró mantener un EBIT superior a los GBP 2.000, así también como un flujo de caja libre positivo.

Gráfico 2: Evolución del EBIT de Diageo 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

## 1.2. Historia de la compañía

Diageo está radicada en Londres, Reino Unido. Sus raíces, en Dublín, Irlanda, datan de 1759, año de la fundación de la cervecería St. James Gate Brewery, y la firma del contrato de arrendamiento de sus instalaciones por los siguientes 9.000 años, algo que simbólicamente ejemplifica la visión de largo plazo de su fundador Sir Arthur Guinness. La compañía se haría posteriormente pública el 21 de octubre de 1886 en el London Stock Exchange como Arthur Guinness Son and Company Limited. A nivel mundial, Guinness es un ícono de la cerveza oscura stout y a la vez un símbolo de la cultura irlandesa y en particular de la ciudad de Dublín, en donde el reconocimiento del efecto que la fábrica y su fundador tuvieron en la comunidad persiste intacto hasta hoy. A modo de ejemplo, la catedral de San Patricio en Dublín fue completamente restaurada entre 1860 y 1865 con fondos provistos por Sir Benjamin Guinness, cuya estatua reside actualmente en la entrada de la catedral. Este proceso dio inicio a una relación entre Guinness y la catedral que continuó en las décadas siguientes, y que son

solo una pequeña parte del vínculo entre Guinness, la cultura irlandesa y la ciudad de Dublín. Adicionalmente, la marca Guinness ha ganado reconocimiento en el mundo entero mediante estrategias de marketing de alcance global, particularmente la creación del libro Guinness de los Récords en 1955.

*Imagen 2: Marca Guinness, fundadora de Diageo*



*Fuente: imagen obtenida de la página web corporativa de Guinness <https://www.guinness.com/en>*

El grupo Diageo, cómo se lo conoce actualmente, inició sus operaciones en 1997 al realizarse la fusión entre la cervecera irlandesa y el conglomerado de esparcimiento multinacional de origen británico Grand Metropolitan. Este último fue fundado en 1934 y originalmente sus actividades estuvieron relacionadas con la gastronomía y provisión de productos a bares y pubs. Con el tiempo la empresa expandió sus negocios hacia la hotelería y la venta al público de productos de consumo masivo, como tabaco y bebidas alcohólicas. En 1950 se transformó en una empresa global, dejando atrás su mercado exclusivamente británico y desembarcando en los E.E.U.U. con la compra de la cadena hotelera de lujo St. Regis. La compañía continuó expandiéndose en base a fusiones, adquisiciones y ventas de unidades de negocios, siendo sin duda la más notable la adquisición de la cadena de comidas rápidas Burger King en 1988. Para el momento de la fusión con Guinness, Grand Metropolitan ya era dueña de diversas marcas relevantes de bebidas alcohólicas como Smirnoff y Bailey's.

*Imagen 3: Marca Grand Metropolitan, fundadora de Diageo*



*Fuente: imagen obtenida de [https://en.wikipedia.org/wiki/Grand\\_Metropolitan](https://en.wikipedia.org/wiki/Grand_Metropolitan)*

Luego de aproximadamente 5 años de negociaciones, la fusión entre Guinness y Grand Metropolitan se llevó a cabo el 17 de diciembre de 1997, por un valor de USD 15.800 millones. El nombre Diageo resulta de las acepciones en latín “día” y “mundo”. El grupo tomó este nombre en 2002 cuando, luego de una reorganización, focalizó su negocio en las bebidas alcohólicas. Durante dicho proceso se desprendió de negocios como la cadena de comida rápida Burger King, y también de marcas de bebidas que fueron vendidas a competidores, como Bombay Sapphire o Dewar, ambas a la empresa privada Bacardi. Luego de dicha reorganización, y con la subsecuente incorporación de marcas al portafolio, Diageo se transformó en lo que es actualmente, el referente de la industria y la sexta empresa de bebidas más grande del mundo.

Imagen 4: Marca Diageo, fundada en 1999

# DIAGEO

Fuente: imagen obtenida de <https://www.diageo.com/en>

Imagen 5: Hitos en la historia de Diageo.

- 1627 ● Primer registro de la familia Haig, fundadores del whisky Haig Club.
- 1759 ● Arthur Guinness firma el contrato de arrendamiento por 9.000 años en St. James Gate y comienza a producir cerveza.
- 1820 ● John Walker abre una tienda en Kilmanrock, Escocia, y comienza preparar whisky.
- 1830 ● Charles Tanqueray comienza a destilar gin en Londres.
- 1864 ● Pyotr Smirnoff abre una destilería en Rusia y comienza a producir vodka utilizando un novedoso sistema de filtrado. Posteriormente Smirnoff se mudaría a Europa en 1920, durante la revolución rusa.
- 1939 ● Sam Bronfman crea la marca de whisky Crown Royal como celebración de la visita del rey y la reina de Inglaterra a Canadá.
- 1974 ● La familia Bailey crea y lanza al mercado el primer licor con base de crema del mercado, siendo además uno de los lanzamientos más exitosos de la industria e iniciando una nueva categoría de bebidas.
- 1997 ● Guinness y Grand Metropolitan se unen para formar lo que luego pasaría a llamarse Diageo.
- 2000 ● Diageo consolida sus operaciones, vendiendo marcas de alimentos, notablemente Burger King y Pillsbury.
- 2001 ● Diageo adquiere el negocio de destilados y vinos de Seagram, en particular las marcas Crown Royal y Capitan Morgan.
- 2013 ● Se completa la primera etapa de adquisiciones de la marca United Spirits Limited, convirtiendo a Diageo en el mayor accionista de la marca líder de destilados en India.
- 2013 ● Diageo se asocia con Distill Ventures, una aceleradora que promueve inversiones y consultoría a emprendedores de la industria.
- 2015 ● Diageo adquiere Don Julio, convirtiéndose así en uno de los jugadores más importantes del negocio de los tequilas super premium.
- 2017 ● El desarrollo del negocio del tequila continúa con la adquisición de Casamigos, la marca de tequila de más rápido crecimiento en E.E.U.U.
- 2019 ● Se incrementa la participación en la empresa china de destilados Sichuan Shujingfang al 70% y se adquiere parte de Seedlip, la primera empresa de destilados sin alcohol en el mundo.
- 2020 ● Se lanza "Society 2030: Spirit of Progress", el programa de acción de Diageo en pos del medioambiente, la inclusión y la sustentabilidad.
- 2020 ● Diageo adquiere las marcas de gin Aviator Gin y Davos Brands, incursionando en el negocio de los gin super premium en E.E.U.U.
- 2021 ● Diageo anuncia un plan de expansión en la producción de tequila en México.
- 2021 ● El portafolio de Diageo se expande incorporando la destilería Chase, y con ella las marcas Chase Original Potato Vodka y siete marcas de gin premium.
- 2021 ● Diageo completa una inversión de GBP 185 millones en instalaciones orientadas al turismo del whisky escocés, con el centro de experiencias Johnnie Walker Princes Street, en Edimburgo.
- 2022 ● La sede global de Diageo se muda a una nueva ubicación en el centro de Londres.

Fuente: elaboración propia en base a la página web corporativa de Diageo <https://www.diageo.com/en>

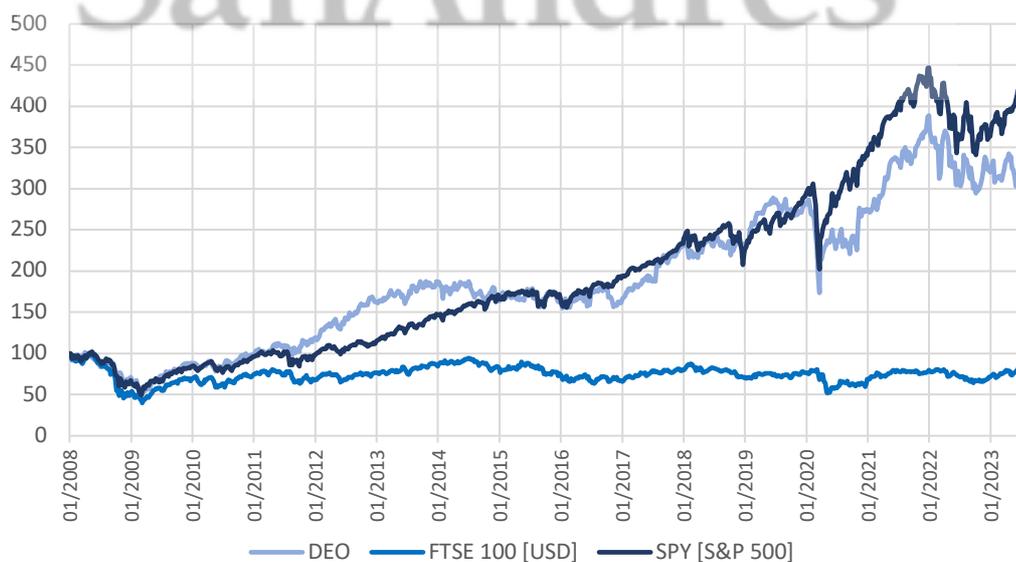
### 1.3. Capital accionario

Al momento de la valuación, la empresa cotiza en la bolsa de valores de Londres bajo el ticker LSE:DGE y a través de American Depositary Shares (ADS) en la bolsa de Nueva York con relación 4:1 bajo la denominación DEO. Al momento de la valuación, la capitalización de mercado de la compañía era de aproximadamente GBP 76.000 millones de libras esterlinas o USD 96.370 millones. El total de acciones ordinarias en circulación era de 2.247.049.741, existiendo únicamente valores de este tipo, y teniendo derecho a voto y a dividendos cada una de ellas.

El mix de accionistas de la empresa es muy variado, con aproximadamente 70% de las acciones en manos de inversores institucionales, pero sin presencia de accionistas mayoritarios. Los 3 mayores inversores reportados por la compañía son el fondo BlackRock Investment Management, dueño de 8,40% del total de acciones en circulación, Massachusetts Financial Services Company con el 5,20% y Capital Research and Management Company con el 4,99%.

Tradicionalmente, el precio de la acción de Diageo ha tenido un crecimiento estable, relativamente poco volátil, con retornos por sobre la evolución del índice británico FTSE 100 y considerablemente a la par del índice S&P 500. Especialmente en los períodos 2011-2013 y 2017-2019, se observa que el retorno al inversor superó al del S&P 500. Esto puede observarse en el gráfico 3 donde se ve la evolución del precio semanal del ticker NYSE:DEO, junto con el índice FTSE 100 convertido a USD y el índice S&P 500. Sin embargo, desde los comienzos de la pandemia de 2020, el rendimiento de la acción ha sido considerablemente inferior. Tomando el período febrero de 2020 a junio de 2023 inclusive, detallado en el gráfico 4, el retorno al accionista considerando reinversión de dividendos resultó cercano al 15%, muy por debajo del 40% del S&P 500 y más en línea con el FTSE 100 que se mantuvo estable medido en USD.

Gráfico 3: Rendimiento de Diageo vs. S&P 500 y FTSE 100 (base 100 enero 2008)



Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance.

Gráfico 4: rendimiento de Diageo vs S&P500 y FTSE 100 (base 100 enero 2008)



Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance.

La compañía distribuye anualmente a sus accionistas cerca de 50% de flujo de caja libre en forma de dividendos y recompra de acciones. Al cierre del período fiscal 2023 la empresa anunció un dividendo de GBP 0,80 por acción, lo que representa una rentabilidad por dividendo de 2,45%, y un aumento del mismo de forma ininterrumpida desde sus inicios en 1997. En los últimos 10 años el crecimiento anualizado promedio del dividendo fue de 5,37% CAGR, mientras que en los últimos 5 fue de 4,14% CAGR.

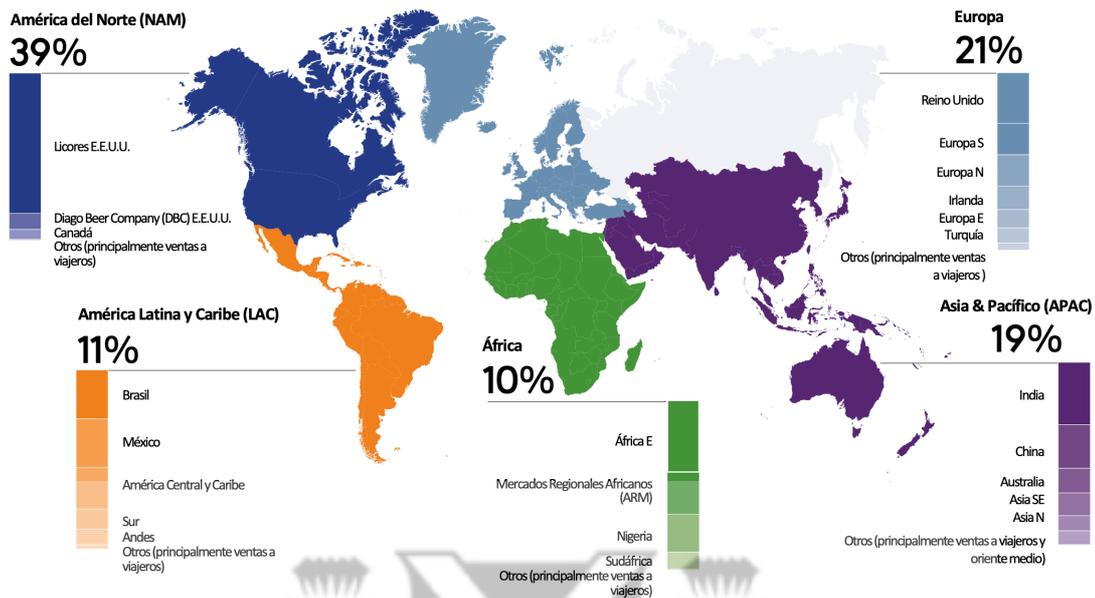
#### 1.4. Segmentación operativa: clasificación geográfica

La compañía segmenta sus negocios tanto de forma geográfica, como por tipo de bebida y categoría de precio. A continuación, se discute la evolución de las ventas en volumen equivalente de bebida alcohólica<sup>1</sup> y las ventas netas para cada una de las regiones geográficas segmentadas por la compañía: América del Norte (NAM), América Latina y Caribe (LAC), Europa, África y Asia Pacífico (AP).

Al cierre del año fiscal 2023 la región NAM concentró el 39% de las ventas netas reportadas, Europa y APAC se repartieron una fracción equivalente entre ambas, 21% y 19%, mientras que LAC y África completaron los GBP 17.133 millones de ventas netas totales en 2023 con 11% y 10% respectivamente. Esto se observa en detalle en la imagen 6, junto con una interpretación comparativa del consumo en los principales países o zonas geográficas de cada región.

<sup>1</sup> Una unidad equivalente de alcohol equivale a 8 g o 10 ml de alcohol puro.

Imagen 6: Distribución de ventas por región geográfica en 2023



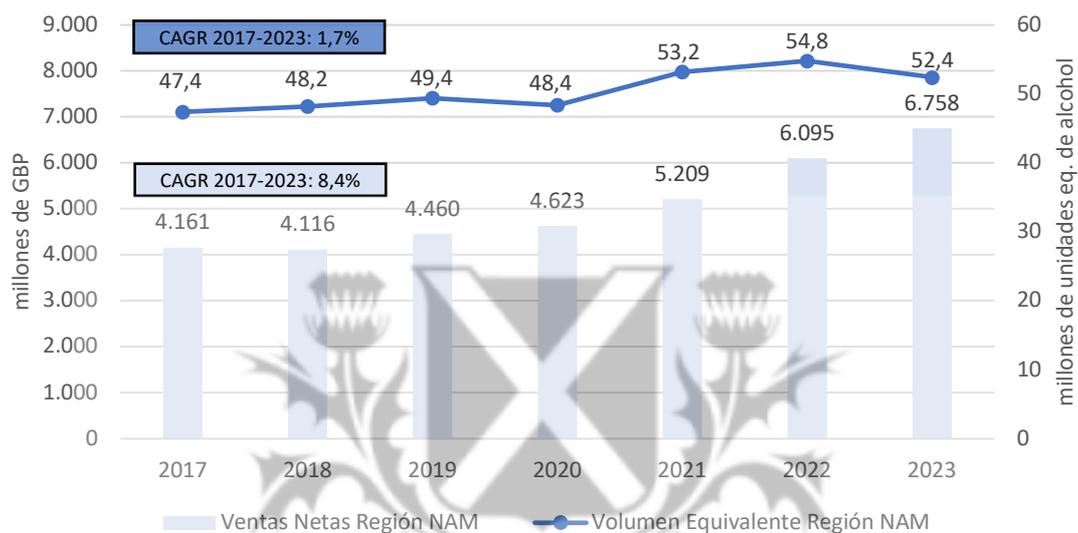
Fuente: adaptado del reporte de resultados anual de Diageo 2023

Al analizar los resultados de los últimos años, resulta evidente que el aumento en las ventas netas no es acompañado con un aumento comparable de las unidades equivalentes de alcohol vendidas. Esto es especialmente apreciable en las 3 principales regiones, NAM, Europa y AP, que entre las 3 concentran el 79% de las ventas netas a la fecha de valuación. Esto es resultado, por un lado, del aumento de los precios de venta y, por otro lado, también responde a un cambio en el mix de ventas, que en la mayoría de los segmentos operativos favorece a las bebidas premium, de mayor precio y margen. Adicionalmente, las ventas netas también reflejan el aumento no orgánico de ventas producto de la adquisición de otras empresas o marcas de bebidas, como así también el efecto del tipo de cambio producto de la apreciación o depreciación de la libra esterlina.

El análisis de la evolución de ventas en la región NAM puede llevar a conclusiones erróneas si se lo analiza de forma aislada, por lo que merece un análisis detallado. Las ventas netas reportaron un importante crecimiento del 11% en 2023. A simple vista esto puede parecer un excelente resultado, pero es importante considerar que una componente importante de este incremento se debe a la apreciación del tipo de cambio, es decir al fortalecimiento del dólar americano. Este tipo de distorsión en el estado de resultados de principal región en ventas se resolverá a partir de 2024 cuando la empresa reemplace a la libra esterlina por el dólar, mucho más representativo de su mix de ventas. Al mismo tiempo, cuando se analiza la evolución de las ventas orgánicas, se observa que se mantuvieron estables sin crecimiento entre 2022 y 2023. Esto es producto de una caída del volumen, aumento de la inflación y leve deterioro del mix de productos, que fueron casi completamente compensados por un aumento del precio de ventas y un aumento del 15% en las ventas de tequila, una categoría que viene creciendo muy por encima del resto de las bebidas, como se verá más adelante. En definitiva, el mercado en la región NAM sigue siendo el más relevante para Diageo, pero en 2023 hubo un estancamiento de las ventas orgánicas, es decir, ventas sin considerar efectos inorgánicos por

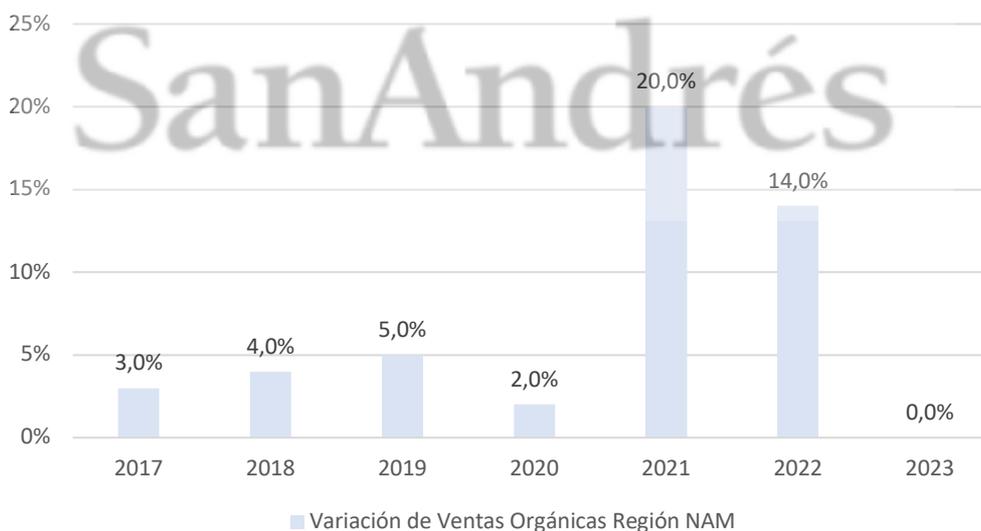
adquisiciones de marcas, efectos del tipo de cambio o correcciones por hiperinflación<sup>2</sup>. Si además se considera que esta evolución de ventas orgánicas de 0%, ocurrió a pesar del fuerte crecimiento en la categoría tequila, es evidente que las ventas del resto de las bebidas en la región (salvo la cerveza y el vodka para ser precisos) muestran una desaceleración a tener en cuenta en el mercado que representa casi el 40% de las ventas de la compañía y que se había recuperado plenamente del efecto de la pandemia en los 2 períodos anteriores.

**Gráfico 5: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región NAM**  
una unidad equivalente de alcohol equivale a 8 g o 10 ml de alcohol puro



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

**Gráfico 6: Variación anual de ventas orgánicas en la región NAM**

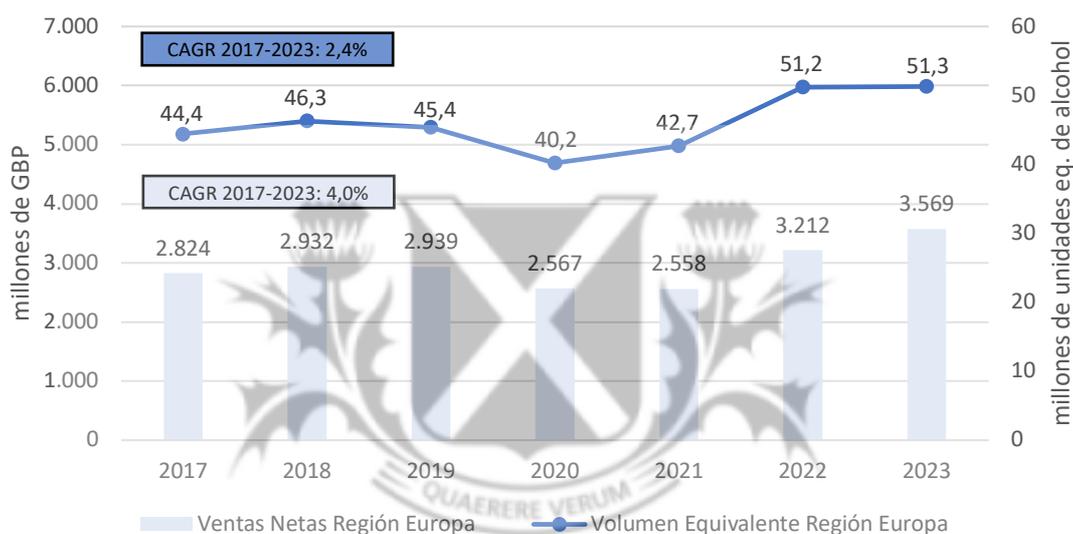


Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

<sup>2</sup> Diageo considera correcciones por hiperinflación cuando los precios en una dada región aumentan más de 100% en un plazo de 3 años, lo que equivale a 2% mensual acumulado. En dichos casos reporta ventas orgánicas hasta ese límite y al resto del aumento de precios, superior al 2% mensual, lo considera aumento de precios inorgánico por hiperinflación. De los principales mercados de Diageo, esto aplica principalmente a Turquía.

En las otras regiones se observan situaciones similares en lo que respecta a la moderada evolución de las ventas en volumen, pero con crecimiento tanto de las ventas netas como de las ventas orgánicas. En Europa se observa una recuperación tardía de la pandemia, con un comportamiento del volumen y las ventas netas más asociado que en la región NAM, y con fuerte crecimiento de ventas orgánicas como resultado de mejores precios y mix de producto, asociados generalmente al concepto de premiumización que se discutirá más adelante.

Gráfico 7: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región Europa  
una unidad equivalente de alcohol equivale a 8 g o 10 ml de alcohol puro



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

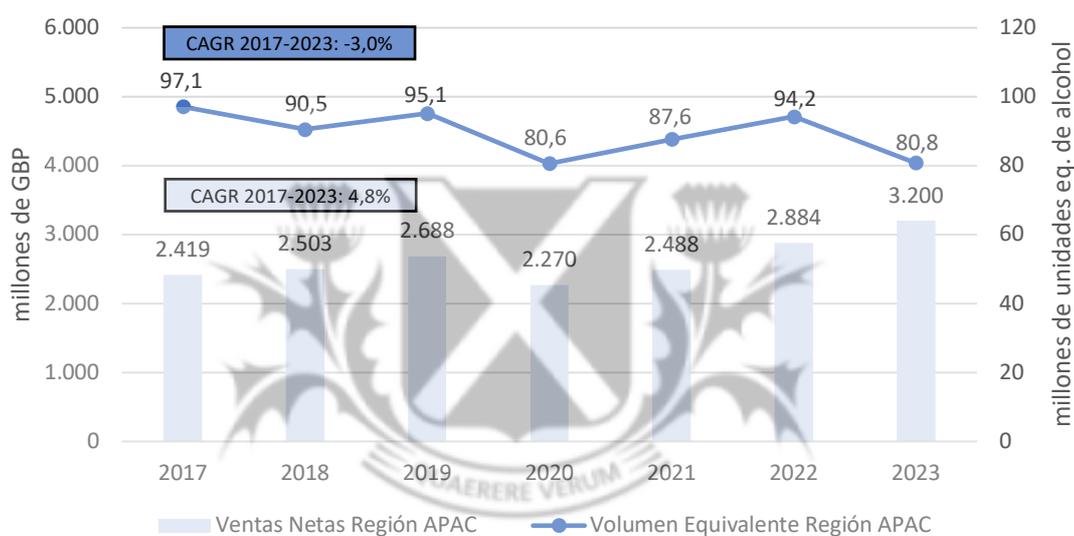
Gráfico 8: Variación anual de ventas orgánicas en la región Europa



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

En la región APAC se observa claramente el efecto de los cambios en las tendencias de consumo hacia productos premium. Mientras que el volumen reportó una caída del 15% en 2023 y un CAGR de -3% desde 2017, las ventas netas aumentaron 11% el último año y 4,8% desde 2017. Esto es resultado no solo de aumentos en los precios de venta y en variaciones del tipo de cambio, sino que tiene una componente orgánica muy importante por mix producto, consecuencia de un consumo más focalizado en productos premium de mayor valor y margen. Como se verá más adelante esta tendencia es global, fuertemente evidenciada durante y luego de la pandemia, y puede observarse con claridad en esta región que combina un fuerte aumento de las ventas con una importante reducción en el volumen.

Gráfico 9: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región APAC  
una unidad equivalente de alcohol equivale a 8 g o 10 ml de alcohol puro



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

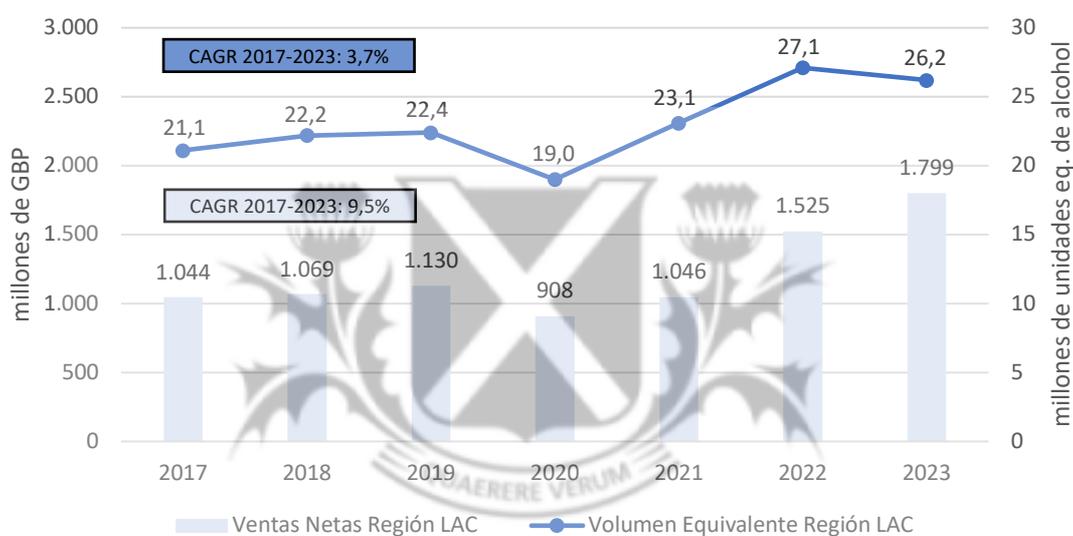
Gráfico 10: Variación anual de ventas orgánicas en la región APAC



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

La región LAC puede considerarse, desde el punto de vista de la compañía, como una de las regiones con mayor potencial de crecimiento, con especial foco en el mercado de los destilados. Con un crecimiento de ventas netas en el período 2017-2023 de 9,5% CAGR y del 18% en 2023, la región dominada por los mercados de Brasil y México viene impulsando el crecimiento global de las ventas. La compañía pone foco en estos 2 países, junto con India, en vistas de sus planes de crecimiento hasta 2030. Al respecto de las ventas orgánicas, se observa un crecimiento del 30% en 2021, del 43% en 2022 y del 9% en 2023, siendo sin dudas la región de mayor crecimiento en el período postpandemia.

Gráfico 11: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región LAC  
una unidad equivalente de alcohol equivale a 8 g o 10 ml de alcohol puro



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

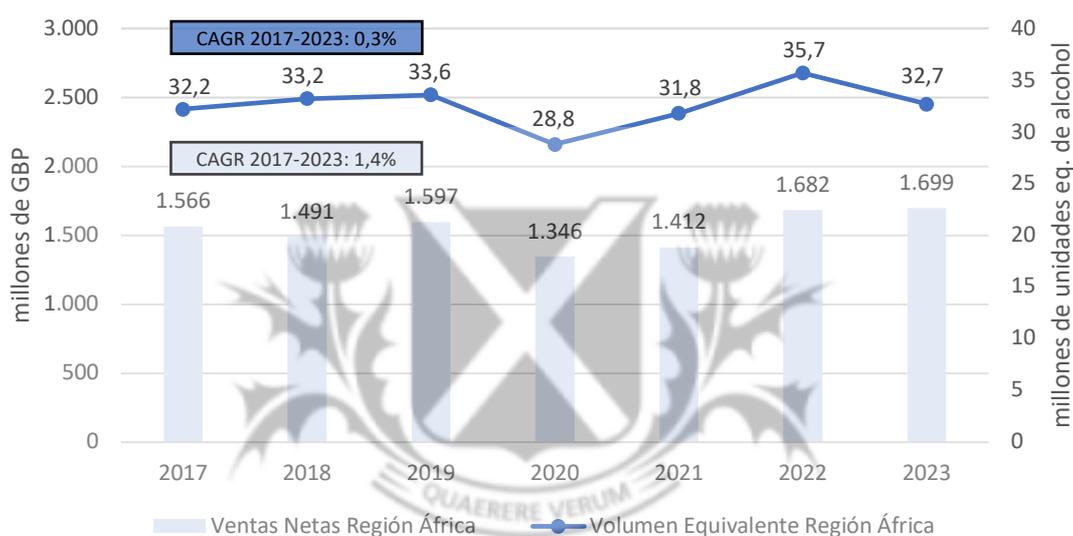
Gráfico 12: Variación anual de ventas orgánicas en la región LAC



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

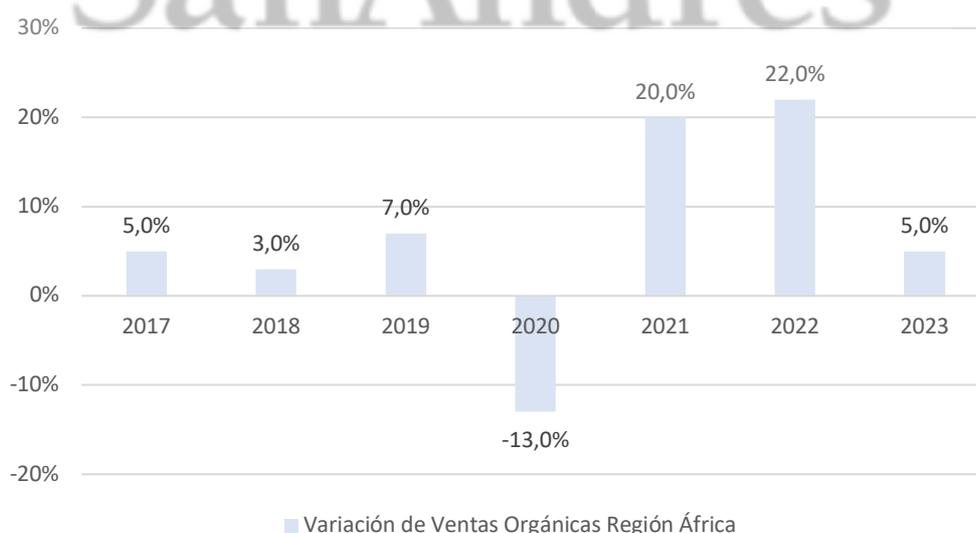
La región África presenta, en términos generales, resultados más modestos y con menos perspectivas de crecimiento que las otras regiones. A diferencia de lo que sucede en las otras regiones, en África el negocio principal de Diageo es el de la cerveza. El volumen tuvo un crecimiento acumulado desde 2017 inferior a 0,3% CAGR y las ventas de 1,4% CAGR. En 2023 las ventas orgánicas aumentaron un 5%, lo que fue totalmente absorbido por efectos negativos de tasa de cambio y una caída del volumen de 8,4%.

Gráfico 13: Evolución de ventas netas y volumen de ventas en la región África  
una unidad equivalente de alcohol equivale a 8 g o 10 ml de alcohol puro



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

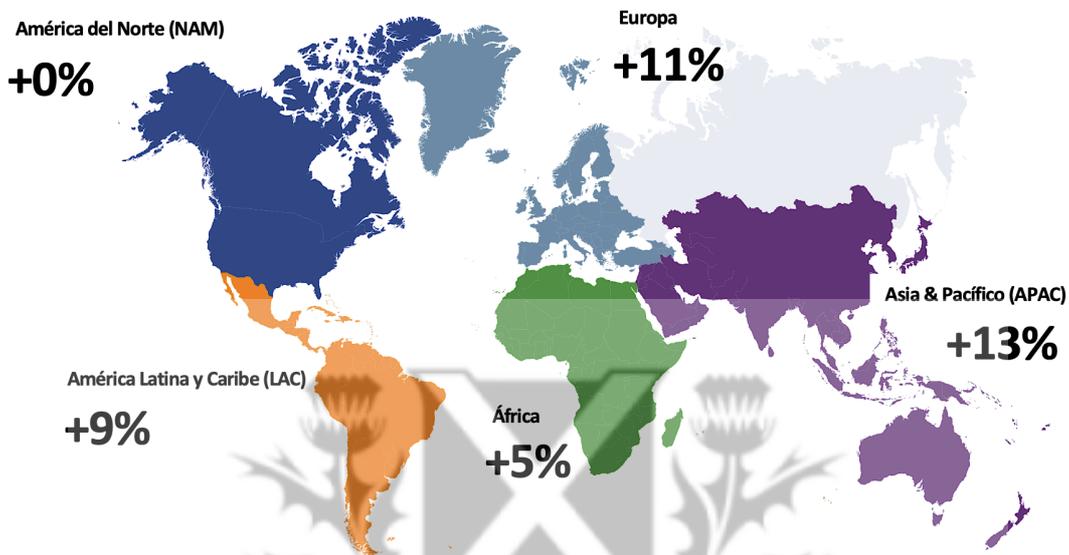
Gráfico 14: Variación anual de ventas orgánicas en la región África



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Como se introdujo en el punto anterior, el resultado global en 2023 fue positivo para Diageo. Además de un crecimiento en ventas netas brutas (10,7%), se registraron incrementos de ventas netas orgánicas (6,5%), ganancia operativa (7%) y margen operativo (15 bp). Esto se discutirá en detalle a lo largo de la sección Análisis Financiero.

Imagen 7: Evolución anual de ventas netas orgánicas por región geográfica 2023



Fuente: adaptado del Reporte Anual de Resultados de Diageo 2023

### 1.5. Segmentación operativa: clasificación por categoría de bebida

A la hora de reportar resultados y analizar su rendimiento, la compañía utiliza un segundo tipo de segmentación, en este caso por categoría de bebida. El crecimiento en las ventas de los últimos períodos fue especialmente traccionado por los segmentos de scotch whisky, cerveza y tequila.

En el primer caso, Johnnie Walker es la marca individual con mayor cantidad de consumidores dentro de la categoría de bebidas alcohólicas a nivel mundial, de acuerdo con lo reportado por Diageo, con aproximadamente 93 millones de consumidores al mes, y sus ventas han crecido fuertemente de la mano de la premiumización del mercado. Aun con un rendimiento modesto en la región NAM, las ventas orgánicas globales en la categoría scotch crecieron 12% en 2023, representando el 25% de las ventas netas de la compañía, como se observa en la tabla 2.

Guinness, por su parte, la única marca de cerveza de Diageo se convirtió en la cerveza de mayor consumo en locales de atención al público en Reino Unido a finales de 2022, en base a la información provista por los reportes de resultados de Diageo. Esta categoría creció 9% en 2023 y representa el 15% del mix de ventas.

La categoría Tequila, especialmente la tradicional marca Don Julio y la recientemente adquirida Casamigos, representan globalmente el 12% de las ventas, habiendo aumentado sus ventas netas en 32% y sus ventas orgánicas 19% durante el período 2023. Esta categoría es de especial importancia

para la compañía, dado que combina tres factores importantes. Por un lado las marcas mencionadas son dos de las principales marcas líderes del segmento. Por otro lado, el mercado del tequila y sus derivados son la tercera categoría en volumen de ventas, aun estando casi exclusivamente concentrado en la región NAM. Por último, el tequila es la categoría de mayor crecimiento a nivel mundial en la industria de los destilados, de acuerdo con (Aswani, 2021) y los reportes de mercado de Statista. Esto significa que de suceder la globalización del consumo de tequila, como la compañía espera en los años siguientes, la posición de Diageo con sus marcas Don Julio y Casamigos sería muy beneficiosa y debería permitirle apalancar sus perspectivas de aumento de cuota de mercado. En las tablas 1 y 2 se muestra la evolución de las ventas por segmento de bebida. En los últimos años, las ventas de tequila reportadas por Diageo crecieron a una tasa del 31,4% CAGR en volumen y al 39% CAGR en ventas, mientras que la categoría de destilados, incluyendo al tequila, creció al 2,4% CAGR y 7,7% CAGR respectivamente.

Aun considerando el efecto de la pandemia, se observa un crecimiento en el volumen de mercado de las categorías destilados y RTD, de 2,4% y 6,0% CAGR respectivamente, en el período 2017-2023. Postpandemia se observa una rápida recuperación y al mismo tiempo un retroceso del volumen de ventas en 2023. El crecimiento en volumen para el período 2021-2023 fue de 7% CAGR en el segmento destilados, 5% en el segmento cerveza y 10,7% para los productos RTD. Como se mencionó previamente, las ventas netas orgánicas muestran números más favorables, con aumentos CAGR de entre 13% y 16% en los últimos 3 años; y resultados positivos a lo largo de los últimos 7 años en todas las categorías de bebidas, con la excepción de destilados y cervezas durante la pandemia. Es importante destacar nuevamente el rendimiento del segmento tequila, que con un crecimiento de ventas netas orgánicas de 39% CAGR en los últimos 7 períodos y 51% CAGR en los últimos 3, se consolidó como el tercer segmento en ventas detrás del scotch whisky y la cerveza Guinness.

Tabla 1: Evolución de ventas netas por categoría de bebida en millones de GBP

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2017-2023
<b>Destilados</b>								
Scotch	2.979	3.009	3.189	2.647	2.859	3.688	4.278	6,2%
Tequila	219	341	467	593	991	1.556	2.054	45,3%
Vodka	1.428	1.342	1.396	1.284	1.297	1.439	1.540	1,3%
Whisky Canadiense	824	791	854	923	960	1.027	1.027	3,7%
Ron	847	813	788	733	741	785	856	0,2%
Otros Licores	634	660	686	652	769	831	856	5,1%
Gin	450	513	631	599	671	792	856	11,3%
Whisky Local India	713	706	728	633	652	685	685	-0,7%
Whisky E.E.U.U.	238	241	263	273	276	320	342	6,2%
<b>Cerveza</b>	2.298	2.275	2.366	2.011	1.930	2.355	2.567	1,9%
<b>RTD</b>	393	393	441	454	549	665	685	9,7%

Fuente: elaboración propia en base a estimaciones realizadas a partir de los estados financieros de Diageo 2017-2023

Tabla 2: Evolución de volumen y ventas por categoría de bebida 2017-2023

	Volumen CAGR 2017-2023	Ventas Netas CAGR 2017-2023	Ventas Orgánicas CAGR 2017-2023	% sobre Ventas Netas 2023
Destilados	2,4%	7,0%	7,7%	79%
Scotch	4,0%	6,2%	7,4%	25%
Tequila	31,4%	45,3%	39,0%	12%
Vodka	1,3%	1,3%	1,1%	9%
Whisky Canadiense	1,7%	3,7%	4,2%	6%
Ron	-3,0%	0,2%	1,6%	5%
Otros Licores	4,1%	5,1%	5,7%	5%
Gin	9,0%	11,3%	11,3%	5%
Whisky Local India	3,3%	-0,7%	6,0%	4%
Whisky E.E.U.U.	1,6%	6,2%	6,0%	2%
Cerveza	0,4%	1,9%	4,6%	15%
RTD	6,0%	9,7%	10,3%	4%

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

## 1.6. Riesgos generales y de la industria

Como toda compañía, Diageo está expuesta a riesgos diversos relacionados con factores económicos, sociales o climáticos, que pueden afectar su funcionamiento operativo, la provisión de sus materias primas principalmente de origen agrícola, el suministro de productos, etc. Por otro lado, Diageo es una empresa considerablemente apalancada. La renovación de parte de su deuda financiera en el último año resultó en un aumento del 45% de la tasa de interés anual efectiva, de 2,7% a 3,9%. El costo efectivo de la deuda sigue siendo bajo, pero esto podría cambiar rápidamente en los próximos años si las tasas de referencia continúan en aumento.

Al respecto de condiciones específicas de la industria y de la posición que Diageo ocupa en el mercado, se pueden identificar 2 factores de riesgo específicos.

Por un lado, las bebidas alcohólicas no son ajenas al reciente surgimiento de marcas y productos que llegan al consumidor mediante vías de comunicación no tradicionales, desafiando las perspectivas del marketing tradicional. Tanto las redes sociales como la cultura de las celebridades se han transformado en una muy eficiente vía de acceso a consumidor. Las bebidas alcohólicas se prestan particularmente bien a este fenómeno, ya que el costo de producción es relativamente bajo en comparación al costo publicitario, si se lo compara con otras industrias. En particular, han surgido recientemente muchas marcas de bebidas de la mano de celebridades, que han alcanzado una cuota de mercado considerable a una velocidad difícil de explicar mediante las técnicas convencionales. La cultura de la viralización es particularmente permeable a productos aspiracionales. Sin ir más lejos, el tequila Casamigos, uno de los productos de mayor crecimiento en el portafolio de Diageo, fue creado entre otros por George Clooney, reconocido actor e inversor, y posteriormente fue adquirido por Diageo

en aproximadamente USD 1.000 millones. Aviator Gin, otro producto actual de Diageo, fue adquirido a su grupo inversor y fundador del que participa el actor e inversor Ryan Reynolds, por USD 610 millones.

Este tipo de incipientes marcas presenta una oportunidad y al mismo tiempo un problema potencial para Diageo y para sus competidores. Mientras que los fabricantes convencionales invierten grandes sumas de dinero intentando posicionar sus marcas en el mercado, especialmente en las categorías premium y super-premium, estos nuevos jugadores alcanzan niveles similares de popularidad a través de las redes sociales apalancándose en influencers que son al mismo tiempo socios fundadores. Si bien hasta el momento Diageo ha aprovechado este fenómeno para incorporar nuevas marcas a su portafolio y potenciarlas mediante sus redes de distribución y promoción, podría enfrentarse a una situación estratégica compleja y de retornos marginales decrecientes en el mediano plazo, si aparecieran nuevos jugadores en base a este formato de forma recurrente. En otras palabras, Diageo no podría incorporar muchas marcas de este tipo sin que compitan entre sí y con las ya presentes en el portafolio, por un mismo consumidor.

Por último, como muchas otras industrias a nivel global, cada vez se observan con más frecuencia tendencias hacia el consumo saludable, especialmente en lo que hace a la alimentación. Así como las empresas de “soft drinks” tienen un desafío por delante a medida que sus productos principales son vistos cada vez más recurrentemente como nocivos para la salud, lo mismo sucede, probablemente en menor medida, con las bebidas alcohólicas. Como se discutirá en el punto 1.6, algunos mercados observan una reducción en el consumo de alcohol, que parcialmente puede atribuirse a este fenómeno, además de al aumento de precios. Anticipándose a estas tendencias, los fabricantes de bebidas alcohólicas comercializan cada vez con mayor éxito, productos similares a sus bebidas tradicionales pero libres de alcohol o con muy baja cantidad.

## 1.7. Estrategia y perspectiva de crecimiento

El primer factor a considerar en el análisis de las perspectivas de crecimiento de Diageo es el comportamiento del mercado a nivel global. Esto se discutirá en detalle en la sección siguiente, pero como punto sobresaliente cabe destacar que el mercado de las bebidas alcohólicas está evolucionando en 2 direcciones principales: el consumo de productos de mayor calidad en detrimento de la cantidad, y la preferencia por los productos destilados por sobre la cerveza y el vino. Específicamente el crecimiento del mercado TBA se estima en 4% CAGR en ventas en los próximos 5 años, mientras que los destilados se estima crecerán en torno al 5% CAGR. Ambos factores son favorables para Diageo, que no solo se especializa en los destilados sino que lo hace en las categorías de precio premium y superiores. Dentro de su mix de ventas, las categorías premium y superiores ganaron cuota de mercado sobre las categorías inferiores a razón de 3% CAGR desde 2019. En términos simplificados el crecimiento del mercado resulta de la combinación del crecimiento demográfico en el sector de edad de consumo legal de alcohol, y la evolución de cuota de mercado entre las categorías de bebidas y las categorías por precio.

El segundo factor a considerar son los gastos en marketing, que en rigor de verdad deberían considerarse, en esta industria en particular, como inversiones en marketing. Diageo considera su estrategia y evolución de inversión en A&P un diferenciador estratégico frente a su competencia. No es un secreto que este tipo de industria es particularmente sensible a la inversión en promoción y desarrollo de marcas, y en línea con esto no sorprende que los ahorros generados por Diageo por reducción de sus costos operativos en el marco del programa global de productividad sean reinvertidos casi en su totalidad en A&P. Diageo utiliza diversas herramientas de generación y análisis de datos con el objetivo de interpretar correctamente en qué mercados invertir, como distribuir la inversión entre las categorías y como medir el retorno de dicha inversión en A&P, no solamente con una perspectiva de categoría de bebidas sino con el foco en la ocasión o contexto en el que se realiza el consumo. Como se verá más adelante, los gastos en marketing aumentaron aproximadamente 60% desde 2017 o 7,9% CAGR. Si se analiza el ratio entre gastos de marketing y ventas netas se observa un crecimiento del 2,6% CAGR.

Adicionalmente, Diageo crece también de forma inorgánica mediante inversiones de capital, con las que incorpora marcas al portafolio. Desde 2017 a la fecha, Diageo adquirió 17 marcas de bebidas alcohólicas. La intención detrás de las adquisiciones no es únicamente adquirir el flujo de caja que estas representan, sino potenciar las marcas utilizando su red global de distribución y promoción.

Al respecto de las perspectivas de crecimiento informadas por la compañía, el reporte del año fiscal 2023 confirma las perspectivas previstas el año anterior, que están por encima del crecimiento esperado de la industria. En particular, los objetivos de mediano plazo (2024-2030) proyectan un aumento anual de las ventas netas orgánicas de 5 a 7% y de las ganancias operativas orgánicas entre 6 y 9%. Asimismo, la empresa espera alcanzar un 6% de cuota de mercado TBA para 2030, como se discutirá en más detalle en el punto 2.5. Para alcanzar estos resultados de forma sostenible, Diageo deberá, como mínimo, sostener sus ventas en su mercado más grande (NAM) y continuar con el crecimiento orgánico en el resto de las regiones para así lograr el crecimiento que se propone. El otro factor que será clave para alcanzar estos resultados es la magnitud en la que el mercado del tequila logre captar consumidores por fuera de sus mercados tradicionales, México y Estados Unidos. Por lo pronto, los resultados de los últimos años, con la excepción de la pandemia, parecen sustentar estas perspectivas de crecimiento. En todo caso, aun considerando una visión pesimista al respecto de las expectativas de crecimiento de la empresa, su posición en el mercado, la madurez del mismo, y el alcance global y de escala de las marcas principales en su portafolio, deberían permitirle a Diageo crecer a la par de la evolución de la industria.

## 2. Análisis de la Industria

### 2.1. Mercado global de bebidas alcohólicas

Las bebidas alcohólicas representan un mercado global estimado de USD 1.609 millones en 2023. Tradicionalmente se clasifican en 5 categorías en orden de volumen de ventas: cervezas, destilados, vinos, cidras y RTDs. La distribución de ventas por categoría para el período 2022-2023 se detalla en las tablas 3 y 4.

Tabla 3: Distribución por categorías del mercado global de bebidas alcohólicas 2023

	Ventas Estimadas 2023 millones de USD	Ventas Estimadas 2023 [% sobre ventas totales]
Cervezas	610	37,9%
Destilados	525	32,6%
Vinos	333	20,7%
Cidras	119	7,4%
RTD	22	1,3%
<b>Total</b>	<b>1.609</b>	<b>100%</b>

Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market Worldwide (2023)* de Statista

Tabla 4: Evolución del mercado global de bebidas alcohólicas 2014-2023 como % de ventas totales

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cervezas	40,8%	40,7%	40,3%	40,3%	40,1%	40,1%	38,5%	38,4%	38,4%	37,9%
Destilados	29,8%	30,3%	30,5%	30,4%	30,4%	30,5%	32,6%	32,5%	32,5%	32,6%
Vinos	21,5%	21,2%	21,6%	22,0%	22,3%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	20,7%
Cidras	7,9%	7,8%	7,6%	7,2%	7,1%	7,0%	7,4%	7,2%	7,2%	7,4%
RTD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,6%	0,8%	0,8%	1,3%
<b>Ventas Totales</b>	<b>1.583</b>	<b>1.482</b>	<b>1.477</b>	<b>1.527</b>	<b>1.578</b>	<b>1.591</b>	<b>1.385</b>	<b>1.456</b>	<b>1.489</b>	<b>1.609</b>

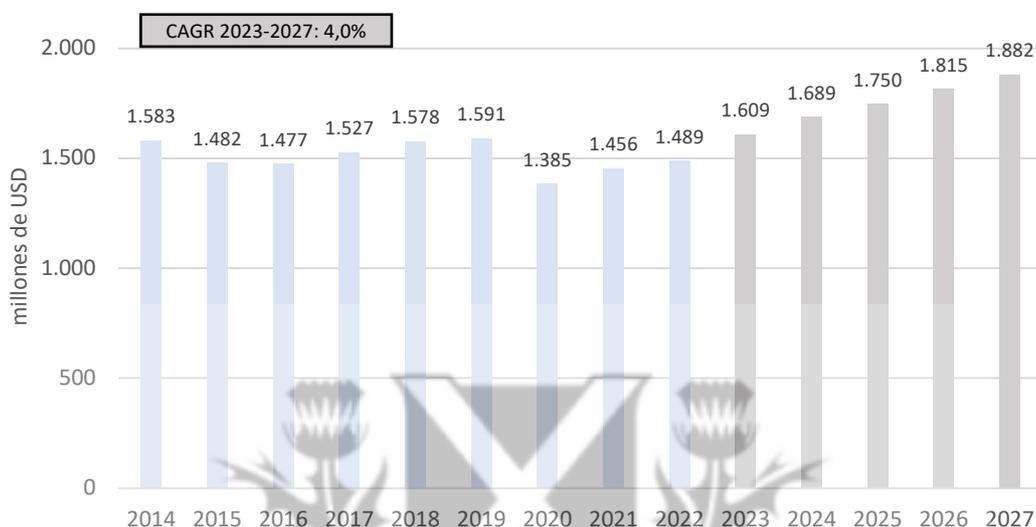
Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market Worldwide (2022)* de Statista y al reporte *Alcoholic Drinks Worldwide, del Statista Market Forecast (2023)*

A nivel de perspectivas de crecimiento, las mismas son muy sensibles al tipo de bebida y región geográfica, y adicionalmente existe una importante diferencia entre las distintas fuentes consultadas, especialmente en lo que refiere al volumen del mercado. Tradicionalmente, las empresas productoras de cervezas reportan un mantenimiento de la cuota de mercado de dicho producto (Aswani, 2021), mientras que los productores de destilados reportan regularmente un crecimiento mayor del mercado de estos productos en detrimento del mercado de las cervezas. Las fuentes consultadas coinciden en este último punto (Aswani, 2021) (IWSR, 2022).

Según la fuente relevada, se estima un crecimiento anual compuesto de las ventas del mercado de bebidas alcohólicas o TBA, para el período 2023-2027, de entre 3% y 7%, siendo 4% el promedio de lo reportado en la fuentes consultadas. Por su parte, las estimaciones de crecimiento de las ventas

en volumen son considerablemente más moderadas, estimándose un estancamiento en los mercados más grandes (E.E.U.U. y China) y un crecimiento de sostenido en países como India, México y Brasil (IWSR, 2023), dando como resultado un CAGR de volumen de ventas totales estimadas en las categorías cerveza y destilados, para 2023-2027, de aproximadamente 1%.

Gráfico 15: Evolución y estimaciones de ventas en el mercado global de bebidas alcohólicas



Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market Worldwide (2022)* de Statista y al reporte *Alcoholic Drinks Worldwide, del Statista Market Forecast (2023)*

En términos de volumen de consumo total el mercado de E.E.U.U. muestra signos de estancamiento y las distintas fuentes estiman un crecimiento menor al 1% CAGR en los próximos 5 años, lo que indica que el crecimiento de las ventas dependerá exclusivamente del precio y el mix.

El crecimiento esperado de las ventas de bebidas alcohólicas en Europa hasta 2027 es de 4% CAGR, según lo reportado por Statista. A diferencia de lo observado en el caso anterior, en Europa el mayor consumo de bebidas alcohólicas se reparte entre vinos y cervezas, con 33 y 34% del mercado respectivamente. Los destilados corresponden al 25%. Esta proporción ha sido estable en los últimos años.

El mercado latinoamericano reporta ventas nominales en USD menores que hace 5 años atrás producto de la devaluación de las monedas locales en Brasil, México y Argentina, los 3 mayores mercados de la región. Tomando como punto de partida el año 2022, las proyecciones anticipan un crecimiento de las ventas en la región por la combinación de volumen, efecto el tipo de cambio y mix de productos de la mano de la premiumización. Se estima un crecimiento de las ventas en USD para el período 2023-2027 de 6,5% CAGR en la región LAC, impulsado principalmente por México y Brasil, que desde el punto de vista de Diageo representan conjuntamente entre el 70% y el 80% del mercado de la región.

Como se mencionó previamente, India es uno de los 3 países que se prevé lidere el crecimiento de las ventas de bebidas alcohólicas en los próximos 5 años (IWSR, 2023). A su tradicional mercado

de cervezas, se le suma un incipiente crecimiento en el consumo de destilados importados así también como destilados de fabricación local. En el período 2021-2022 India representó un tercio del crecimiento global del mercado TBA. Se espera un crecimiento de las ventas del sector de 5,4% CAGR hasta 2027. No obstante, el crecimiento en la región APAC es mucho más modesto como consecuencia de la desaceleración del consumo en China, afectada principalmente por el descenso demográfico. El crecimiento esperado de las ventas en los próximos 5 años se estima en 2,7% CAGR.

## 2.2. Mercado de los destilados

Tomando en cuenta este análisis de crecimiento y perspectivas por región y país, y considerando adicionalmente que en E.E.U.U. se prevé un estancamiento del mercado, a pesar del crecimiento observado y esperado en los segmentos de whisky y tequila, la evidencia parece confirmar la tendencia creciente del consumo de destilados por sobre cerveza, a nivel global.

Al margen de esta distribución por segmentos del mercado global descrita en la tabla 4, se observa que cada mercado o región tiene sus particularidades. Mientras que en la región NAM la mayor cuota de mercado la tienen los destilados, el consumidor europeo prefiere la cerveza y los vinos. Por su parte, en América Latina, y más especialmente en Brasil, el mercado principal son las cervezas con casi el 75% de las ventas en 2021.

Con la excepción de la cerveza Guinness y las bebidas RTD, responsables del 15% y 4% de las ventas netas respectivamente (más un 2% de ventas de productos tipificados como “otros”), Diageo focaliza su operación en la subcategoría de los destilados, que representan el 79% de sus ventas netas. Adicionalmente, los RTD son considerados como un punto de entrada de consumo hacia los destilados, en reemplazo de la cerveza, por lo que un aumento este mercado se observa como favorable para la evolución futura del mercado de los destilados.

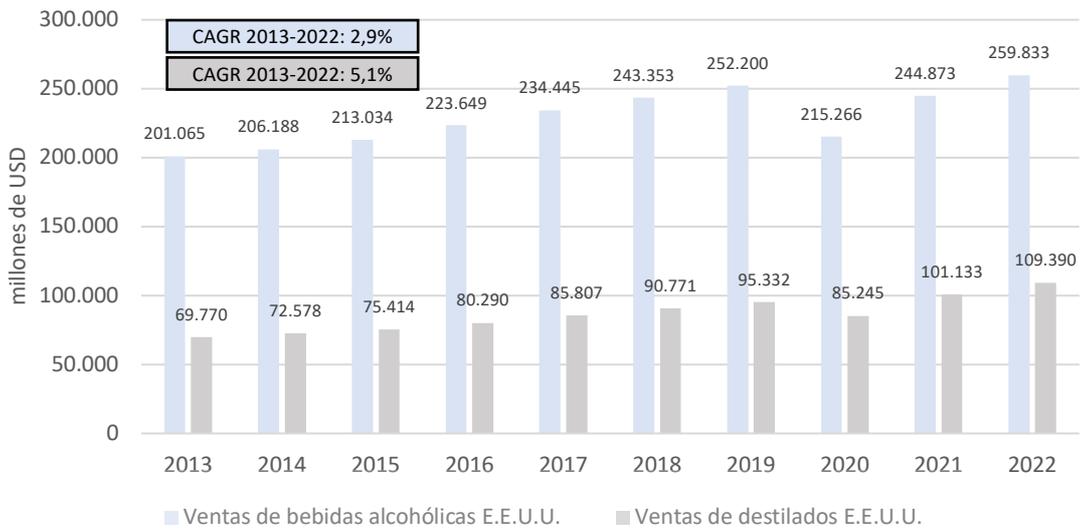
En E.E.U.U., que a nivel países representa el mayor punto de ventas para Diageo (39%) y aproximadamente el 90% de las ventas de la región NAM, los destilados vienen creciendo en cuota de mercado al 1,8% CAGR en los últimos 21 años y al 2,1% CAGR en los últimos 10, según se observa en la tabla 5. Al analizar las ventas, los destilados crecieron 5,1% CAGR desde 2013, como se puede ver en el gráfico 16. Mientras tanto, las cervezas fueron cediendo terreno en E.E.U.U. al -1,5% CAGR sobre cuota de mercado en el mismo período.

Tabla 5: Evolución de cuota de mercado de segmentos de bebidas en E.E.U.U. 2000-2022

	2000	2012	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR 2012-2022
Cervezas	55,6%	48,8%	47,8%	47,0%	46,1%	45,5%	45,2%	43,6%	42,5%	41,9%	-1,5%
Vinos	15,7%	16,9%	17,0%	17,1%	17,3%	17,2%	17,0%	16,7%	16,1%	16,0%	-0,5%
Destilados	28,7%	34,3%	35,2%	35,9%	36,6%	37,3%	37,8%	39,6%	41,3%	42,1%	2,1%

Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market in the United States (2022)* de Statista

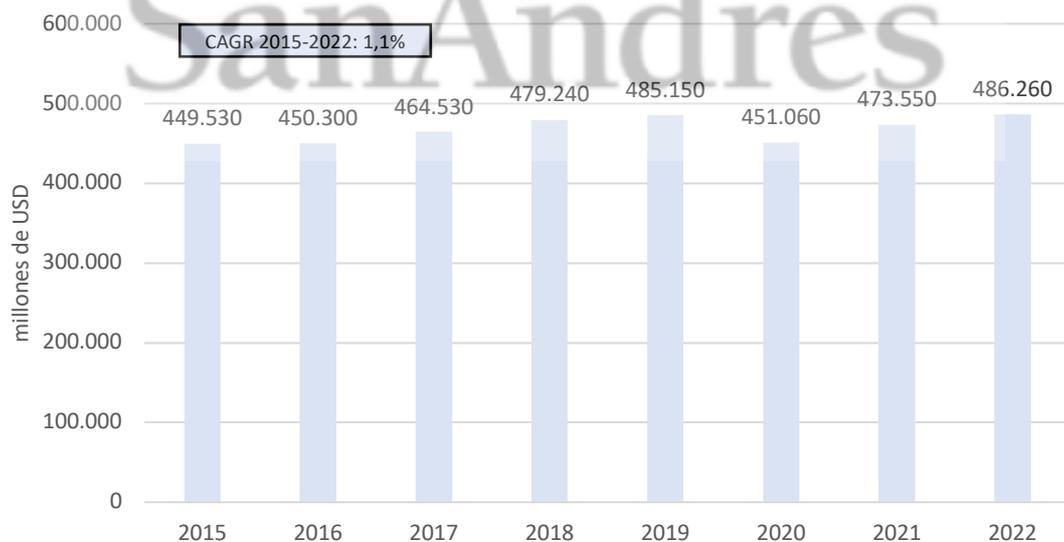
Gráfico 16: Evolución de ventas de bebidas alc. totales y destilados en E.E.U.U. 2013-2022



Fuente: elaboración propia en base al reporte *Alcoholic Beverages in the United States (2023)* de Statista

Si se analiza el mercado de destilados en detalle, se ve que está siendo principalmente impulsado por el crecimiento del consumo de tequila y whisky, por sobre vodka, ron o gin. Como se mencionó previamente, Diageo es uno de los jugadores más relevantes en estas 2 bebidas. El mercado del tequila en E.E.U.U. creció 9,6% CAGR en los últimos 10 años y las perspectivas a futuro prevén un aumento del 9% CAGR en volumen para el período 2022-2027, según lo reportado por IWSR.

Gráfico 17: Evolución de las ventas globales de destilados



Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market Worldwide (2022)* de Statista y al reporte *Alcoholic Drinks Worldwide*, del Statista Market Forecast (2023)

Al respecto del mercado de los destilados a nivel global, las ventas crecieron 1,1% CAGR en los últimos 7 años, desde 2015 hasta 2022, como se muestra en el gráfico 17. Cabe mencionar que este registro está afectado por el efecto de la pandemia, ya que se considera que en 2022 la industria todavía estaba completando un proceso de recuperación, especialmente en las regiones donde las restricciones de la pandemia fueron más estrictas como Europa y Asia.

### 2.3. Mercado de las cervezas y RTD

Como se mencionó previamente, las cervezas vienen perdiendo terreno frente al resto de las bebidas alcohólicas a lo largo de las dos últimas décadas. El análisis de las ventas globales de cerveza en los últimos 7 años confirma esta tendencia. Otro factor en la pérdida de cuota de mercado de las cervezas es el fuerte aumento en el consumo de bebidas RTD. Esta categoría compite tanto en practicidad como en punto de entrada a las bebidas alcohólicas con la cerveza. En la medida que más nuevos consumidores se inclinan por los RTD, es esperable que las cervezas pierdan cuota de mercado no solo de forma directa, sino de forma diferida una vez que dichos consumidores se vuelvan más sofisticados y pasen de los RTD a los destilados, un camino más directo y lógico que la progresión de RTD a cerveza.

Gráfico 18: Evolución de ventas globales de cerveza 2014-2023



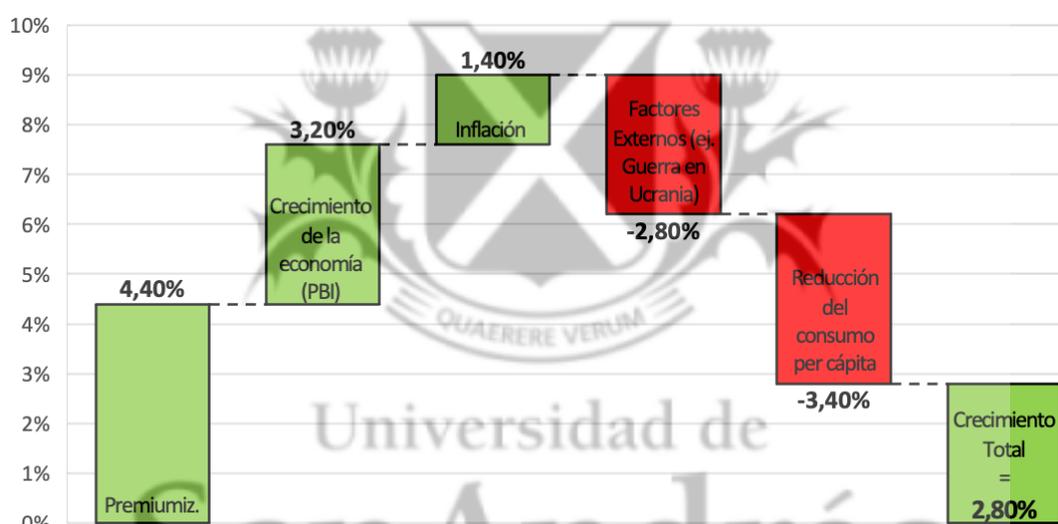
Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market Worldwide (2023)* de Statista

El mercado de los RTD ha adquirido un volumen relevante de forma reciente y es todavía un segmento volátil, por lo que es más difícil encontrar información consistente al respecto de su evolución y perspectivas de crecimiento. Los RTD fueron la categoría de mayor crecimiento en los últimos 5 años y que las fuentes consultadas coinciden en que seguirá siéndolo en el mediano plazo. Entre 2016 y 2021, los RTD crecieron a un ritmo de aproximadamente 14% CAGR. Para los próximos 5, el crecimiento se estima entre 7% y 10% CAGR según la fuente consultada.

## 2.4. Tendencias del mercado: premiumización

El crecimiento esperado de las ventas contrasta con el cuasi estancamiento del volumen de ventas registrado en 2023 y previsto a futuro. Esta diferencia se explica principalmente a través del concepto ya mencionado de la premiumización del consumo, evidenciado durante y luego de la pandemia de COVID. Según lo reportado en IWSR (2023), los consumidores de productos de menor precio (“lower spenders”) restringieron sus gastos en bebidas alcohólicas en un 32%, mientras que los consumidores de mayor consumo aumentaron sus gastos en un 45%. La focalización de Diageo en productos de las categorías más altas le permite aprovechar esta tendencia de mercado, con mayor libertad en la fijación de precios y consiguiendo aumentos en las ventas superiores al crecimiento del volumen. A modo de ejemplo, en el gráfico 19 se detallan los factores que contribuyeron al crecimiento de las ventas del mercado global en 2022.

Gráfico 19: Factores de contribución a las ventas globales de alcohol en 2022



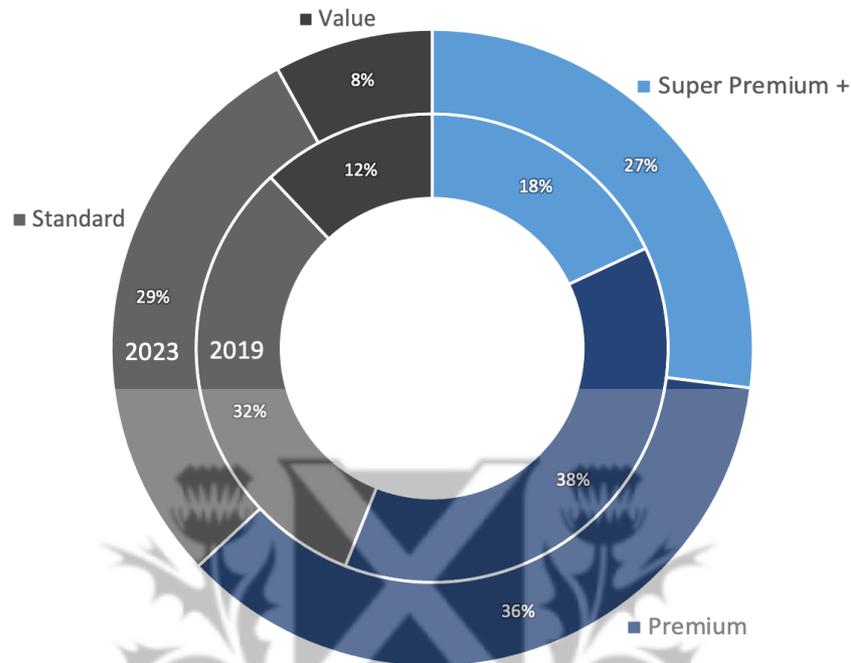
Fuente: elaboración propia en base al reporte *Spirits Market Worldwide (2023)* de Statista

La explicación del concepto de premiumización del consumo se basa en la priorización de un consumo más moderado, pero de mejor calidad, en casi todos los niveles de precio. Por un lado, los consumidores de alto poder adquisitivo con ingresos dispensables crecientes aspiran al consumo de bebidas de mayor calidad y sofisticación. Por otro lado, el aumento de la cultura saludable en los consumidores y el efecto residual del consumo off-trade (en el hogar) durante la pandemia, se manifiestan como un consumo moderado en cantidad, pero más selectivo en calidad, y con traslado parcial del ahorro hacia la calidad del producto, en comparación con el consumo on-trade (en bares, clubs, etc.).

Los resultados de Diageo en los últimos períodos reflejan esta idea. En el período 2019-2023, las ventas en el mix de productos “premium” y “super-premium” tuvieron un aumento total de un 12.5% en detrimento de las categorías “standard” y “value”, lo que equivale a un aumento del 3% CAGR. Más

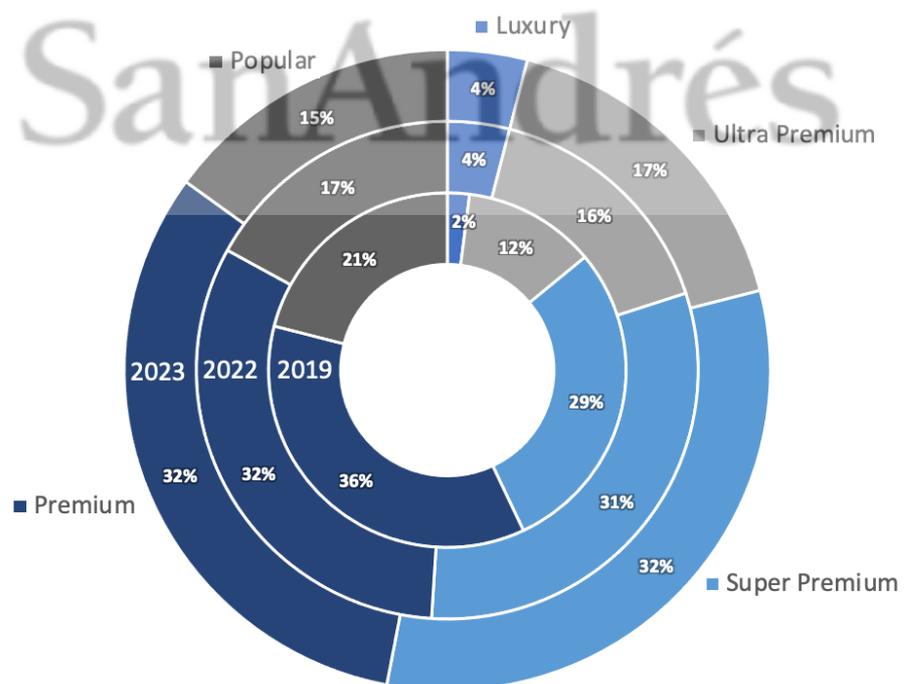
específicamente, durante el período fiscal 2023, las categorías premium y superiores (“premium-plus”) representaron el 63% de las ventas netas a nivel global como se observa en el gráfico 20.

Gráfico 20: Evolución de las ventas globales de Diageo por segmento de precio 2019-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Gráfico 21: Evolución de las ventas de Diageo en E.E.U.U. por segmento de precio 2019-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Este efecto es más marcado aún en las regiones de mayor poder adquisitivo. Como ejemplo, en el gráfico 21 se detalla el proceso de premiumización en el portafolio de productos de Diageo en E.E.U.U., con una segmentación por precio más específica. Las categorías Super Premium y superiores, mostraron un crecimiento del 11% CAGR en los últimos 4 años.

## 2.5. Competidores

La industria de las bebidas, una subcategoría dentro del mercado de consumo masivo se caracteriza por un mercado muy competitivo con un gran número de participantes. Especialmente en el sub-rubro de las bebidas alcohólicas, las empresas más grandes del sector tienen cuotas de mercado relativamente pequeñas (<1-3%) en comparación con otras industrias. Adicionalmente, al igual que Diageo, el resto de sus principales competidores en el rubro de los destilados también se especializan en un sub-sector dentro de la industria, así como las empresas que comercializan cerveza tienden a focalizarse casi exclusivamente en dicha bebida.

Los principales competidores directos en el sector de destilados son: Pernod Ricard S.A., Constellation Brands Inc. y Brown-Forman Corporation. Si ampliamos el análisis al resto de las bebidas alcohólicas y empresas con participación importante en el mercado de las bebidas en general, se puede incluir por ejemplo a: The Coca-Cola Company, PepsiCo, Heineken N.V., Ambev S.A, etc. Es importante mencionar que así como las compañías tradicionales de destilados llevan algunos años ganando terreno en el mercado de los RTD y en el de las bebidas sin alcohol, lo propio sucede a la inversa con empresas tradicionalmente de bebidas sin alcohol o “soft drinks”. Por ejemplo, Coca-Cola lanzó en 2018 una nueva categoría dentro de su portafolio de productos, denominada “bebidas emergentes” que nuclea sus productos RTD con alcohol, de comercialización propia o conjunta con marcas de bebidas alcohólicas, como su marca “Jack and Coke” en conjunto con Pernod Ricard.

Paralelamente, nuevos jugadores fabricantes de bebidas individuales entran al mercado con estrategias de marketing modernas y muy rápido crecimiento, como se mencionó en el punto 1.6. Si bien hasta ahora, dichas marcas se han potenciado sinérgicamente con las compañías líderes del mercado y sus amplias redes globales de distribución, es un modelo de negocios nuevo que se prevé crecerá rápidamente y no es sencillo predecir a esta altura cómo se compatibilizarán con las marcas tradicionales en el futuro.

La evaluación de estos competidores, sus ventas, márgenes, ratios financieros, estructuras de deuda y otros factores tanto cuantitativos como cualitativos, se discutirán posteriormente como parte del modelo de valuación por comparables. A continuación se presenta un resumen de la posición en el mercado de dichas compañías. En la tabla 6 se observan las ventas del período 2023 para las cuatro principales compañías de destilados ya mencionadas, más Coca-Cola, PepsiCo, Heineken y Ambev. Diageo reporta ventas anuales por aproximadamente 75% superiores a las de su principal competidor Pernod Ricard S.A., siendo el líder del segmento.

Tabla 6: Ventas de empresas comparables en el último período fiscal en millones de USD

	Ventas 2022-2023 [millones de USD]	Industria Principal
PepsiCo Inc.	86.392	Soft-Drinks
The Coca Cola Company	43.004	Soft-Drinks
Heineken N.V.	30.752	Cerveza
Ambev S.A.	15.078	Cerveza
Diageo	21.733	Destilados
Pernod Ricard S.A.	11.211	Destilados
Constellation Brands Inc.	9.453	Destilados
Brown-Forman Corporation	4.228	Destilados

Fuente: elaboración propia en base a los últimos estados financieros de las compañías indicadas

Tomando como referencia las ventas anuales de las 4 principales empresas del rubro de los destilados a modo de crear un volumen de mercado sintético, es posible tener una idea de la evolución de la cuota de mercado relativa de dichas compañías. Las cuotas de mercado sintéticas de los líderes de la industria se mantienen relativamente constantes a lo largo del tiempo, en línea con lo que se esperaría de una industria plenamente desarrollada, global y madura. Si se compara el 4,62% de aumento de cuota de mercado sintética de Diageo desde 2016 a 2022 (de 41,1% a 43,0%), con el 15% de aumento real de cuota de mercado en 2021-2022 (de 4,0% a 4,6% del mercado TBA, según se detalla en el punto 2.6, puede concluirse que Diageo ganó cuota de mercado preferentemente sobre otros competidores además de los 3 principales descriptos en este análisis. Esto puede significar que sus competidores directos también ganaron cuota de mercado en términos absolutos, o más específicamente puede dar cuenta del crecimiento del mercado de los destilados, por sobre otras bebidas alcohólicas, lo que justificaría que estas compañías crezcan de forma similar por sobre el crecimiento del mercado TBA.

Tabla 7: Evolución de cuota de mercado sintética con comparables de la industria 2016-2022

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Diageo	41,1%	42,6%	42,6%	42,5%	40,3%	43,1%	43,0%
Pernod Ricard S.A.	28,4%	28,0%	27,0%	27,1%	26,3%	25,6%	25,7%
Constellation Brands Inc.	21,6%	20,6%	21,5%	21,7%	23,8%	21,6%	21,6%
Brown-Forman Corporation	8,8%	8,8%	8,8%	8,7%	9,6%	9,6%	9,7%

Fuente: elaboración propia en base a los últimos estados financieros de las compañías indicadas

## 2.6. Cuota de mercado

Actualmente la empresa reporta una cuota de mercado de 4,7% del TBA, 0,7% arriba del período 2021, y en línea con el objetivo de la empresa de alcanzar el 6% de cuota de mercado TBA para 2030. Es importante mencionar que Diageo calcula su cuota de mercado en base a un tamaño de mercado TBA, elaborado por IWSR, que no necesariamente es el mismo tamaño de mercado que lo que reportan otras plataformas como Satista. Si bien no hay información disponible al respecto, se presume que el mercado TBA reportado por IWSR excluye bebidas de consumo local en algunas regiones muy pobladas como India y China, al mismo tiempo que podría también normalizar precios de venta y calcular el mercado global a partir del producto entre el volumen de ventas y un precio normalizado o equivalente.

Este crecimiento en la cuota de mercado de Diageo puede dividirse en tres. Por un lado, la preferencia de los consumidores por los productos super premium o superiores representa una ganancia orgánica de cuota de mercado para Diageo.

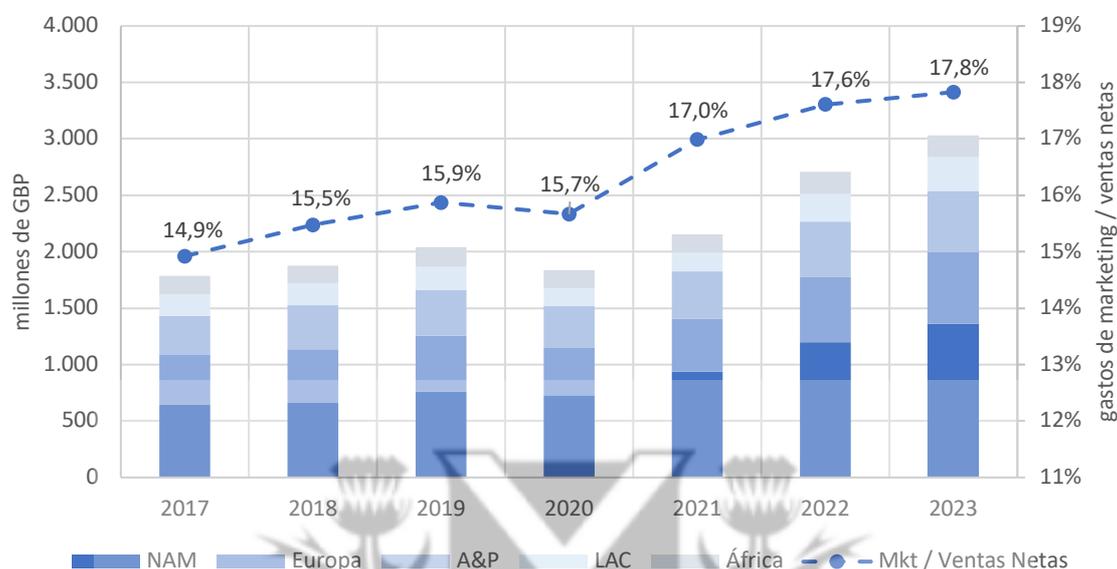
Por otro lado, la adquisición regular de marcas jóvenes en crecimiento en los sectores superiores de consumo como por ejemplo el tequila Casamigos o Aviator Gin. La adquisición de la marca de tequila *Casamigos* es un ejemplo de cómo estas adquisiciones regulares pueden dar excelente resultados una vez incorporadas al portafolio de Diageo y su estructura global de promoción y distribución. Solo en 2023, la marca *Casamigos* generó ventas por aproximadamente USD 3.000 millones en 2023, 3 veces su valor de compra 6 años antes. Indirectamente, el efecto de las adquisiciones puede verse en el ROIC, que como se verá luego, creció de 13,8% en 2017 a 16,3% en 2023.

Por último, los factores de escala que sustentan gastos significativos en marketing y publicidad destinado a potenciar los puntos anteriores. Al respecto de esto último, se observa una tendencia de gastos de marketing crecientes en el período 2017-2023 para Diageo, no solo en valor absoluto sino como porcentaje de las ventas. Este aumento en el ratio A&P sobre ventas evidencia los esfuerzos de la compañía como parte de su plan de aumento de cuota de mercado con el objetivo de alcanzar el 6% TBA en 2030, mencionado previamente, además de ser necesario para el lanzamiento de productos recientemente adquiridos. En el período 2017-2023 el aumento de los gastos en marketing fue de 7,85% CAGR en valor absoluto y 2,58% CAGR como porcentaje de las ventas netas. Más específicamente, los gastos de marketing superaron por primera vez los GBP 2.500 millones en 2022 y posteriormente los GBP 3.000 millones en 2023, alcanzando el 17,5% de las ventas, como se observa en el gráfico 22.

En resumen, el plan de aumento de cuota de mercado iniciado por el management de Diageo en 2020 parece por el momento estar en línea o incluso superar los objetivos trazados. El market share aumentó de 4% en 2021 a 4,7% en 2023 (+0,6% en 2022 y +0,1% en 2023). Sin embargo, las

dificultades identificadas no son menores, y diversos objetivos deberán cumplirse en simultáneo para aumentar la cuota de mercado de forma tan significativa.

Gráfico 22: Evolución de gastos de A&P y ratio sobre ventas netas



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

## 2.7. Posicionamiento competitivo

Diageo es la principal empresa pública global del mercado de destilados, tanto en ventas como en cantidad de marcas. Sus márgenes operativos, netos y EBITDA están a la par de los mejores de la industria. La compañía es muy activa en la incorporación de nuevas marcas a su portafolio, lo que le permite crecer rápidamente en diversos mercados.

Diageo tiene, en principio, dos grandes ventajas competitivas. En primer lugar su economía de escala y distribución global, sobre lo que se discutió previamente. En segundo lugar, posee en su portafolio marcas icónicas en segmentos clave, que lideran el crecimiento de la industria en los años recientes y, según se prevé, también en los próximos 4 a 6 años. En particular, el mercado del scotch whisky y el tequila vienen creciendo por sobre el promedio del mercado en casi todas las regiones, y es en estos 2 segmentos es donde Diageo es particularmente fuerte. Algo similar sucede con el mercado de la cerveza, de no tanto crecimiento, según la región, pero en donde Diageo compite con una única marca que debe considerarse como una marca de nicho, referente absoluto dentro de su tipo específico de cerveza.

## 2.8. Resumen de perspectivas de crecimiento

Como se pudo observar en los puntos anteriores, el mercado de las bebidas alcohólicas es sumamente estable. El crecimiento del mercado en lo que respecta al volumen de unidades de alcohol

equivalente consumidas per cápita se ha mantenido relativamente plano en los últimos años y se espera que continúe de esa forma, con un crecimiento menor al 1% CAGR.

A nivel de ventas, y considerando esta característica del mercado, es esperable que el crecimiento esté impulsado, en consecuencia, por los siguientes factores:

- Evolución demográfica desfazada 16-18 años, con el objetivo de evaluar el aumento o descenso en el número de consumidores.
- Evolución del consumo per cápita.
- Crecimiento de la economía.
- Variación de la cuota de mercado de los segmentos en los que se especialice la empresa a evaluar, en el caso de Diageo, el segmento de los destilados premium principalmente.
- Focalización del consumo en las categorías de interés. En el caso de Diageo, la premiumización del mercado como un punto favorable para su portafolio de marcas.
- Inflación esperada por región, en caso de evaluar ventas futuras en términos nominales, y de particular interés en el mercado premium por la tendencia a realizar un pass-through a precios de venta de manera más rápida y eficiente que en las categorías de bebidas más económicas.
- Crecimiento de ventas no orgánico como resultado de incorporación de marcas o productos.

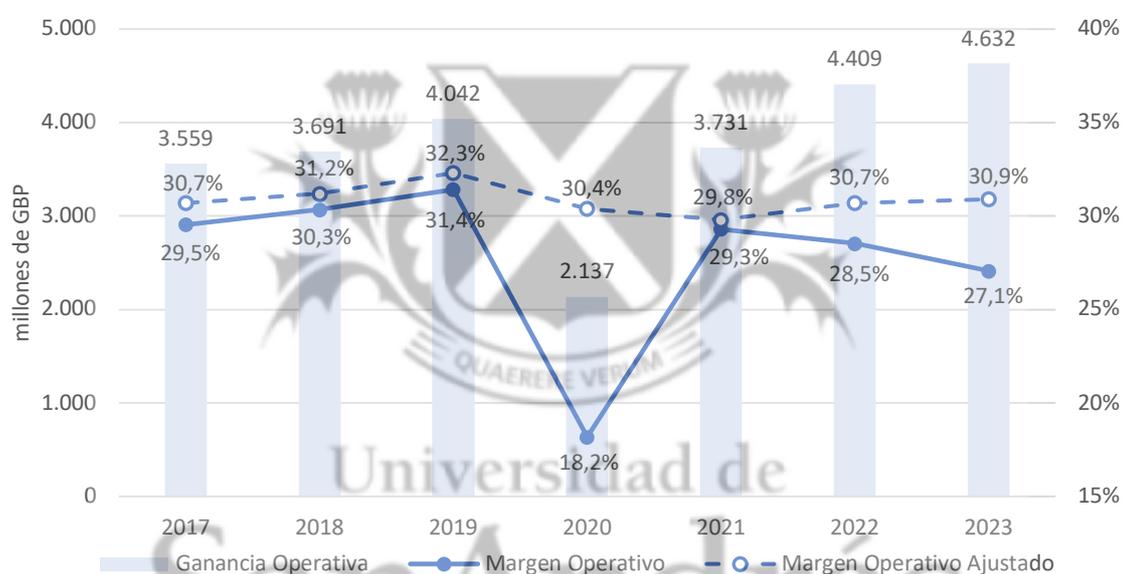


### 3. Análisis Financiero

#### 3.1. Ratios de rentabilidad

En primer lugar, se analiza la evolución del margen operativo. Este indicador refleja la rentabilidad de la parte operativa de la empresa, es decir, la ganancia que obtiene por unidad de venta (en este caso por libra esterlina de ventas), descontando los gastos operativos que reflejan el costo de producir los bienes vendidos, sin contar impuestos o intereses. A modo comparativo se incluye también en el gráfico 23 el margen operativo ajustado por eventos no recurrentes. Como se puede apreciar, ambos indicadores difieren entre sí de forma consistente a lo largo del período de estudio.

Gráfico 23: Evolución de la ganancia operativa y el margen operativo 2017-2023



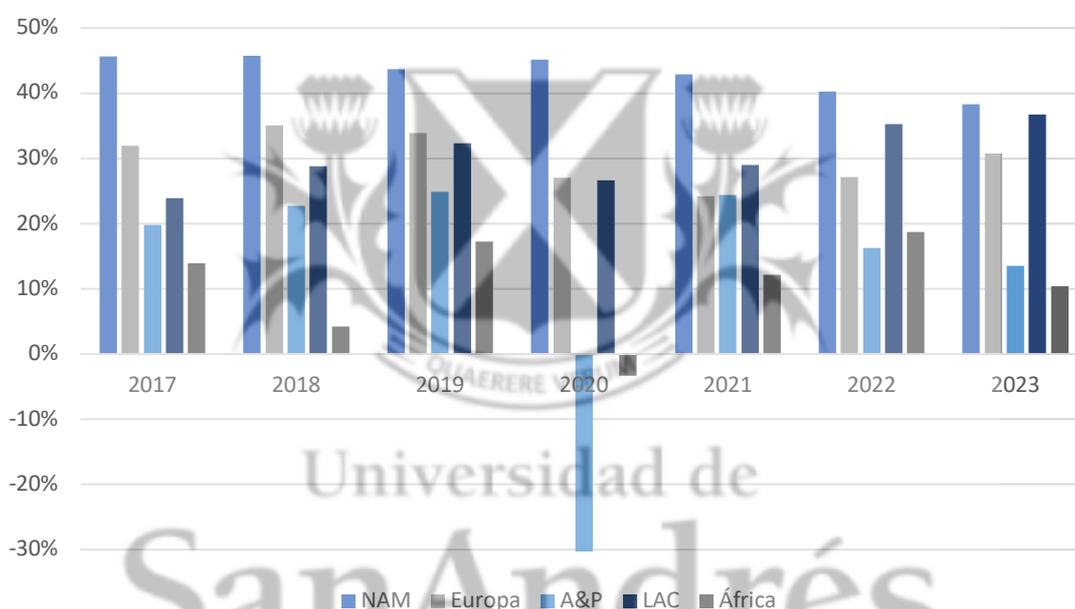
Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

El margen operativo ajustado por eventos no recurrentes se mantuvo constante en los últimos 7 años en torno al 31%. El promedio del período 2017-2023 es 30,9%. Por su parte el margen operativo evidencia la caída de las ventas y ganancia operativa durante la pandemia. En los tres años previos a la pandemia se observa que ambos ratios evolucionan de similar manera. A partir de 2021 el margen operativo se reduce aproximadamente 2%, por efecto de la caída en las ventas y por efecto contable del goodwill identificado principalmente en marcas adquiridas en las regiones APAC y África.

En el gráfico 24 se compara el margen operativo por región, para el período 2017-2023. Se evidencia el efecto de la pérdida de margen por efecto del aumento en los costos en las regiones tradicionalmente más fuertes (NAM y Europa) y el efecto ya mencionado en APAC y África. Por su parte el mercado en la región LAC permanece en crecimiento no solamente en ventas, como ya se discutió, sino con un crecimiento del margen operativo del 7,4% CAGR desde 2017. Es importante mencionar que a pesar de la caída en el margen operativo en la región NAM, sigue siendo el más alto

cuando se lo compara con las otras regiones, por encima del 40% en valor promedio a lo largo de los últimos 3 años. El margen operativo en Europa es similar al margen operativo global de la compañía, y si bien se observa una reducción tomando el período 2017-2023, al analizar su evolución durante y luego de la pandemia se observa un crecimiento de 26,5% a 30,8%. El margen operativo en la región LAC viene creciendo de forma continua con la excepción de la pandemia. En 2023 el resultado fue 36%, apenas por debajo del margen en la región NAM, 38,6%. Los márgenes en las regiones APAC y África son considerablemente más bajos que en las otras regiones. En ambos casos se explica principalmente por el mix de ventas. Mientras que la mayor parte de las ventas en África corresponden a cerveza, en APAC se consumen principalmente bebidas locales tradicionales de menor costo que los destilados por oposición denominados “internacionales”.

Gráfico 24: Evolución del margen operativo por región 2017-2023

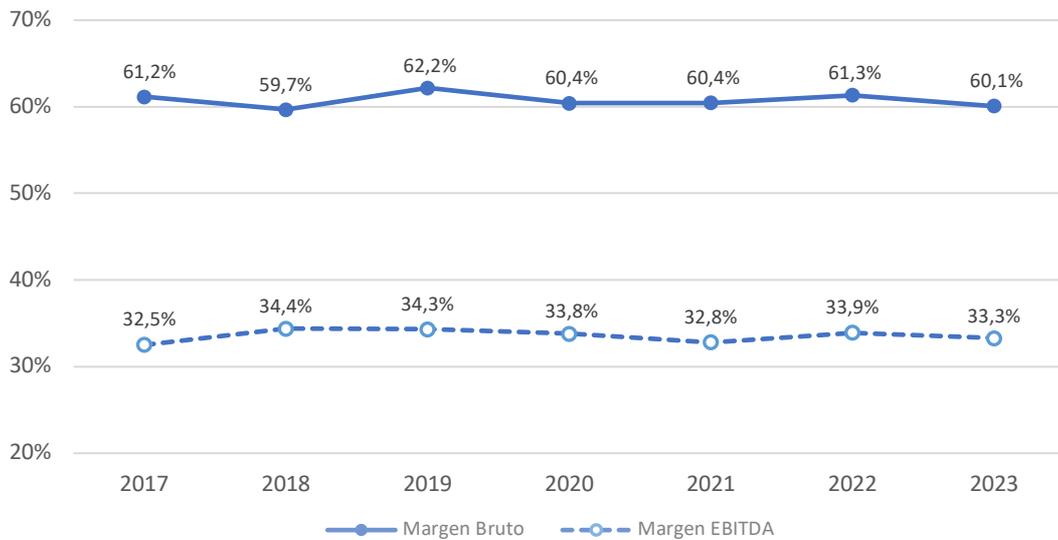


Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

En segundo lugar, se evalúa el margen EBITDA como otro indicador de rendimiento. Resulta similar al margen operativo, pero con la diferencia de no considerar los costos de amortizaciones y depreciaciones de activos fijos. Se calcula como EBITDA como porcentaje sobre ventas netas, y nuevamente pretende evaluar la capacidad de la empresa para generar beneficios a partir de su proceso operativo. La evolución del margen EBITDA en el período de estudio se detalla en el gráfico siguiente, en conjunto con el margen bruto, que surge del cociente entre la ganancia bruta (ventas netas – costo de los productos vendidos) y las ventas netas.

Como se observa en el gráfico 25, tanto el margen bruto como el margen EBITDA permanecen considerablemente constantes a lo largo del período de estudio. El margen bruto se encuentra entre 60% y 62%, mientras que el margen EBITDA oscila entre 33% y 34%.

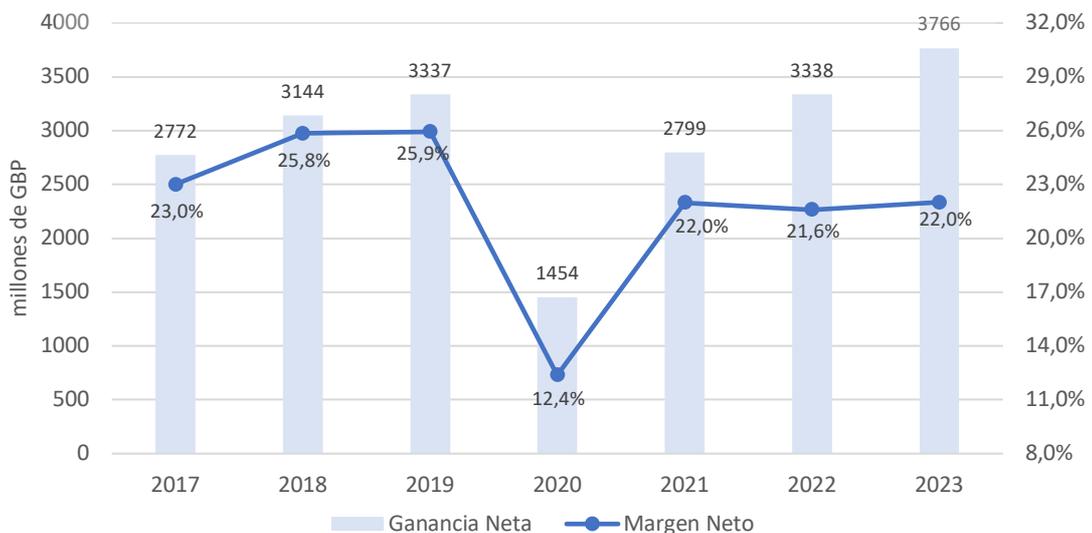
Gráfico 25: Evolución de margen bruto y margen EBITDA 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Los resultados netos de la compañía se han mantenido por sobre los GBP 2.700 millones en todos ejercicios dentro del período de estudio, con la excepción de 2020. A pesar del efecto de la pandemia sobre las ventas y los gastos operativos extraordinarios por desvalorización atribuidos a las regiones África y APAC, en 2020 se obtuvo un resultado neto superior a GBP 1.400 millones. En el gráfico 26 se observa el resultado neto y el margen neto correspondiente que evoluciona de forma similar al margen operativo. En el período 2021-2023 el margen neto evoluciona a niveles aproximadamente 3% por debajo que en los 3 períodos previos a la pandemia. Esto se explica por un lado por el aumento de los costos operativos y por otro lado responde a los aumentos en los gastos de A&P en el contexto del plan de aumento de cuota de mercado.

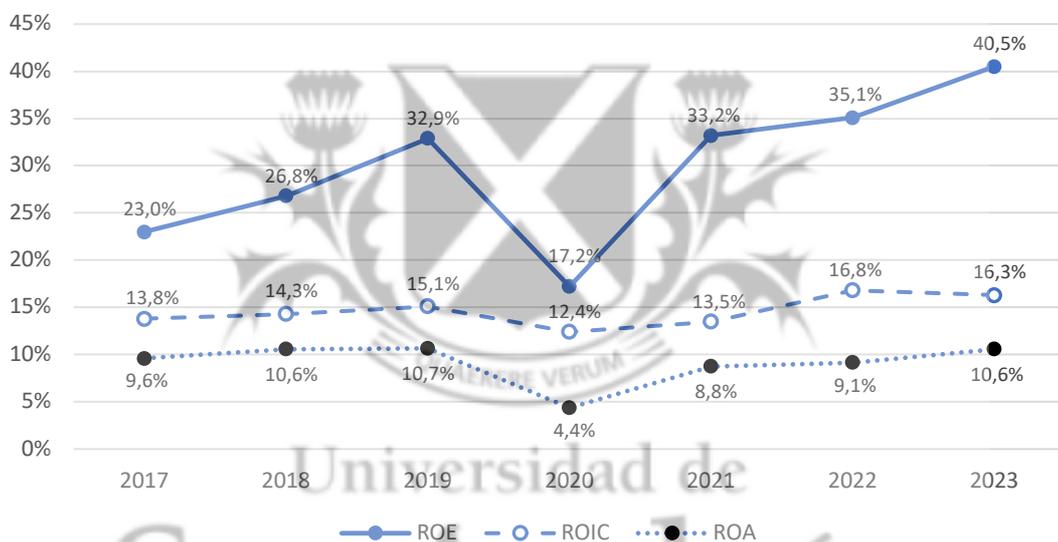
Gráfico 26: Evolución de resultado neto y margen neto 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Considerando la relativamente alta cantidad de deuda de la empresa, es de interés conocer el retorno al capital invertido promedio, independientemente de si se trata de equity o deuda. En función de eso se detalla la evolución del ROIC en el período de estudio. Con excepción de los años afectados por la pandemia del Covid-19, se observa una tendencia positiva. Los valores de los últimos 2 años son los más altos del período, 16,8% y 16,3% respectivamente, y los valores obtenidos en 2020 y 2021 son buenos considerando las circunstancias. Otros indicadores de rendimiento que vale la pena analizar son el ROE y el ROA. El primero indica la capacidad o eficiencia con la que la empresa genera beneficios a partir de su patrimonio neto promedio, mientras que el segundo lo hace respecto de sus activos totales. La evolución de estos tres indicadores de rendimiento puede apreciarse en el gráfico 27.

Gráfico 27: Evolución de ROE, ROIC y ROA 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Tanto el ROA como el ROE pueden desagregarse y re-escribirse como el producto de otros indicadores. En el primer caso, es posible definirlo como el producto del ratio de rotación de activos y el margen EBIT o margen neto, según se haya utilizado en el cálculo. Convencionalmente se considera la utilización del EBIT para el cálculo del ROA operativo (u OROA), que a diferencia del cálculo del ROA a partir de las ganancias netas, se focaliza más en el rendimiento operativo sin considerar el costo financiero de la obtención del capital. Para este análisis se define de la siguiente manera:

$$ROA = \frac{Ganancia\ Neta}{Activo\ Total\ Prom.} = \frac{Ventas\ Netas}{Activo\ Total\ Prom.} \times \frac{Ganancia\ Neta}{Ventas\ Netas} = Rotación\ de\ Activos \times Margen\ Neto$$

El margen neto, de forma similar al margen operativo, es un indicador de la rentabilidad operativa de la empresa, pero tiene como diferencia la consideración de los impuestos y el costo de los intereses. El ratio de rotación de activos es un indicador de la eficiencia con la se generan ventas a partir de los activos. En términos más simples, un mayor ratio indica un mejor aprovechamiento de los activos para generar ventas.

Por su parte, el ROE puede desagregarse utilizando el método de análisis Dupont de la siguiente forma:

$$ROE = \frac{Ganancia\ Neta}{Patrimonio\ Neto\ Prom.} = \frac{Ventas\ Netas}{Activo\ Total\ Prom.} \times \frac{Ganancia\ Neta}{Ventas\ Netas} \times \frac{Activo\ Total\ Prom.}{Patrimonio\ Neto\ Prom.}$$

$$ROE = Rotación\ de\ Activos \times Margen\ Neto \times Multiplicador\ de\ Capital$$

El multiplicador de capital es un ratio de apalancamiento que indica la relación entre los activos totales y el patrimonio neto. Un mayor multiplicador de capital indica que la proporción de patrimonio neto sobre activos totales es baja, o en otras palabras, que una parte importante de los activos de la empresa se financiaron con deuda. En el caso de Diageo, el ROE es alto, como se discutió previamente, y esta desagregación permite entender que la principal contribución es la del multiplicador de capital. Este multiplicador se mantiene constante en los últimos 4 años, lo que indica que la deuda y el patrimonio neto fueron creciendo de forma proporcional, siendo esto consistente con la evolución del ratio de endeudamiento que se verá a continuación.

En la tabla siguiente se detalla la evolución de estos últimos indicadores descriptos.

Tabla 8: Evolución de ratios ROA y ROE desagregados 2017-2023

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rotación de Activos	0,42	0,41	0,41	0,35	0,40	0,42	0,48
Margen Neto	23,0%	25,8%	25,9%	12,4%	22,0%	21,6%	22,0%
ROA	9,6%	10,6%	10,7%	4,4%	8,8%	9,1%	10,6%
Multiplicador de capital	2,40	2,54	3,08	3,95	3,79	3,84	3,83
ROE	23,0%	26,8%	32,9%	17,2%	33,2%	35,1%	40,5%

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

### 3.2. Estructura de capital y ratios crediticios

Al cierre del año fiscal 2023, Diageo reportó un pasivo de GBP 26.329 millones y activos totales por GBP 35.621 millones, lo que representa un patrimonio neto de GBP 9.292 millones. El pasivo financiero total del período fue GBP 21.949 millones, de los cuales GBP 15.541 millones es la deuda financiera total neta en forma de préstamos al cierre del período y GBP 15.244 millones representa la deuda financiera mensual promedio en forma de préstamos de corto, mediano y largo plazo, con una tasa anual ponderada de 3,9%. Esta tasa de interés anual ponderada es considerablemente superior al 2,7% del período anterior, aunque debe entenderse a partir de un aumento de la deuda financiera neta mensual superior al 20% en un contexto de tasas de interés globales crecientes. La evolución de la tasa de interés anual efectiva se detalla en el gráfico 28. En 2019, previo a la pandemia del COVID, la tasa efectiva fue del 2,4%, el mínimo de los últimos años. La tasa efectiva se mantuvo en valores similares hasta que en 2023 sufrió un aumento del 45%.

Gráfico 28: Evolución de la tasa de interés anual efectiva 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Los GBP 16.502 millones de deuda financiera bruta representan el 62,7% del pasivo total reportado y 178% del patrimonio neto. Al respecto de dicha deuda, 1.701 millones (10,3%) corresponden a deuda financiera corriente con vencimiento en menos de 1 año, 3.522 millones (21,3%) a vencimientos de entre 1 y 3 años, 2.874 millones (17,4%) a vencimientos de entre 3 y 5 años, y 8.405 millones (51%) a vencimientos de 5 o más años. La deuda financiera no corriente asciende al 89,7% de la deuda financiera total.

La deuda financiera muestra un crecimiento monótonamente creciente en los últimos 7 años, con un CAGR en dicho período de 12%. Por el contrario, la deuda total aumentó en magnitud equivalente a la deuda financiera entre 2017 y 2020, y a partir de ese año se mantuvo relativamente estable. Como efecto secundario de esta evolución de la deuda total se observa la contracción del patrimonio neto hasta 2020 y en consecuencia un fuerte aumento del cociente entre la deuda financiera y el patrimonio

neto. Si bien es esperable que la deuda haya crecido considerando las diversas marcas que Diageo ha ido incorporando a su portafolio en los últimos años, y el esfuerzo en costos de marketing que tanto esto como el objetivo de crecimiento de cuota de mercado representa, los valores de deuda actuales, y en particular los costos de intereses asociados esta deuda creciente y al aumento en la tasa anual efectiva, abren un interrogante acerca de la posibilidad de Diageo de continuar incrementando la deuda para incorporar y consolidar nuevas marcas.

Tabla 9: Evolución de patrimonio neto, deuda total y deuda financiera 2017-2023 en millones de GBP

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2017-2023
Patrimonio Neto	12.028	11.713	10.156	8.440	8.431	9.514	9.292	-4,2%
Deuda Total	16.820	18.002	21.140	24.868	23.522	27.002	26.329	7,8%
Deuda Financiera	7.892	9.091	11.277	13.246	12.109	14.137	15.541	12,0%

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Gráfico 29: Evolución de la deuda financiera en GBP y como % sobre Patrimonio Neto



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

En la tabla 10 se detalla el stock de deuda para los períodos 2022 y 2023, sus vencimientos y las tasas de interés nominales. Como es de esperarse, se observa con claridad la diferencia en la tasa de interés nominal de la deuda emitida recientemente a una tasa del 5,5% promedio, de la que fue tomada en años anteriores con cupones menores o iguales a 3,5%. Se asume en esta comparación que las emisiones de deuda se lanzaron al mercado a valores cercanos a la paridad, algo que se verificó en los bonos que se relevaron para el análisis del costo de la deuda, parte del modelo de valuación que se discutirá en la sección siguiente.

Tabla 10: Stock de deuda financiera al 30 de junio de 2023  
en millones de GBP

	2023	2022
Descubiertos bancarios	36	74
Papel comercial	198	0
Préstamos bancarios y otros préstamos	121	105
Obligaciones asociadas a crédito de riesgo	15	-19
\$300 M 8% bonos con vencimiento 2022	0	248
\$1,350 M 2,625% bonos con vencimiento 2023	0	1.115
€600 M 0,125% bonos con vencimiento 2023	513	0
\$500 M 3,5% bonos con vencimiento 2023	397	0
€500 M 0,5% bonos con vencimiento 2024	427	0
Ajustes de valor razonable a préstamos	-6	-1
<b>Deuda financiera corriente (vencimiento menor a 1 año)</b>	<b>1.701</b>	<b>1.522</b>
€600 M 0,125% bonos con vencimiento 2023	0	516
\$500 M 3,5% bonos con vencimiento 2023	0	413
€500 M 0,5% bonos con vencimiento 2024	0	430
\$600 M 2,125% bonos con vencimiento 2024	476	495
€500 M 1,75% bonos con vencimiento 2024	427	430
\$500 M 5,2% bonos con vencimiento 2025	396	0
\$750 M 1,375% bonos con vencimiento 2025	594	618
€600 M 1% bonos con vencimiento 2025	511	515
€500 M 3,5% bonos con vencimiento 2025	427	0
€850 M 2,375% bonos con vencimiento 2026	725	731
£500 M 1,75% bonos con vencimiento 2026	497	498
\$750 M 5,3% bonos con vencimiento 2027	593	0
€750 M 1,875% bonos con vencimiento 2027	638	643
€500 M 1,5% bonos con vencimiento 2027	426	430
€700 M 0,125% bonos con vencimiento 2028	595	600
\$500 M 3,875% bonos con vencimiento 2028	395	411
£300 M 2,375% bonos con vencimiento 2028	298	298
\$1.000 M 2,375% bonos con vencimiento 2029	787	819
£300 M 2,875% bonos con vencimiento 2029	299	298
€750 M 1,15% bonos con vencimiento 2029	640	645
\$1.000 M 2% bonos con vencimiento 2030	789	821
€1.000 M 2,5% bonos con vencimiento 2032	850	856
\$750 M 2,125% bonos con vencimiento 2032	590	614
£400 M 1,25% bonos con vencimiento 2033	396	395
\$750 M 5,5% bonos con vencimiento 2033	590	0
€900 M 1,15% bonos con vencimiento 2034	764	770
\$400 M 7,45% bonos con vencimiento 2035	317	331
\$600 M 5,875% bonos con vencimiento 2036	472	491
£600 M 2,75% bonos con vencimiento 2038	595	595
\$500 M 4,25% bonos con vencimiento 2042	393	409
\$500 M 3,875% bonos con vencimiento 2043	391	407
Préstamos bancarios y otros préstamos	296	293
Ajustes de valor razonable a préstamos	-366	-274
<b>Deuda financiera no corriente (vencimiento mayor a 1 año)</b>	<b>14.801</b>	<b>14.498</b>
Deuda financiera total antes de derivados financieros	16.502	16.020
Valor razonable de swaps de divisa (cross currency)	-348	-367
Valor razonable de swaps de divisa y futuros (foreign currency)	1	11
Valor razonable de instrumentos de cobertura de tasa de interés	377	283
Pasivos por arrendamiento	448	475
<b>Deuda financiera bruta</b>	<b>16.980</b>	<b>16.422</b>
Efectivo y equivalentes	-1.439	-2.285
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>15.541</b>	<b>14.137</b>

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

El ratio de endeudamiento es el cociente entre el pasivo y el patrimonio neto, mientras que el ratio de endeudamiento financiero es el cociente entre la deuda financiera y el patrimonio neto. A la fecha de análisis el ratio de endeudamiento era 2,83 mientras que el de endeudamiento financiero era 1,76, es decir, 283% y 176% del patrimonio neto respectivamente. Ambos muestran un crecimiento evidente en 2020, y un crecimiento moderado desde entonces. Estos valores pueden parecer altos analizados de forma aislada, y de hecho resultan más altos que el promedio de las 15 empresas globales de consumo masivo de mayor capitalización de mercado (ratio de endeudamiento financiero 1,06). Lo mismo se observa al calcular el ratio de cobertura de intereses (EBIT / intereses). Diageo tiene un ratio de cobertura de 6,0, mientras el promedio de las 15 empresas mencionadas es de 17,4. Es evidente que Diageo tiene un nivel de deuda financiera superior al promedio del mercado de empresas de consumo masivo. Diageo utiliza deuda entre otras cosas para incorporar marcas a su portafolio y potenciarlas con su estructura global de promoción y distribución. A pesar de esto, se ve también que el ratio de cobertura de intereses se ha mantenido relativamente estable en los últimos 7 años, y especialmente en los últimos 5. De cierta forma, esto sugiere que a pesar del creciente nivel de deuda que la empresa posee, ha podido utilizar esa deuda para generar ingresos suficientes como para mantener constante su capacidad de repago de la misma. El ratio DTI indica algo similar. El ratio de liquidez, que relaciona los activos y pasivos corrientes, se mantiene estable y en valores sanos holgadamente superiores a 1, indicando que no existen riesgos significativos para afrontar el pago de los pasivos de corto plazo.

Tabla 11: Evolución de ratios financieros 2017-2023

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ratio de cobertura de intereses (EBIT / Intereses Financieros)	6,90	8,15	6,38	5,23	6,23	5,74	6,00
Ratio de liquidez (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	0,85	1,37	1,34	1,77	1,60	1,53	1,63
Ratio de endeudamiento (Deuda / Patrimonio Neto)	1,40	1,54	2,08	2,95	2,79	2,84	2,83
Ratio de endeudamiento financiero (Deuda Financiera / Patrimonio Neto)	0,66	0,78	1,11	1,57	1,44	1,49	1,67
Ratio de apalancamiento (Deuda Financiera / Activos)	0,27	0,31	0,36	0,40	0,38	0,39	0,44
Ratio DTI (Deuda financiera / Ganancia Neta)	2,96	3,01	3,57	9,40	4,55	4,35	4,16
Ratio Deuda / EBITDA (Deuda Financiera / EBITDA)	2,00	2,18	2,51	2,91	2,90	2,70	2,75

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Del análisis de la compañía en general, de su estructura de capital y de sus ratios financieros, se obtienen por lo pronto 2 conclusiones. En primer lugar la deuda es alta pero manejable dado el tamaño

de la empresa y su posicionamiento competitivo en el mercado. En segundo lugar, la deuda es lo suficientemente alta como para despertar dudas sobre la posibilidad de continuar financiando la adquisición y promoción de marcas, o por lo menos de hacerlo sin modificar el esquema actual de recompra de acciones o pago de dividendos, a menos que las ventas continúen aumentando a un nivel similar al actual.

La compañía establece como política de apalancamiento, un ratio de deuda financiera sobre EBITDA de entre 2.5 y 3.0. A juzgar por esto, el management de Diageo estaría en condiciones de aumentar el nivel de deuda hasta en un 10% por sobre el crecimiento del EBITDA. Por otro lado, y en línea con lo mencionado en el párrafo anterior, si la evolución del EBITDA fuera negativa, un resultado ligeramente inferior al del año pasado pondría a Diageo por sobre su nivel aceptable de deuda.

Para finalizar se indica el rating crediticio de largo plazo otorgado a Diageo por las agencias Moody's y S&P. La deuda financiera de Diageo es calificada como A3 y A- respectivamente. Esta calificación indica que la deuda de largo plazo es de grado inversión de nivel medio-alto, con bajo riesgo de default. Como dato adicional, de los 16 empresas de consumo masivo de mayor capitalización de mercado incluida Diageo, solo una tiene un rating crediticio inferior, y 13 tienen rating crediticios superiores.

### 3.3. Ratios operativos

En primer lugar se analizará el capital de trabajo. Este indicador es una medida del capital o recursos que la empresa tiene a disposición para enfrentar sus necesidades operativas de corto plazo. Adicionalmente permite identificar una gestión ineficiente de los recursos operativos. Un valor excesivamente alto podría indicar que la empresa deja muchos recursos sin utilizar en lugar de invertirlos productiva o financieramente. Un ejemplo típico de esto podría ser el exceso de inventario, aunque es importante ser prudente en esta aseveración. Empresas como Diageo tienen porciones de sus inventarios que pretenden ser reservados durante años antes de ser comercializados, como en el caso del whisky y otros productos alcohólicos de reserva. Por ejemplo, al cierre del período fiscal 2023, Diageo reportó inventarios por un total de GBP 7.661 millones, de los cuales GBP 4.086 millones (53,5%) corresponde a productos semi terminados y materia prima que será utilizada dentro de más de 1 año. Diferenciaremos entonces de inventario corriente y no corriente.

Una primera aproximación al capital de trabajo podría estimarse a partir de la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. No obstante, es conveniente ser más específico e identificar que activos y pasivos corresponden al funcionamiento operativo del día a día. Tradicionalmente se consideran como capital de trabajo los inventarios, a los que se le suman las cuentas por cobrar y pagos adelantados recibidos y se le restan las cuentas por pagar. Diageo segrega sus cuentas por cobrar y por pagar en corrientes y no corrientes, además de sumar provisiones por diferentes tipos de pérdidas y provisiones por obsolescencia de inventario que suman entre 1% y 2% del mismo.

Tabla 12: Cálculo de capital de trabajo para Diageo 2023  
en millones de GBP

<b>Inventario</b>	
Materia prima y consumibles	543
Trabajo en progreso	132
Inventario en maduración	5.794
Productos terminados y para reventa	1.192
	<b>7.661</b>
Cuentas por cobrar corrientes	2.720
Cuentas por pagar corrientes	(5.300)
Provisiones corrientes sobre pasivos	(119)
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>4.962</b>

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Según se observa en el gráfico 30, el ratio capital de trabajo sobre ventas oscila normalmente alrededor del 28%. Como en muchas otras compañías el efecto de la pandemia se aprecia, entre otras cosas, como una suba en este indicador producto de la baja en las ventas, especialmente en el período 2020. En el período siguiente el capital de trabajo se corrige, especialmente por el fuerte incremento de las cuentas a pagar y en menor medida por la reducción relativa de los stocks, algo que ocurrió globalmente como respuesta de las empresas ante la imprevisibilidad de los efectos de la pandemia, y más aún en compañías que dependen del contacto presencial con los consumidores. En 2022 la relación entre capital de trabajo se reduce, nuevamente como consecuencia de los pagos pendientes a proveedores. En 2023, con las ventas y las cadenas de suministro de materia prima y productos terminados funcionando normalmente, el ratio se reacomoda nuevamente en 29%.

Gráfico 30: Capital de trabajo (CT), cambio en el CT e intensidad de CT 2017-2023



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

En segundo lugar se analizará el ciclo de conversión a caja, en particular los siguientes indicadores: días de inventario, días de cuentas por cobrar y días de cuentas a pagar. Estos indicadores dan cuenta de la eficiencia del manejo operativo de la caja, o en otras palabras, que tan rápidamente puede la empresa convertir sus recursos en efectivo. Los días de inventario son extensos si se los compara con otras industrias, en particular con el sector de consumo masivo que tiene un promedio de aproximadamente 57 días. Sin embargo, como se mencionó previamente, en la industria de las bebidas de alta gama, hay ciertas bebidas que requieren un proceso largo de maduración y que esto se refleja en el precio, con lo cual no es necesariamente correcto considerar los 400 días promedio de Diageo como algo negativo.

Analizando los días de cuentas por cobrar o cuentas por pagar se evidencia una buena gestión de pagos y cobranzas, siendo los días de cuentas por pagar aproximadamente 3 veces los días de cuentas por cobrar.

El ciclo de conversión a caja tomando los inventarios totales, resulta en un promedio de 326, pero descartando los períodos afectados por la pandemia, los valores son consistentemente cercanos a 300 días.

Analizando el ciclo de conversión a caja, tomando únicamente inventarios corrientes, el valor resulta razonablemente más bajo, en torno a los 90 días. La tendencia es levemente creciente, pero podría bien deberse a los cambios en el mix de productos y al crecimiento de las ventas de bebidas reposadas, que razonablemente debería ser contrarrestado con un incremento en la producción para poder abastecer ventas futuras.

Tabla 13: Evolución de ciclo de conversión a caja 2017-2023

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Días de inventario (DIO)	365	383	392	441	436	404	391
Días de cuentas por cobrar (DSO)	65	34	33	57	48	47	44
Días de cuentas por pagar (DPO)	96	113	120	119	121	144	143
DPO / DSO	1,5	3,3	3,6	2,1	2,6	3,1	3,2
Ciclo de conversión a caja	335	304	304	379	363	307	292
Días de inventario corriente (DCIO)	115	131	142	158	172	186	185
Ciclo de conversión a caja con DCIO	85	52	54	97	98	89	87

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

### 3.4. Comparación con pares del mercado

La comparación con empresas del sector y de la industria permite apreciar que Diageo es una compañía eficiente a la hora de transformar sus activos y sus ventas en ganancias, como resulta del análisis de sus indicadores de rendimiento descritos en las tablas 14 y 15. En 2023, su retorno sobre

activos (ROA) y sobre patrimonio neto (ROE), junto con el margen neto y el margen EBITDA son los más altos de la industria (con la excepción del margen EBITDA de Constellation Brands Inc.) y a nivel sector de bebidas comparables a los de The Coca Cola Company y levemente superiores a los de PepsiCo, por poner un ejemplo. Resulta evidente que el ROE es particularmente alto en comparación al resto de los comparables, pero debe interpretarse como un indicador no tan significativo en este caso dado el mayor nivel de deuda de Diageo, en comparación con sus competidores directos en la industria. Esto se evidencia a partir el multiplicador de capital, que es aproximadamente 1,5 veces el de sus pares.

Tabla 14: Indicadores de rendimiento para empresas comparables 2023

	CAGR Ventas ult. 7 años	CAGR EBIT ult. 7 años	Margen EBITDA	Margen Operativo	ROE	ROA
PepsiCo Inc.	5,5%	4,6%	17,6%	13,2%	43,9%	8,3%
The Coca Cola Company	0,4%	-6,1%	31,5%	24,7%	41,2%	11,0%
Heineken N.V.	5,8%	3,1%	17,6%	15,2%	12,7%	4,5%
Ambev S.A.	1,2%	3,9%	28,1%	23,5%	16,9%	10,9%
Diageo	6,0%	5,0%	33,3%	27,1%	40,5%	10,6%
Pernod Ricard S.A.	4,3%	4,4%	28,5%	26,8%	13,8%	6,0%
Constellation Brands Inc.	4,4%	3,7%	35,1%	30,0%	15,9%	6,1%
Brown-Forman Corporation	5,9%	6,8%	30,3%	25,6%	24,9%	9,5%

Fuente: elaboración propia en base a los últimos estados financieros de las compañías indicadas

Tabla 15: Rotación de activos, mult. de capital y margen neto de empresas comparables 2023

	Rotación de Activos	Multiplicador de Capital	Margen Neto
PepsiCo Inc.	0,94	5,27	9,0%
The Coca Cola Company	0,47	3,51	23,9%
Heineken N.V.	0,54	2,58	8,6%
Ambev S.A.	0,59	1,51	18,3%
Diageo	0,48	3,83	21,8%
Pernod Ricard S.A.	0,33	2,25	18,6%
Constellation Brands Inc.	0,40	2,56	15,5%
Brown-Forman Corporation	0,58	2,42	18,0%

Fuente: elaboración propia en base a los últimos estados financieros de las compañías indicadas

Un punto a destacar sobre Diageo es que sus ventas y su ganancia operativa muestran un crecimiento igual o superior a las de sus competidores de la industria y a los seleccionados dentro del sector. Se puede decir que tanto Diageo como Brown-Forman sobresalen del resto con un CAGR de las ventas de los últimos 7 años de 6,0% y 5,9% respectivamente. Lo mismo se observa al respecto

de la ganancia operativa, con Brown-Forman creciendo a un CAGR de 6,8% y Diageo al 5,0%. Dentro de la industria Diageo, Brown-Forman Corp. y Pernod Ricard se focalizan más exclusivamente en los destilados, mientras que Constellation Brands obtiene un porcentaje importante de sus ventas en la categoría cervezas, con las marcas Modelo y Corona.

En la tabla 16 se detalló el margen operativo de estas compañías, en el último período fiscal, sin ajustar por eventos no recurrentes. Analizando las empresas comparables seleccionadas, y revisando adicionalmente otras no descritas en este trabajo, se observa que las compañías de destilados tienen generalmente márgenes operativos más estables y superiores en promedio que los de las empresas de bebidas en general y las empresas de la industria de las cervezas. Esto complementa lo indicado en los puntos anteriores, al respecto del mercado de bebidas premium, el tipo de consumidores y sus tendencias. Esto puede evaluarse en más detalle en la tabla 16 que muestra la evolución del margen operativo de las compañías seleccionadas, en los últimos 7 años, ajustado por eventos no recurrentes.

Tabla 16: Evolución de margen operativo ajustado de empresas comparables 2017-2023

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Industria
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Principal
PepsiCo Inc.	16,3%	16,7%	16,1%	16,0%	15,5%	14,9%	14,2%	Soft-Drinks
The Coca Cola Company	23,2%	25,8%	29,8%	28,5%	30,3%	29,6%	28,5%	Soft-Drinks
Heineken N.V.	14,4%	15,0%	14,6%	15,3%	9,9%	13,9%	13,4%	Cerveza
Ambev S.A.	34,6%	34,2%	34,2%	31,4%	27,9%	23,7%	22,1%	Cerveza
Diageo	30,7%	31,2%	32,3%	30,4%	29,8%	30,7%	30,9%	Destilados
Pernod Ricard S.A.	26,1%	26,4%	26,9%	28,1%	26,8%	27,3%	28,2%	Destilados
Constellation Brands Inc.	30,8%	32,9%	32,4%	32,6%	34,2%	34,3%	30,8%	Destilados
Brown-Forman Corp.	33,1%	31,7%	33,6%	32,7%	29,4%	31,4%	29,2%	Destilados

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de las compañías indicadas

La comparación de indicadores financieros muestra diferencias en las estructuras de deuda. Como se mencionó previamente, el nivel de deuda de Diageo parece elevado también cuando se lo compara con otras empresas, pero no por fuera del rango de valores de la industria. El ratio de cobertura de intereses, tomando como referencia la ganancia operativa, resulta en efecto el más bajo de las empresas comparadas. Sin embargo, no difiere más que mínimamente del ratio de Heineken, Ambev o Constellation Brands. El ratio de endeudamiento, el de apalancamiento y el ratio deuda financiera sobre EBITDA muestran algo similar: valores razonables en la parte superior del rango de las empresas evaluadas. A nivel de ratio de liquidez, Diageo está muy bien posicionado. Su ratio de 1,7 es suficiente para cubrir holgadamente sus obligaciones de corto plazo, sin ser ineficientemente alto, como se discutió previamente.

Tabla 17: Ratios financieros de empresas comparables 2023

DF: deuda financiera, PN: patrimonio neto

	Cobertura de Intereses (EBIT/Intereses)	Endeudamiento Financiero (DF/PN)	Ratio de Apalancamiento (DF/A)	Ratio de Liquidez (Act. Corr./Pas.Corr.)	Deuda / EBITDA
PepsiCo Inc.	24,5	2,40	0,45	0,8	2,2
The Coca Cola Company	9,2	1,64	0,46	1,1	2,2
Heineken N.V.	6,5	0,75	0,31	0,8	2,4
Ambev S.A.	7,2	0,05	0,03	0,9	0,2
Diageo	6,0	1,67	0,44	1,6	2,8
Pernod Ricard S.A.	12,0	0,71	0,32	1,7	2,7
Constellation Brands Inc.	6,8	1,48	0,53	1,2	3,6
Brown-Forman Corp.	12,1	0,92	0,39	3,5	1,9

Fuente: elaboración propia en base a los últimos estados financieros de las compañías indicadas

En la tabla 18 se comparan los indicadores de gestión operativa para Diageo y las otras 7 empresas comparables seleccionadas. El ciclo de conversión a caja de cada una permite claramente identificar que la industria de los destilados es diferente en cuanto a la rotación del producto y la caja. Las empresas de bebidas en general, gaseosas e incluso las de cervezas, tienen ciclos de conversión a caja negativos, con lo cual financian su déficit de capital de trabajo a través de sus proveedores y clientes. Este tipo de ciclo de caja negativo es relativamente frecuente en las empresa de consumo masivo. Por otro lado las empresas de destilados se caracterizan por tener días de inventario mucho más largos y un ciclo de conversión a caja positivos en torno a un año, como se explicó previamente, producto del tipo producto que comercializan y la necesidad de retener stock o inventario como parte del modelo de negocios. Constellation Brands tiene un ciclo de conversión a caja intermedio, en comparación a las empresas de bebidas de muy alta rotación y sus competidores en la industria de los destilados. Esto se debe a que una parte muy importante de sus ventas corresponden a sus marcas de cervezas, cuya rotación es mucho mayor que la de bebidas destiladas.

Tabla 18: Indicadores de gestión operativa de empresas comparables 2023

CT: capital de trabajo, VN: ventas netas

	CT / VN	Días de inventario	Días de cuentas por cobrar	Días de cuentas por pagar	Ciclo de conversión a caja
PepsiCo Inc.	-7,8%	46	45	200	-109
The Coca Cola Company	-13,1%	78	30	315	-207
Heineken N.V.	-8,6%	71	54	145	-20
Ambev S.A.	-21,4%	96	23	184	-65
Diageo	29,0%	391	44	143	292
Pernod Ricard S.A.	42,0%	577	48	242	383
Constellation Brands Inc.	17,5%	129	36	72	93
Brown-Forman Corp.	61,5%	432	72	55	449

Fuente: elaboración propia en base a los últimos estados financieros de las compañías indicadas

Haciendo foco en la comparación con sus competidores, se puede concluir que Diageo maneja su caja y obligaciones de corto plazo de una manera eficiente. Los días de inventario son ligeramente menores a los de Pernod Ricard y Brown-Forman, y en especial su plazo de pago a proveedores es considerablemente más largo. Considerando que puede cumplir plenamente con sus obligaciones de corto plazo, el hecho de que su ratio de capital de trabajo sobre ventas netas sea bajo en comparación a las otras empresa mencionadas puede también verse como un punto a favor. La interpretación es que inmoviliza menos recursos para su gestión operativa del día a día sin poner en riesgo el cumplimiento de sus obligaciones.



#### 4. Valuación por flujo de fondos descontados

##### 4.1. Modelo de valuación y consideraciones preliminares

La valuación del capital accionario de Diageo se realizará por 2 métodos diferentes, tomando como fecha de valuación el cierre del período fiscal del presente año, el día 30 de junio de 2023. A continuación, cualquier mención a la valuación de Diageo, se hará con referencia a dicha fecha.

En primer lugar se utilizará un modelo de descuento de flujo de fondos disponibles para la firma o FCFF, que considera el flujo de caja libre total a distribuir entre todos los inversores, sean acreedores o accionistas. Al tratarse de una empresa muy consolidada y sumamente estable, los datos históricos son un buen punto de partida para estimar el crecimiento de las ventas, márgenes y cuota de mercado. No obstante, Diageo está implementando estrategias de marketing, ventas y adquisiciones, con el objetivo de aumentar esta cuota de mercado TBA de 4,7% a 6,0%. Las estimaciones de crecimiento hechas por la dirección de la compañía, los resultados hasta la fecha en cuestión y las perspectivas de crecimiento de mercado, también maduro y estable, serán tenidas en cuenta a la hora de estimar un flujo de caja a 5 años, y una perpetuidad a partir de 2029, asumiendo que la empresa continuará operando a tiempo infinito. La estructura de capital se supondrá constante en términos relativos al valor de la firma, considerando que no se conocen planes que indiquen lo contrario, al mismo tiempo que la cantidad de deuda en dichos términos proporcionales es considerablemente alta, lo cual reduce el margen de maniobra para aumentarla.

La tasa de descuento se determinará en base al cálculo del costo promedio ponderado del capital, que surge del costo de financiamiento de la empresa al día de la fecha de análisis y del costo del equity. Este último valor se obtendrá utilizando el modelo *Capital Asset Pricing Model* o CAPM, tomando un índice de referencia compatible con la actividad de la empresa, su mercado y lugares donde opera, de igual forma que la tasa libre de riesgo correspondiente. El coeficiente beta que se obtiene del modelo CAPM se verificará calculándolo para empresas comparables y ajustando por la diferencia en la estructura de capital. Por último, se realizará un *rolling beta*. Para esto se calculará el beta de Diageo en rangos móviles de 3 años a lo largo de un período de 10 años, a fin de identificar posibles evoluciones en el tiempo.

A partir del cálculo del valor presente de los flujos de fondos estimados, descontados a la tasa mencionada, se obtendrá el valor de la firma y a partir del mismo, se calculará el valor del equity y en consecuencia el precio de la acción. El mismo se comparará con el valor real a la misma fecha para interpretar los resultados.

Matemáticamente, el flujo de fondos a descontar puede expresarse de la siguiente manera:

$$\text{Valor Presente FCFF} = \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} + \frac{\text{Valor Terminal}}{(1+r)^{n+1}}$$

Reemplazando para las condiciones establecidas previamente, resulta:

$$\text{Valor Presente FCFF} = \sum_{n=1}^{n=5} \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} + \frac{1}{(1+r)^6} \frac{FCFF_6(1+g)}{r-g}$$

en donde:

$FCFF_t$  es el fondo de flujos disponibles para la firma en el período  $n$ , que va desde  $n=1$  en 2024, hasta  $n=5$  en 2028,

$r$  es la tasa de descuento calculada para la firma, en este caso a partir del modelo CAPM,

$g$  es la tasa de crecimiento esperada nominal del flujo de fondos a perpetuidad.

Por simplicidad de los cálculos y su interpretación, los flujos de fondos se realizarán en dólares estadounidenses, así como el cálculo de la tasa de descuento. Esto no reporta ninguna inconsistencia, ya que cualquiera sea la moneda elegida, el mismo resultado debe dar el modelo. Adicionalmente, esta moneda es más representativa del negocio global de la compañía, al punto tal que a partir del año próximo reemplazará a la libra esterlina como moneda oficial de reporte de resultados. Por tratarse de una empresa global, se asume que mantendrá una política de cobertura total de tipo de cambio por lo cual las proyecciones no incluyen ningún impacto positivo o negativo por variaciones del mismo.

El FCFF se obtiene a partir del flujo de caja que genera la empresa mediante sus actividades operativas, descontando impuestos, amortizaciones, depreciaciones, cambios en el capital de trabajo e inversiones.

En este modelo de valuación se optó por realizar el cálculo del FCFF partiendo del EBIT, que a su vez se puede estimar a partir de las proyecciones futuras de ventas y márgenes operativos. De esta forma el FCFF puede expresarse de la siguiente manera:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) + \text{Depreciaciones y Amortizaciones} - CAPEX + \Delta \text{Capital de Trabajo}$$

siendo  $t$  la alícuota impositiva efectiva, es decir la tasa ponderada por país o región donde opera la compañía.

Considerando que Diageo realiza frecuentemente adquisiciones y ventas de marcas con sus correspondientes flujos de caja e inventario, es importante considerar correctamente las inversiones de capital (CAPEX), como se verá más adelante.

Como se mencionó previamente, Diageo es una empresa madura, con una alta cuota de mercado en su industria, y con ventajas competitivas importantes, especialmente en cuanto a su escala y a su red global de distribución. Teniendo esto en cuenta, la experiencia indica que sería posible arribar a un resultado aceptable proyectando resultados futuros en función de los resultados históricos. Sin embargo, la situación actual en lo que refiere a costos de financiamiento, dinámica de los mercados, cambios en el perfil de los consumidores de esta industria; sumados a los planes de crecimiento de la empresa, hacen necesario sustentar estos resultados pasados con un análisis cualitativo criterioso a fin de determinar correctamente las proyecciones de ventas y márgenes operativos, base del modelo de valuación.

## 4.2. Proyección de ventas netas

El primer paso en el modelo de valuación es proyectar las ventas futuras para los próximos 5 años, como se definió previamente. Si bien un aumento potencial de los impuestos especiales sobre las bebidas alcohólicas se identifica como un riesgo potencial para Diageo, se asumirá, dado el perfil del consumidor de los productos y marcas de la compañía, que si ocurriera dicho aumento, sería absorbido plenamente por el consumidor a través del aumento de los precios de ventas. De esta forma, las ventas brutas aumentarían proporcionalmente y las ventas netas no se verían afectadas, bajo esta hipótesis. Un ejemplo similar ocurre con el efecto de la inflación, que aumenta los costos y en consecuencia los precios de venta de los productos. Como se mencionó previamente, las categorías premium de bebidas alcohólicas, en las que focaliza su portafolio Diageo, se vieron comparativamente poco afectadas por este efecto como resultado del poder de fijación de precios de la compañía y el poder adquisitivo de dichos consumidores.

Como primer paso se toman las proyecciones de crecimiento de la industria, reportadas en los puntos 2.1 y 2.2. Lamentablemente, existe mucha variación entre las proyecciones de mercado previstas por distintas consultoras, incluso distintos reportes dentro una misma plataforma presentan importantes variaciones (caso Statista). Teniendo esto en cuenta, se realizaron proyecciones combinando las estimaciones de diferentes fuentes y segmentando tanto por bebida como de forma geográfica, para intentar arribar a un valor representativo del mercado y portafolio de Diageo. La región NAM está compuesta por Canadá y E.E.U.U., y en término de ventas, el mercado estadounidense representa aproximadamente el 90% de la región. Habida cuenta de esto, y de que ambos países muestran tendencias de consumo similares, se utilizarán las proyecciones de E.E.U.U. para la región NAM en el modelo de valuación.

Las proyecciones de la industria detalladas en la tabla 19 muestran un panorama como el que se discutió previamente, en donde las ventas de destilados crecen más rápidamente que las ventas de cervezas, especialmente en las regiones emergentes. Las ventas en volumen no se muestran en esta discusión, pero vale la pena recordar que las proyecciones indican un crecimiento menor al 1% CAGR.

Al analizar el crecimiento de las ventas de Diageo de los últimos 7 años, se puede apreciar que el rendimiento fue muy superior al de la industria. Mientras que la industria creció muy modestamente como resultado de los efectos y restricciones de la pandemia, Diageo logró recuperarse rápidamente y cerrar el período 2017-2023 con un crecimiento de ventas netas totales (orgánicas y no orgánicas) de 6% CAGR. Esto explica como su cuota de mercado subió de 4,0% TBA a 4,7% TBA. Si bien no sería correcto asumir ciegamente que esta diferencia pudiera repetirse a futuro, es importante identificar este comportamiento y asociarlo al concepto de premiumización y a la estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico vía adquisiciones que Diageo implementa regularmente.

Tabla 19: Proyección de crecimiento de las ventas globales por segmento de bebida y región

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR 2023-2028
<b>Destilados</b>							
NAM	2,7%	4,6%	4,1%	4,1%	3,9%	4,8%	4,3%
Europa	0,5%	7,6%	1,6%	2,7%	2,7%	5,2%	4,0%
A&P	5,5%	3,8%	2,5%	2,6%	2,5%	2,1%	2,7%
LAC	2,1%	5,8%	5,9%	6,7%	5,9%	8,2%	6,5%
África	3,9%	7,5%	3,5%	5,1%	4,8%	9,2%	6,0%
<b>Cerveza</b>							
Global	3,3%	4,1%	2,8%	3,0%	2,9%	5,2%	3,6%
<b>RTD</b>							
Global	29,7%	13,6%	11,9%	10,7%	11,1%	2,3%	9,8%
<b>TBA Global</b>							
Global	8,0%	5,0%	3,6%	3,7%	3,7%	5,0%	4,2%

Fuente: elaboración propia en base a reportes de Statista e IWSR]

Tabla 20: Evolución de ventas de Diageo y de mercado global TBA

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2017-2023
Diageo	14,9%	0,9%	5,8%	-8,7%	8,3%	21,4%	10,7%	6,0%
TBA Global	3,4%	3,3%	0,9%	-13,0%	5,2%	2,3%	8,0%	0,9%

Fuente: elaboración propia en base al reporte Spirits Market Worldwide (2023) de Statista y a los estados financieros de Diageo 2017-2023

En el último reporte de resultados, Diageo confirmó sus perspectivas de crecimientos en el mediano plazo de las ventas orgánicas de entre 5 y 7%, es decir, sin considerar el efecto de potenciales adquisiciones de marcas. No obstante, en base a las perspectivas del mercado, el fenómeno de premiumización y su posicionamiento competitivo, en el modelo de valuación se asumirá que Diageo aumentará sus ventas orgánicas por sobre el crecimiento del mercado en un 1% anual. Esto es, el portafolio de marcas de Diageo a la fecha de valuación ganará 1% de cuota de mercado en los próximos 5 años.

Diageo espera invertir anualmente entre GBP 1.000 millones y GBP 1.200 millones en CAPEX hasta por lo menos 2025, lo que representa aproximadamente 5% a 6% de las ventas netas. Considerando un ROIC constante de 16,3%, adquisiciones pequeñas para despreciar efectos de rendimiento marginal, y que el ratio de adquisiciones sobre CAPEX fue 30% promedio en los últimos 3 años; esto podría aproximarse como una contribución sobre las ventas netas, por efecto de ventas inorgánicas producto de adquisiciones, de 0,25%. Esto resulta de multiplicar la intensidad de CAPEX por el porcentaje promedio de adquisiciones sobre CAPEX (30%) y todo esto por el ROIC. Esto intenta

representar la contribución sobre las ventas de las futuras adquisiciones de marcas, algo que Diageo realiza de forma regular.

Teniendo en cuenta estas condiciones de crecimiento de las ventas orgánicas y no orgánicas, se considerarán las proyecciones del mercado por segmento y región asumiendo un aumento de cuota de mercado de 1,25%. Las ventas de los rubros cerveza y RTD se harán en base a las proyecciones de crecimiento de ventas globales. Las ventas de destilados se segmentarán por región.

El resultado de las proyecciones se detalla en la tabla 21, en dólares americanos. El crecimiento esperado de las ventas, ponderando los distintos segmentos y ajustado por el crecimiento de la industria más los efectos de aumento de cuota de mercado y ventas inorgánicas por adquisiciones mediante CAPEX, es de 5,7% CAGR en el período 2023-2028.

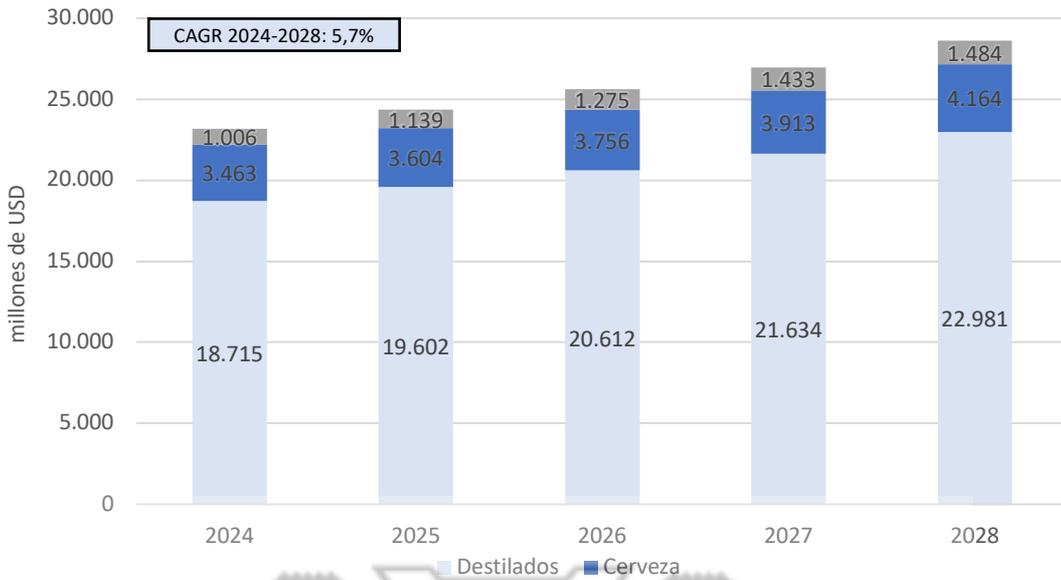
Tabla 21: Proyecciones de ventas de Diageo por segmento de bebida y región geográfica

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR Diageo 2024-2028	CAGR Industria 2024-2028
<b>Destilados</b>								
NAM	7.557	7.998	8.426	8.875	9.333	9.895	5,5%	4,3%
Europa	3.287	3.578	3.681	3.828	3.979	4.235	5,2%	4,0%
A&P	3.636	3.820	3.961	4.113	4.269	4.410	3,9%	2,7%
LAC	2.206	2.361	2.530	2.730	2.925	3.202	7,7%	6,5%
África	738	803	841	894	948	1.048	7,3%	6,0%
<b>Cerveza</b>								
Global	3.260	3.434	3.574	3.725	3.880	4.130	4,8%	3,6%
<b>RTD</b>								
Global	869	998	1.130	1.264	1.421	1.471	11,1%	9,8%
<b>Ventas Totales Proyectadas (VTP)</b>								
Global	21.552	22.991	24.142	25.429	26.755	28.391	5,7%	4,2%
<b>VTP corregido por ventas residuales</b>								
Global	21.733	23.184	24.344	25.642	26.979	28.629	5,7%	4,2%

Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente

La representación gráfica del crecimiento de las ventas netas totales y por categoría de bebida, para los próximos 5 años, se detallan en el gráfico 31.

Gráfico 31: Proyecciones de ventas de Diageo por bebida y crecimiento de ventas totales

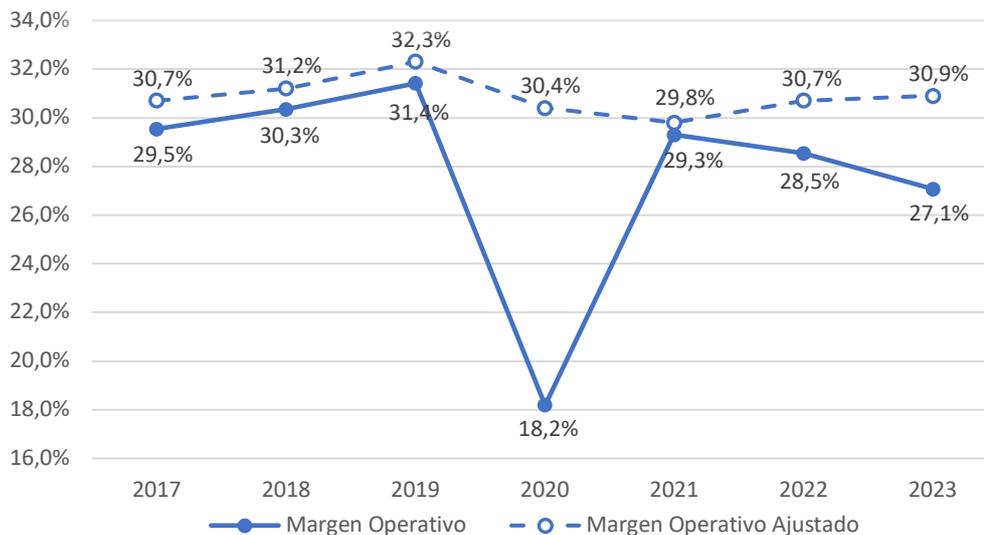


Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente

### 4.3. Proyección de margen operativo

Al evaluar la proyección del margen operativo se tomará el período de estudio con excepción del año 2020, por considerarse la pandemia del COVID un evento en extremo excepcional. Como se discutió previamente, el margen operativo sufre un deterioro de aproximadamente 2% en los años posteriores a 2020 por efecto de gastos excepcionales, gastos operativos relacionados con la adquisición de nuevas marcas y goodwill en las regiones APAC y África, sumados al efecto de las presiones inflacionarias en distintas regiones.

Gráfico 32: Evolución del margen operativo ajustado y no ajustado por eventos no recurrentes



Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

El margen operativo ajustado, que entre otros ítems descuenta gastos excepcionales con el objetivo de reflejar más fielmente el comportamiento operativo general, se mantiene con muy pequeñas variaciones en torno al 31% incluso durante la pandemia.

En el modelo de valuación se considerará el promedio del margen operativo de los últimos 2 años, 27,8%, para relativizar el efecto de los gastos extraordinarios en 2023. Este valor coincide también con el promedio de los últimos 7 años. Se optó por utilizar el margen operativo sin ajustar por eventos no recurrentes, dado que, a lo largo del período de estudio, la empresa informó gastos no recurrentes de forma regular. Esta recurrencia de los gastos no recurrentes, valga la redundancia, parece indicar que el margen operativo sin ajustar es el más representativo del funcionamiento operativo de la compañía.

#### 4.4. Proyecciones adicionales

##### *Inversiones en bienes de capital (CAPEX)*

Las estimaciones de inversiones en bienes de capital se estimarán como porcentaje de las ventas netas, tomando como referencia los valores de los 5 períodos anteriores. Asimismo, se tiene como información adicional, que la compañía espera invertir entre GBP 1.000 millones y GBP 1.200 millones por año en el mediano plazo. Los gastos de capital de los períodos anteriores se obtienen del estado de flujos de fondos, como la diferencia entre los ingresos y egresos por inversiones en planta y equipamiento, y por adquisiciones de marcas o empresas. El egreso promedio de los últimos 5 años es GBP 914 millones. Expresado como porcentaje de ventas netas (intensidad de CAPEX) el resultado promedio es 6,5%. El resultado es perfectamente coherente con las estimaciones futuras informadas en la última presentación de resultados.

*Tabla 22: Cálculo de la intensidad de CAPEX 2019-2023 en millones de GBP*

	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio
Planta, Equipamiento y Software (neto)	(639)	(686)	(613)	(1.080)	(1.167)	
Adquisición y Venta de Subsidiarias (neto)	370	(119)	(436)	(124)	120	
Inversiones en Subsidiarias	0	0	(38)	(65)	(93)	
<b>CAPEX</b>	<b>(269)</b>	<b>(805)</b>	<b>(1.087)</b>	<b>(1.269)</b>	<b>(1.140)</b>	<b>(914)</b>
Ventas Netas	12.867	11.752	12.733	15.452	17.113	
<b>CAPEX / Ventas Netas</b>	<b>2,1%</b>	<b>6,8%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>

*Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023*

*Tabla 23: Proyección de CAPEX 2024-2028 en millones de USD*

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>CAPEX / Ventas Netas</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>
Ventas Totales Proyectadas	23.184	24.344	25.642	26.979	28.629
<b>CAPEX Proyectado</b>	<b>1.507</b>	<b>1.582</b>	<b>1.667</b>	<b>1.754</b>	<b>1.861</b>

*Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente*

### Proyección de alícuota impositiva

Para el cálculo de la alícuota impositiva se tomará el promedio los valores reportados por la compañía en los últimos 3 períodos, considerando que no se conocen ni esperan cambios en este aspecto.

Tabla 24: Cálculo de la alícuota impositiva promedio 2021-2023

	2021	2022	2023	Promedio
Alícuota impositiva reportada	24,5%	23,9%	20,5%	23,0%

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

### Proyección de amortizaciones y depreciaciones

Las amortizaciones y depreciaciones se proyectarán a partir del promedio de los últimos 3 años del cociente entre estos valores y los activos fijos brutos, resultando en 4,2%. El término "impairments", interpretado como desvalorizaciones no previstas, fue incluido dentro de las amortizaciones y depreciaciones. Los activos fijos brutos fueron tomados como la suma del valor bruto de propiedades, planta y equipamiento, con los activos intangibles.

Tabla 25: Cálculo de ratio entre amortizaciones y depreciaciones, y activos fijos brutos en millones de GBP

\* se reproduce "impairments" como "desvalorizaciones"

	2021	2022	2023	Promedio
Amortizaciones, Depreciaciones y Desvalorizaciones (ADD)*	447	828	1.066	
Propiedades, planta y equipamiento - Bruto (1)	8.182	9.450	9.569	
Activos Intangibles (2)	8.807	9.615	9.285	
(1)+(2): Activos fijos brutos (AFB)	16.989	19.065	18.854	
ADD / AFB	2,6%	4,3%	5,7%	4,2%

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

### Proyección del capital de trabajo

Para proyectar el capital de trabajo se utilizó lo calculado anteriormente. Se tomó el promedio del ratio capital de trabajo sobre ventas netas, exceptuando el valor de 2020 por la excepcionalidad de la pandemia y su efecto sobre las ventas. El valor resultante es 27,4%. Si se tomaran únicamente los últimos 3 períodos el resultado sería virtualmente idéntico, 27,3%. El detalle de las proyecciones del ratio capital de trabajo sobre ventas y las variaciones de capital de trabajo estimadas, se detallan en las tablas 26 y 27.

Tabla 26: Evolución del capital de trabajo 2017-2023  
en millones de GBP

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio (exc. 2020)
Capital de Trabajo	3.230	3.389	3.611	3.939	3.608	3.787	4.962	
Capital de Trabajo / Ventas Netas	26,8%	27,9%	28,1%	33,5%	28,3%	24,5%	29,0%	27,4%

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

Tabla 27: Proyección del capital de trabajo 2023-2028  
en millones de USD

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Capital de Trabajo	6.302					
Ventas Netas Proyectadas		23.184	24.344	25.642	26.979	28.629
Capital de Trabajo / Ventas Netas Proyectado		27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%
Capital de Trabajo Proyectado		6.352	6.670	7.026	7.392	7.844
Variación de Capital de Trabajo Proyectado		51	318	356	366	452

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros de Diageo 2017-2023

#### 4.5. Tasa de descuento

Para arribar al valor presente de los flujos de caja descontados para la firma, se utilizará una tasa de descuento, que se interpreta como el retorno esperado de los inversores de la empresa. La misma refleja el costo de financiamiento de la compañía, cualquiera sea la fuente del mismo, deuda o equity. Como el costo de la deuda ( $k_d$ ) y el costo del equity ( $k_e$ ) son diferentes, el costo promedio ponderado del capital (WACC) deberá calcularse considerando, en cada caso, la proporción de deuda y equity correspondiente. Es importante mencionar que los valores de deuda ( $D$ ) y equity ( $E$ ) utilizados en la ponderación deben ser tomados a valor de mercado.

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

#### Costo del equity - $k_e$

Para calcular el costo del equity se utilizará el modelo CAPM. Este modelo describe la relación entre el retorno esperado de un instrumento financiero y el riesgo sistemático o no diversificable asociado a tal instrumento, en el contexto de un portafolio diversificado de inversión.

El costo del equity o retorno esperado por los accionistas (no por los acreedores), se calcula como el retorno de un instrumento libre de riesgo más un spread que se define como el producto entre una

prima de riesgo de mercado y un coeficiente  $\beta$  que representa el riesgo sistemático que la compañía le aporta al portafolio:

$$k_e = r_f + \beta \times MRP$$

en donde:

$r_f$  es la tasa libre de riesgo,

$\beta$  es el coeficiente beta que representa el riesgo sistemático,

$MRP$  es la prima de riesgo del mercado.

Para el caso de Diageo, no es necesario introducir primas adicionales que consideren riesgo de default o riesgo país, como frecuentemente se realiza al valorar empresas que operan principalmente en mercados no desarrollados. Más allá de ser una empresa global, Diageo genera más del 75% de sus ventas en países desarrollados.

#### *Tasa libre de riesgo - $r_f$*

La tasa libre de riesgo se define como una tasa que carece de riesgo de default o incumplimiento y de riesgo reinversión, o en otras palabras, la tasa que una vez realizada será siempre igual a la esperada.

La tasa en cuestión, así como los instrumentos a partir de los cuales se estima o calcula, dependen de la moneda de valuación. En este caso, al calcular el modelo con dólares americanos, se utilizará la tasa de riesgo correspondiente a dicha moneda. Convencionalmente se define como el rendimiento a vencimiento o TIR de un bono del tesoro de los E.E.U.U. con vencimiento a 10 años. Aún para escenarios de valuación largos, en donde la tasa a 30 años podría ser preferible, se suele preferir la tasa a 10 años bajo la premisa que los bonos más largos no tienen la misma liquidez.

En este caso se toma la tasa de las notas del tesoro de E.E.U.U. a 10 años, al 30 de junio 2023. Este valor es 3,82%.

#### *Prima de riesgo de mercado – MRP*

La prima de riesgo de mercado se define como la diferencia entre el rendimiento de un portafolio diversificado representativo del mercado donde opera la compañía, y la tasa libre de riesgo. Es de uso extendido en las finanzas el cálculo de esta prima de riesgo con datos históricos mediante series de tiempo lo más extensas posibles, siendo uno de los objetivos la reducción de la dispersión de los resultados. Esto es, como mínimo, discutible, ya que implícitamente se asume que el comportamiento del mercado, su aversión al riesgo y quizás otros factores como su sofisticación, su desarrollo y su liquidez no han sufrido cambios durante los últimos 10, 20 o 60 años. Adicionalmente, existe extenso

debate sobre la metodología en sí misma, los intervalos de tiempo, el método de cálculo de los valores promedio, la tasa libre de riesgo y los índices de referencia.

Con el objetivo de no profundizar en esta discusión y de complejizar el modelo lo menos posible, que ya sufre de la elevada dispersión de los datos críticos de entrada como las estimaciones de la evolución de los mercados; se realizará el cálculo de la forma convencional con retornos históricos y media aritmética, a pesar de los reparos mencionados.

La elección de un portafolio diversificado que sea coherente con el negocio de Diageo se hará en base a un índice global, tomando los retornos de un fondo que lo replique. En una primera aproximación podría considerarse que tomar los retornos del índice S&P 500 no sería correcto, ya que representa a empresas del mercado de los E.E.U.U. Es importante mencionar que el S&P 500 tiene una exposición a ventas fuera de los E.E.U.U. cercana al 40% (Brzenk, 2018) (De, 2013) (Beniaminov et al, 2022), lo cual permite considerarlo de cierta forma como un índice global. La exposición de Diageo a ventas fuera de los E.E.U.U. es de aproximadamente 65%.

La utilización de un índice tradicionalmente considerado como globalmente diversificado, como el MSCI World parece ser una solución mejor, pero no ideal. Mientras que en 2010 su ponderación por capitalización de mercado (no por ventas) era de un 42% en E.E.U.U. y un 25% en las economías desarrolladas de Europa, para 2023 las proporciones relativas eran de 70% en E.E.U.U. y aproximadamente un 15% en Europa. Lamentablemente MSCI no reporta la ponderación por ventas. Es de esperar que la ponderación por ventas sea considerablemente más globalizada que la ponderación por capitalización de mercado, que solamente indica donde están radicadas las empresas, pero no donde comercializan sus productos o servicios.

Habiendo hecho los comentarios precedentes, el cálculo de la prima de mercado se hará en base a la diferencia entre los retornos históricos del MSCI World (disponibles hasta 1987) y la tasa libre de riesgo descrita previamente.

Calculando la diferencia entre los retornos anuales del índice y la tasa libre de riesgo promedio del correspondiente año, se obtiene una MRP igual a 4,14%.

Calculando el retorno anual promedio del MSCI World desde 1979 a la fecha y restando la tasa libre de riesgo al 30 de junio de 2023, se obtiene una MRP igual a 6,10%. Para el cálculo del costo del equity se utilizará este resultado.

#### *Coefficiente beta – $\beta$ : cálculo por regresión simple*

El coeficiente beta corresponde a una medida del riesgo sistemático o no diversificable de un activo financiero, cuando se lo incorpora a un portafolio diversificado de referencia. En este caso beta relaciona a los retornos de la acción de Diageo con el índice MSCI World. Puede interpretarse como la sensibilidad del precio de la acción frente a variaciones en el precio del portafolio de referencia.

Matemáticamente se calcula como el cociente entre la covarianza del activo con el portafolio, y la varianza del portafolio. Convencionalmente se calcula en base a retornos semanales. Para los cálculos se utilizarán los retornos de un ETF que replica el índice MSCI World (ticker NYSE:URTH), y los retornos de del ADS de Diageo en la bolsa de Nueva York (ticker NYSE:DEO).

El primer cálculo de beta se realizará a partir de la regresión entre los retornos de Diageo y el índice MSCI World durante los 5 años previos a la fecha de valuación. El método de regresión simple para el cálculo de beta en la siguiente regresión:

$$r_{DEO} = \alpha + \beta_{DEO} \times r_{MSCIW}$$

donde:

$r_{DEO}$  son los retornos semanales de Diageo,

$r_{MSCIW}$  son los retornos semanales del índice MSCI World,

$\beta_{DEO}$  es el coeficiente de riesgo sistemático de Diageo en relación a un portafolio compuesto por el índice MSCI World.

Los detalles de la regresión se muestran en la tabla 28. El coeficiente beta calculado de esta forma es 0,825. El coeficiente de determinación  $R^2$  resulta 0,494. Esto indica que, según el modelo CAPM en las condiciones definidas previamente, casi el 50% de la varianza del precio de Diageo puede ser explicada por la evolución de los precios del mercado, es decir, por el modelo en sí mismo. La dispersión de retornos semanales de Diageo y del índice MSCI World, y la recta de ajuste calculada mediante la regresión, se muestran en el gráfico 33.

Tabla 28: Cálculo de beta por regresión lineal

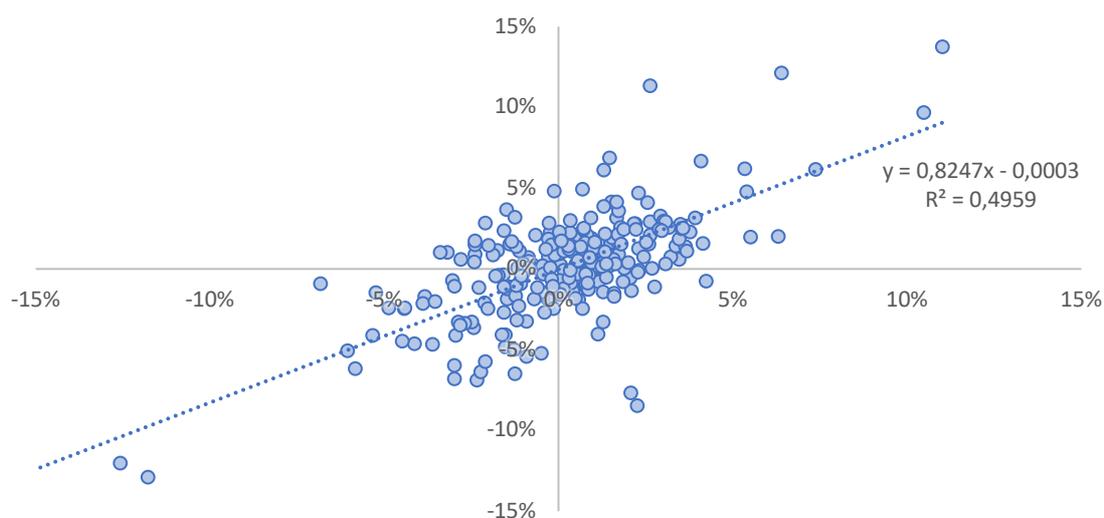
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,704
Coefficiente de determinación $R^2$	0,496
$R^2$ ajustado	0,494
Error típico	0,023
Observaciones	262

Análisis de Varianza	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,138	0,138	255,783	0,000
Residuo	260	0,141	0,001		
Total	261	0,279			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepto	0,000	0,001	-0,212	0,832	-0,003	0,003
r_MCIW	0,825	0,052	15,993	0,000	0,723	0,926

Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance

Gráfico 33: Cálculo de beta por regresión lineal



Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance

### Coefficiente beta – $\beta$ : cálculo por comparables

A continuación, se realizará el cálculo de los betas de las empresas comparables de la industria de los destilados, y adicionalmente se comparará los valores con el beta de la industria de consumo masivo, obtenido de referencias de consulta (Damodaran, 2023).

Como empresas comparables se tomaron las 3 empresas de destilados descritas previamente. El resumen de los betas apalancados se observa en la tabla siguiente. Tomando el promedio de los betas desapalancados de las empresas comparables, y re-apalancando con los promedios de las alícuotas impositivas y los ratios deuda sobre equity, se obtiene un beta por comparables igual a 0,943.

Tabla 29: Cálculo de beta por comparables

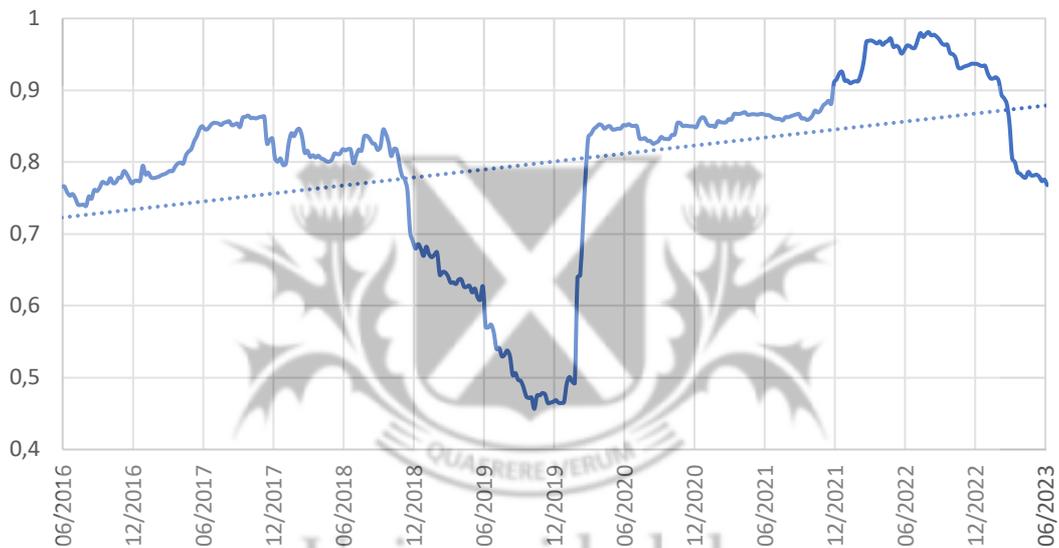
	Beta Apalancado	D/E (valor de mercado)	Alícuota impositiva	Beta Desapalancado
Diageo	0,825	0,214	23,0%	0,708
Pernod Ricard S.A.	0,834	0,196	22,2%	0,724
Constellation Brands Inc.	1,182	0,299	21,0%	0,956
Brown-Forman Corp.	0,828	0,093	22,0%	0,772
Industria				0,860
Promedio Comparables		0,196	21,7%	0,817
Beta Comparables Apalancado	0,943			

Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance

### Coeficiente beta – $\beta$ : rolling beta

En este punto se calculará un rolling beta con el objetivo de evaluar la evolución del beta de Diageo en los últimos 10 años. Para el cálculo se utilizará la misma metodología que en hasta ahora, pero tomando intervalos móviles de 3 años, empezando 10 años antes de la fecha de valuación. Los resultados se muestran en el gráfico siguiente. Obviando la evidente variación en los resultados, el rolling beta calculado muestra una tendencia creciente en el período de estudio. El valor más representativo, tanto a nivel de media como en la tendencia más reciente, parece oscilar entre 0,8 y 0,9.

Gráfico 34: Rolling beta 2016-2023



Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance

### Coeficiente beta – $\beta$ : valoración de resultados

En la siguiente tabla se muestran los betas calculados mediante las 3 técnicas previamente descritas. Los distintos valores de beta calculados son similares y coherentes entre sí. En el modelo de valuación se utilizará el beta calculado mediante la regresión lineal, que dio como resultado 0,825.

Tabla 30: Beta estimado de Diageo

Método	Regresión	Comparables	Rolling Beta	Promedio	Industria
Beta apalancado ( $\beta_{DEO}$ )	0,825	0,943	0,850	0,873	0,860

Fuente: elaboración propia en base los precios de los activos obtenidos de Yahoo! Finance

### *Costo de la deuda - $k_d$*

A diferencia de la tasa de interés efectiva, que pondera la tasa de financiación de los distintas emisiones de deuda vigentes, el costo de la deuda debe representar el costo de financiación de la empresa al día de la fecha de valuación. En otras palabras, es la tasa que debería contraer la empresa de querer emitir deuda el mismo día de la valuación. Este valor podría obtenerse de ratings crediticios, de empresas comparables o preferentemente analizando la deuda emitida por la empresa. Idealmente debería obtenerse la tasa de un bono clásico (no convertible ni con cláusulas especiales) de mediano plazo (5 a 10 años). Como Diageo emite regularmente deuda en dólares americanos, la moneda utilizada en la valuación, el costo de la deuda se calculará en base a la tasa interna de retorno (TIR) de un bono de Diageo de tales características.

Analizando las emisiones de deuda financiera no corrientes, presentadas previamente en la tabla 12, el costo de la deuda se define como 4,75%. Este valor se utilizará en el modelo de valuación.

A modo de comparación se realiza una segunda aproximación a partir de la tasa libre de riesgo correspondiente a la TIR de un bono del tesoro de la reserva federal de los E.E.U.U. a 10 años, más un spread de default correspondiente a la valuación crediticia de Diageo (A- o A3). Tomando 1,28% de spread para dicho rating, según Damodaran (2023), y el rendimiento de los bonos libres de riesgo a la fecha de valuación, 3,82%, la aproximación da una tasa de descuento de 5,10%, la cual es perfectamente coherente con el valor obtenido a partir del retorno de los bonos de Diageo.

### *Estructura de capital*

La estructura de capital de la empresa surge de los valores de mercado de deuda y equity. En este último caso el cálculo es trivial, ya que surge de la multiplicación del valor de la acción por el número total de acciones en circulación, que en el caso de Diageo son de un único tipo. Alternativamente, la capitalización de mercado se puede obtener de bases de datos de mercado.

En el caso de la deuda, la cuantificación de su valor de mercado no es tan directa. Convencionalmente se acepta tomar la deuda a valor contable o de libro indicados en los reportes financieros, y esa es la metodología empleada en este modelo.

En base a estas consideraciones se determina que la estructura de capital de Diageo, a la fecha de valuación, se compone en un 83,16% de equity o capital propio y 16,84% de deuda.

### Costo ponderado promedio del capital (WACC)

A partir de lo calculado en los puntos anteriores se define el WACC como 7,97%.

Tabla 31: Cálculo del WACC

WACC	
Equity	
E / (E + D)	0,8316
Beta	0,8247
Tasa libre de riesgo	3,82%
Prima de riesgo de mercado	6,10%
Costo del equity	8,85%
Deuda	
D / (E + D)	0,1684
Alícuota impositiva	23,0%
Costo de la deuda antes de impuestos	4,75%
Costo de la deuda después de impuestos	3,66%
WACC	7,97%

Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente

### 4.6. Valor terminal

Para calcular el valor terminal se utilizará el WACC como tasa de descuento, mientras que la tasa de crecimiento se obtendrá de las estimaciones de crecimiento de la economía en las regiones definidas en la segmentación geográfica de ventas de Diageo. El cálculo se realizará a partir de la ecuación indicada en el punto 4.1:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCFF_6(1 + g)}{r - g}$$

en donde:

$FCFF_6$  es el fondo de flujos disponibles para la firma en el año 6, que corresponde a 2029,

$r$  es la tasa de descuento calculada para la firma o WACC,

$g$  es la tasa de crecimiento esperada nominal del flujo de fondos a perpetuidad.

Existe una contradicción aparente entre la complejidad y nivel de detalle que el modelo de flujos descontados utiliza al calcular los flujos de caja del período de estudio, en comparación con el cálculo del valor terminal. Esto se hace más evidente al tener en cuenta que frecuentemente cerca de dos tercios del valor de la firma corresponden al cálculo de la perpetuidad. Si bien existen distintas formas de estimar el valor terminal, como el uso de múltiplos sobre ratios de rendimientos, múltiplos similares a partir del valor de los activos y diversos métodos para estimar un flujo de fondos a perpetuidad, no

parece justificarse la utilización de un modelo complejo cuando la sensibilidad de los modelos a sus valores de entrada es tan alta. En otras palabras, resultan más importantes las magnitudes a utilizar (crecimiento, múltiplos, etc.), que los modelos en sí mismo.

Antes de calcular el valor que será utilizado en el modelo, se realiza un cálculo aproximado. Considerando una tasa de crecimiento nominal razonable del 3% anual, el WACC calculado, las ventas netas proyectadas para el período  $n+1$ , y el promedio del ratio de flujo de caja libre sobre ventas reportado para los últimos 7 años (18,4%), se obtiene un valor terminal de USD 113.000 millones.

A fin de definir un criterio para el cálculo del valor terminal se relevaron las siguientes perspectivas de crecimiento para 2028 elaboradas por el Fondo Monetario Internacional en su plataforma *World Economic Outlook*. Las tasas estimadas de crecimiento real del producto bruto interno en economías avanzadas, NAM y Europa son 1,8%, 2,1% y 1,4% respectivamente. Para el resto del mundo se reporta un crecimiento mayor, de 2,4% para la región LAC, 4,0% para África y 4,4% para Asia. La inflación estimada en USD de largo plazo es 2,0% según los datos consultados del FMI y la FED.

El crecimiento de la economía se compone tanto de empresas emergentes y nuevas tecnologías, como de empresas maduras y establecidas. Es esperable entonces que mientras las empresas de tecnologías emergentes crezcan por encima del promedio, empresas maduras lo hagan por debajo, por lo menos en un escenario a perpetuidad. Al respecto del mercado de las bebidas alcohólicas, el crecimiento esperado de las ventas en volumen es bajo o incluso cero en algunas regiones. Esto significa que el crecimiento real de las ventas de Diageo depende de ventas inorgánicas o de su capacidad para sostener en el tiempo mejoras en el mix de ventas de la mano de sus esfuerzos de promoción o mediante premiumización. Todos estos factores son acotados, especialmente a largo plazo.

Para el cálculo del valor terminal se considerará un valor inferior al crecimiento real de la economía sumado a la inflación prevista de largo plazo en USD del 2%. El resultado de la ponderación del valor de crecimiento real de la economía ponderado geográficamente y por bebida resulta 2,7%. Para el modelo se utilizará 1,5% que, sumado a la inflación prevista de largo plazo, resulta en un crecimiento  $g$  del 3,5%.

Finalmente, utilizando los FCFF que resultan del modelo de DCF para el período 2029, la tasa de crecimiento definida (3,5%) y el WACC ya calculado (7,97%) se obtiene un valor terminal de USD 129.257 millones. Este valor se utilizará para la valuación de Diageo.

#### 4.7. Resultado de la valuación por el método de DCF

En la tabla 32 se resumen los resultados de la valuación por flujos de caja descontados. La proyección completa de resultados se encuentra en el anexo.

El valor de la firma calculado al 30 de junio de 2023 asciende a USD 101.704 millones. Descontando el valor de la deuda financiera se obtiene un valor del equity de USD 83.605 millones. Considerando la cantidad de acciones en circulación a la fecha, se obtiene un precio por acción de USD 148,8. El precio de mercado en la fecha de valuación era de USD 173,5. A juzgar por el resultado de la valuación por DCF, se puede asumir que las expectativas del mercado al respecto del crecimiento, rentabilidad y riesgos asociados a Diageo eran más optimistas que las de este modelo.

Tabla 32: Resumen de la valuación de Diageo mediante DCF

Valores calculados al 30 de junio de 2023			
Valor Presente del FCFF	(millones de USD)		101.704
Valor de la Firma	(millones de USD)		101.704
Caja y Equivalentes	(millones de USD)		1.637
Deuda Financiera	(millones de USD)		(19.736)
Valor del Equity	(millones de USD)		83.605
Cantidad de Acciones en Circulación			561762435
Valor Calculado de la Acción (NYSE:DEO)	(USD)		148,8
Valor de Mercado de la Acción (NYSE: DEO)	(USD)		173,5

Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente

#### 4.8. Análisis de sensibilidad

Como se mencionó brevemente en el punto 4.19, la valuación a valor presente de los flujos de caja futuros, y en particular el valor terminal, son muy susceptibles a las variables de entrada del modelo. Esto se observa con más detalle en la tabla 33, que permite apreciar la sensibilidad del precio de la acción al WACC y a la tasa de crecimiento.

Se observa que para un rango de valores de WACC de entre 7,77% y 8,17%, y de tasa de crecimiento de entre 3,2% y 3,6%, el precio de la acción tiene un rango de valores de entre USD 135,4 y USD 164,9.

Tabla 33: Sensibilidad del precio de la acción en USD al crecimiento  $g$  y al WACC

		Tasa de crecimiento esperado $g$				
		3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%
WACC	7,77%	149,9	153,4	157,1	160,9	164,9
	7,87%	146,0	149,4	152,8	156,5	160,3
	7,97%	142,3	145,5	148,8	152,3	155,9
	8,07%	138,8	141,8	145,0	148,3	151,8
	8,17%	135,4	138,3	141,3	144,5	147,8

Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente

Otra forma de evaluar el modelo y en particular el valor terminal, es hacer una verificación de los parámetros de entrada, por ejemplo WACC y/o  $g$ , contra el precio de mercado de la acción. Solo como ejemplo, una forma de hacer esto es tomar el valor de mercado y calcular el crecimiento requerido a perpetuidad para que el precio calculado sea igual al de mercado. Esta tasa de crecimiento a perpetuidad puede analizarse contra las perspectivas de crecimiento de la empresa, la industria y la economía, como para verificar si es razonable pensar que la empresa puede crecer perpetuamente a esa tasa. En el caso de este análisis, la tasa nominal de crecimiento que se requiere para que el precio estimado sea igual al de mercado es de 4,03%. Considerando la inflación utilizada, la tasa de crecimiento anual a perpetuidad de los flujos de fondos de Diageo que equipara las expectativas del modelo con las del mercado, es de 2% en términos reales.

Un segundo análisis de sensibilidad se realiza en base a 3 escenarios hipotéticos. Los resultados obtenidos con las condiciones en las que fue descrito el modelo de consideran como el escenario base o probable. Se consideran, además, dos escenarios adicionales: uno pesimista y otro optimista, en línea con las proyecciones de ventas y crecimiento de márgenes operativos reportados por la empresa. En ambos casos el WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad se mantendrán constantes.

Para el escenario pesimista se considera que los márgenes operativos se reducen a 26% y que la cuota de mercado se mantiene constante, siendo el crecimiento de sus ventas igual al crecimiento de la industria.

Para el escenario optimista se considera un aumento de cuota de mercado anual de 2,50% (2 veces lo que en el escenario base) y una recuperación progresiva en 5 años del margen operativo, desde 27,8% a 29,8%. Esto equivale a un margen operativo de 28,2% en 2024, 28,6% en 2025, 29,0% en 2026, 29,4% en 2027 y 29,8% a partir de 2028. Este último escenario es similar al proyectado por el management de la compañía para el mediano plazo (5-7% CAGR en ventas orgánicas y 7-9% CAGR en ganancia operativa).

Los resultados de los 3 escenarios se muestran en la tabla 34. Según este análisis de sensibilidad, el precio de la acción de Diageo tiene un rango potencial de entre USD 151,4 y USD 200,3. Las expectativas del mercado a la fecha de valuación son compatibles con el escenario base.

Tabla 34: Valuación según escenarios de crecimiento pesimista, base y optimista

		Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Fecha de Valuación		30 de junio de 2023		
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)		3,29%	3,29%	3,29%
Tasa de Descuento (WACC)		7,30%	7,30%	7,30%
CAGR Ventas Netas 2023-2028		4,4%	5,7%	6,9%
Margen Operativo		25,8%	27,8%	27,8% → 29,8%
CAGR EBIT 2023-2028		3,4%	6,2%	9,0%
Valor de la Firma	(millones de USD)	90.140	101.704	113.888
Valor del Equity	(millones de USD)	72.041	83.605	95.789
Valor Calculado de la Acción (NYSE:DEO)	(USD)	128,2	148,8	170,5
Valor de Mercado de la Acción (NYSE: DEO)	(USD)	173,5	173,5	173,5

Fuente: elaboración propia en base a los criterios mencionados anteriormente



## 5. Valuación por múltiplos de empresas comparables

En segundo lugar, se utilizará un modelo de valuación por múltiplos, tomando como referencia activos comparables en características, mercado, tamaño, etc. En este caso, activos comparables significa compañías comparables, y para este método se utilizarán las empresas mencionadas en el punto 2.4. Si bien el método puede llevar en muchos casos a resultados diferentes a los que se obtienen por el método anterior, podían esperarse resultados más consistentes cuando se valúa a empresas establecidas que operan en mercados maduros, con ingresos diversificados globalmente.

Para realizar la valuación, no solamente se utilizarán los ratios financieros conocidos, sino que además se utilizarán criterios cualitativos para determinar la importancia relativa de dichos ratios, y para comparar el resultado promedio de las empresas comparables, con el de Diageo.

Si bien es de utilización tradicional el múltiplo EV / EBITDA, existen diversas razones por las cuales su uso es discutible. La utilización de EBITDA excluye del análisis el efecto del CAPEX completamente, al no considerar amortizaciones y depreciaciones. Por el contrario, el EBIT contempla el efecto del CAPEX de forma indirecta al considerar su efecto diferido en las amortizaciones y depreciaciones. La consideración del CAPEX es importante en relación al mantenimiento de capital productivo, y además por el efecto de las inversiones de capital para crecimiento inorgánico. Este último punto es importante en una industria como la de los destilados donde el crecimiento orgánico puede estar limitado por la madurez del negocio. Asimismo, empresas como Diageo y sus competidores tienen estrategias explícitas de crecimiento por adquisiciones de marcas. Aun considerando este último punto, la valuación por múltiplos de empresas de consumo masivo suele realizarse en base al EBITDA.

El múltiplo EV / EBIT suele quedar reservado para algunas valuaciones de empresas muy intensivas en activos fijos como empresas de infraestructura, generación de energía, mineras o empresas de servicios mineros, etc. Otra posibilidad es utilizar EBITDA pero ajustado por CAPEX. De esta forma un múltiplo podría ser  $EV / (EBITDA - CAPEX)$ . Este múltiplo también es más frecuentemente utilizado en empresas intensivas en inversiones de capital.

Por otro lado, la evolución creciente en la valuación de intangibles y en consecuencia en la amortización reportada por las empresas (Nissim, 2019), permite pensar que la utilización de un múltiplo con referencia al EBITA podría ser preferible.

Cabe mencionar también que la discusión sobre el uso de los distintos múltiplos es de larga data y no hay nada que permita determinar objetivamente la ventaja de uno por sobre los otros. Un intento de realizar una comparación objetiva puede identificarse en el trabajo de Nissim, 2019. El autor compara múltiplos utilizándolos sobre datos pasados y ponderándolos por un error que surge de la estimación y la valuación de mercado tiempo después. A pesar de concluir que el múltiplo EV / EBITDA es superior a los múltiplos EV / EBIT y EV / EBITA, los resultados están sujetos a las condiciones metodológicas y a las características del mercado en el período de análisis. Adicionalmente, el autor

también identifica que los 3 múltiplos mencionados resultaron en predictores satisfactorios del aumento de los precios de las acciones durante las décadas del 1990 y 2000, pero no en los últimos 10 años.

A los fines de este trabajo se realizaron los cálculos con los múltiplos EV / EBITDA, EV / EBIT y EV / (EBITDA – CAPEX) no encontrando diferencias significativas en los resultados del modelo de valuación. Por estas razones, se decidió la utilización del múltiplo de uso más frecuente, EV / EBITDA.

La mayor parte de la discusión fue realizada en la sección Análisis de la Industria, y en la sección Análisis Financiero. A continuación, se presenta un resumen de los resultados comparativos. Se calculan los promedios del sector (las 7 empresas comparables), de la industria (las empresas de destilados exceptuando a Diageo) y la mediana del sector, considerando que el uso de la mediana es preferible en este tipo de análisis por la asimetría de la distribución de los múltiplos calculados (Damodaran, 2006).

Tabla 35: Indicadores y múltiplos de empresas comparables

	EV / EBITDA	CAGR Ventas (7 años)	CAGR EBIT (7 años)	Margen EBITDA	Margen EBIT ajustado	ROE	ROA
PepsiCo Inc.	18,5	5,5%	3,1%	17,6%	14,2%	43,9%	8,3%
The Coca Cola Comp.	21,1	0,4%	3,9%	31,5%	28,5%	41,2%	11,0%
Heineken N.V.	11,7	5,8%	4,6%	17,6%	13,4%	12,7%	4,5%
Ambev S.A.	9,8	1,2%	-6,1%	28,1%	22,1%	16,9%	10,9%
Pernod Ricard S.A.	14,9	4,3%	5,0%	28,5%	27,5%	13,8%	6,0%
Constellation Brands Inc.	15,4	4,4%	4,4%	35,1%	30,8%	15,9%	6,1%
Brown-Forman Corp.	29,3	5,9%	3,7%	30,3%	29,2%	24,9%	9,5%
Mediana Comparables de la Industria (Destilados)	15,4	4,4%	4,4%	30,3%	29,2%	15,9%	6,1%
Mediana Comparables del Sector (Bebidas)	15,4	4,4%	3,9%	28,5%	27,5%	16,9%	8,3%
Diageo	15x-18x	5,6%	4,5%	33,3%	31,0%	40,5%	10,6%

Fuente: elaboración propia

Observando los resultados de la comparación se puede apreciar que Diageo está en el parte superior del rango de valores en todos los indicadores presentados de ventas, EBIT y márgenes.

En función de estos resultados y las ventajas competitivas de Diageo discutidas a lo largo del trabajo, su nivel de apalancamiento y el análisis cualitativo de su modelo de negocios y sus perspectivas de crecimiento, un valor razonable para el múltiplo EV/EBITDA de Diageo podría estimarse entre 15x y 18x. El resultado de la valuación de la firma con este rango de múltiplos, y valor del equity y el precio resultante de la acción, se detallan en la tabla siguiente.

Tabla 36: Resultados de la valuación por comparables

EV / EBITDA		15x	16,5	18x
EBITDA (calculado al 30/06/2023)	(millones de USD)	7.236	7.236	7.236
Valor de la Firma	(millones de USD)	108.543	119.397	130.251
Valor del Equity	(millones de USD)	90.444	101.298	112.152
Valor Calculado de la Acción (NYSE:DEO)	(USD)	161,0	180,3	199,6

Fuente: elaboración propia

El rango de precio de la acción de Diageo que resulta de la valuación por múltiplos, a la fecha de valuación, es USD 161 a USD 200. Únicamente a modo de referencia, el precio de la acción a la fecha de valuación era de USD 173,5, mientras que el múltiplo EV / EBITDA era de aproximadamente 16x. En este caso, el modelo de valuación por múltiplos parece ser coherente con las expectativas del mercado.

Por último, se presenta un análisis de sensibilidad considerando el comportamiento del precio por acción calculado a variaciones del EBITDA y del múltiplo EV / EBITDA.

Tabla 37: Sensibilidad del precio de la acción en USD a variaciones de EBITDA y EV/EBITDA  
EBITDA en millones de USD

		EV / EBITDA				
		14,5x	15,5x	16,5x	17,5x	18,5x
EBITDA	6.513	135,9	147,5	159,1	170,7	182,3
	6.874	145,2	157,5	169,7	181,9	194,2
	7.236	154,6	167,4	180,3	193,2	206,1
	7.598	163,9	177,4	190,9	204,5	218,0
	7.960	173,2	187,4	201,6	215,7	229,9

Fuente: elaboración propia

## 6. Conclusiones

En el presente trabajo se realizó la valuación de la empresa Diageo plc al 30 de junio de 2023, a partir de lo cual se calculó su precio por acción en USD, bajo el ticker NYSE:DEO.

A través de un modelo de valuación por DCF en base a 3 escenarios posibles, se estima un rango de precio por acción de entre USD 128,2 y USD 170,5; siendo el escenario base o probable un precio cercano a USD 148,8. Considerando un precio de mercado a la fecha de valuación de USD 173,5, se concluye que las perspectivas de crecimiento de la industria, le economía, y, en definitiva, de la evolución de las ventas y los márgenes operativos de Diageo consideradas en el modelo son menores a las que percibe el mercado. Siendo más estricto, debería decirse que el modelo estima una relación entre el riesgo sistemático asociado a Diageo, y el crecimiento esperado de sus ventas y margen operativo, más pesimista que la que hace el mercado.

La valuación por múltiplos aporta estimaciones en un rango de precios de USD 161,0 a USD 199,6. Esta estimación se considera ligeramente optimista en comparación con las expectativas del mercado. Si bien ambos métodos permiten realizar valuaciones con mayor o menor dificultad en base a diferentes niveles de información y estimaciones futuras necesarias, el modelo de FCFE aporta una justificación metodológica más desarrollada.

El escenario optimista de la valuación por DCF considera en sus expectativas de crecimiento de ventas y margen operativo, valores que resultan similares a los máximos de las perspectivas de crecimiento reportadas por la dirección de la compañía para ventas orgánicas y EBIT. Bajo las condiciones de crecimiento de la industria y la economía contempladas en este trabajo, el valor calculado es USD 170,5, similar al valor de mercado. Esto implicaría, bajo las hipótesis del trabajo, que el mercado está validando estas expectativas de crecimiento, o bien que espera un crecimiento de la economía y del mercado superior al de este modelo.

Otro factor a considerar son las tasas de descuento. Independientemente de las perspectivas de crecimiento, pueden existir discrepancias entre la tasa de descuento calculada y las que percibe el mercado. Esto podría deberse a una diferencia en el retorno que el mercado espera para un dado nivel de riesgo, o mismo una diferencia en el riesgo sistemático atribuido a Diageo. Es bajo esta premisa que se prefiere asociar la diferencia entre los valores calculados por el modelo y el precio de mercado a una diferencia en la relación riesgo – crecimiento esperado, que puramente a una diferencia en las perspectivas de ventas y margen operativo.

Por último, es necesario identificar la dificultad de hacer estimaciones futuras en base a proyecciones de largo plazo, especialmente considerando la altísima sensibilidad de los modelos a dichas estimaciones. En el caso particular de este trabajo, se observaron diferencias considerables en las proyecciones de evolución de la industria, aún al concentrarse en una única fuente de información. Una parte importante del esfuerzo en la realización de este trabajo se basó en intentar reconciliar las diferentes estimaciones de crecimiento de la industria a fin de arribar a perspectivas razonables que no se contradijeran entre sí.

## 7. Comentarios adicionales

En la presentación de resultados trimestrales de noviembre de 2023, Diageo reportó un recorte sustancial en sus perspectivas de crecimiento en mercados emergentes, principalmente en la región LAC. Como consecuencia de una sobrestimación de las ventas al público se subestimaron los inventarios en los pequeños distribuidores y puntos de venta al público. En consecuencia, las ventas en dicha región están aproximadamente 20% por debajo de las perspectivas al cierre del primer trimestre del período fiscal 2024.

Sin hacer un análisis detallado, dicha corrección de crecimiento sobre las perspectivas informadas en el reporte final del ejercicio 2023, sitúa a la compañía en una situación más comparable con un punto intermedio entre los escenarios base y pesimista descritos en este trabajo, y mediante el cual se estima un precio por acción de entre USD 128,2 y USD 148,8.

Al día siguiente del anuncio de resultados, el precio de la acción tuvo una caída de aproximadamente 14%. Desde aquel momento hasta el día de la redacción de estos comentarios (27 de noviembre de 2023), el precio se mantuvo estable en USD 141.

Teniendo en cuenta que la revisión de ventas alcanzó únicamente a la región LAC, y que bajo el escenario pesimista el modelo considera no solo un crecimiento menor en LAC sino en el resto de las regiones, sumado a una reducción del margen operativo, se observa que el deterioro de las expectativas del mercado al respecto de Diageo excede lo que el modelo predice en su análisis de sensibilidad por escenarios.

Universidad de  
San Andrés

## 8. Bibliografía

### 8.1. Bibliografía Académica

Benninga, S. (2014). *Financial Modeling, fourth edition* (4ta edición). The MIT Press.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (13era edición). McGraw Hill.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2da edición). Wiley.

### 8.2. Informes y Reportes

Alcoholic Beverages in the United States (id. 26279). (2023). Statista.

Ambev S.A. *Estados de resultados*.

Benjaminov, D., Maier, J. & Cluver, M. (2022). *Sector Views: S&P 500 Sensitivity to Global Factors*. <https://www.globalxetfs.com/sector-views-sp-500-sensitivity-to-global-factors/>

Brown-Forman Corporation. *Estados de resultados*.

Brzenk, P. (2018). *The Impact of the Global Economy on the S&P 500®. S&P Dow Jones Indices*. <https://www.spglobal.com/spdji/en/https://www.spglobal.com/spdji/en/research/article/the-impact-of-the-global-economy-on-the-sp-500/>

Constellation Brands Inc. *Estados de resultados*.

De, I. (2013). Understanding the S&P 500: This Index Offers a Lot of International Exposure. *Journal of Investment Consulting*, Vol. 14, No. 2, 26-37, 2013. <https://papers.ssrn.com/abstract=2371340>

Diageo plc. *Estados de resultados*.

Gonzalo, J. & Zeff, S. (25-27 de septiembre de 2019). *¿Cómo denominar al goodwill en español?: Una propuesta unificadora*. XX Congreso Internacional AECA, Málaga, España.

Heineken N.V. *Estados de resultados*.

International Monetary Fund. (Abril 2021). World Economic Outlook. Obtenido en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

Nissim, D. (2019). EBITDA, EBITA, or EBIT? *Columbia Business School Research Paper No. 17-71*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2999675>

PepsiCo. *Estados de resultados*.

Pernod Ricard S.A. *Estados de resultados*.

Spirits Market in the United States (id. 15574). (2022). Statista.

Spirits Market Worldwide (id. 66111). (2022). *Statista*.

The Coca-Cola Company. *Estados de resultados*.

### 8.3. Sitios web

Aswani, S. (2022). The 8 drivers of change for beverage alcohol in 2023 and beyond. *IWSR*. <https://www.theiwsr.com/the-8-drivers-of-change-for-beverage-alcohol-in-2023-and-beyond/>

Aswani, S. (2023). *India emerges as a key volume driver for beverage alcohol, whilst China's growth softens*. *IWSR*. <https://www.theiwsr.com/india-emerges-as-a-key-volume-driver-for-beverage-alcohol-whilst-chinas-growth-softens/>

Damodaran, A. *Betas*. Acceso el 13 de diciembre de 2023, en [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Damodaran, A. *Home Page for Aswath Damodaran*. Acceso el 13 de diciembre de 2023, en <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Helen. (2023). Has premiumisation stalled? *IWSR*. <https://www.theiwsr.com/has-premiumisation-stalled/>

*IWSR. Global Beverage Alcohol Market Volume Growth Slows to +1% Per Annum 2022-2027, Whilst Value Forecast to Grow By +2% YOY. (2023). IWSR. https://www.theiwsr.com/wp-content/uploads/IWSR-Press-Release\_June-2023\_Global-beverage-alcohol-shows-subdued-growth-whilst-value-outlook-is-more-positive.pdf*

MSCI. *Developed Markets Indexes*. Acceso el 13 de diciembre de 2023, de <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/developed-markets>

Seeking Alpha. (2010). MSCI World Index. <https://seekingalpha.com/instablog/567790-etfreplay/66917-msci-world-index>

Seeking Alpha. Stock Market Analysis & Tools for Investors. <https://seekingalpha.com>

Statista. *Projected inflation rate U.S. 2010-2028*. Acceso el 13 de diciembre de 2023, de <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

Statista: Spirits Brands. Acceso el 13 de diciembre de 2023, de <https://www.statista.com/topics/2119/spirits-brands-statistics-and-facts/>

Statista—The Statistics Portal. *Statista*. Recuperado el 13 de diciembre de 2023, de <https://www.statista.com/markets/415/topic/464/alcoholic-beverages/>

## 9. Reportes Anuales de Resultados - Diageo

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2023 <https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/p1bljst1/diageo-annual-report-2023.pdf>

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2022 <https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/5qrm5zru/diageo-annual-report-2022.pdf>

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2021 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/tyhd4gms/273\\_diageo-annual-report-2021.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/tyhd4gms/273_diageo-annual-report-2021.pdf)

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2020 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/4pfejush/254\\_annual-report-2020.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/4pfejush/254_annual-report-2020.pdf)

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2019 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/csqsibsm/235\\_b3801-000797\\_diageo\\_ar2019.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/csqsibsm/235_b3801-000797_diageo_ar2019.pdf)

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2018 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/tdcnxyfq/197\\_b0000391\\_diageo\\_ar-2018\\_interactive.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/tdcnxyfq/197_b0000391_diageo_ar-2018_interactive.pdf)

Reporte Anual de Resultados – Diageo – 2017 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/aa5f1mki/168\\_diageo-2017-annual-report.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/aa5f1mki/168_diageo-2017-annual-report.pdf)

Reporte 20F – Diageo – 2023 <https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/rkwns2xq/20-f-f23-filing.pdf>

Reporte 20F – Diageo – 2022 <https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/0bfkjwv0/20-f-filing-2022.pdf>

Reporte 20F – Diageo – 2021 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/5jzbxum1/280\\_20-f-filing-2021.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/5jzbxum1/280_20-f-filing-2021.pdf)

Reporte 20F – Diageo – 2020 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/jksny4jf/261\\_form-20-f-for-year-ended-30-june-2020.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/jksny4jf/261_form-20-f-for-year-ended-30-june-2020.pdf)

Reporte 20F – Diageo – 2019 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/y0gdlc2a/243\\_20-f-f19-p12\\_full\\_05082019.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/y0gdlc2a/243_20-f-f19-p12_full_05082019.pdf)

Reporte 20F – Diageo – 2018 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/zqtcupxk/205\\_2018-20f.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/zqtcupxk/205_2018-20f.pdf)

Reporte 20F – Diageo – 2017 [https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/5drpdetb/176\\_diageo-2017-20-f.pdf](https://media.diageo.com/diageo-corporate-media/media/5drpdetb/176_diageo-2017-20-f.pdf)

Transcripciones de informes preliminares de resultados + Informes y presentaciones varias – Diageo – 2017 a 2023 <https://www.diageo.com/en/investors/results-reports-and-presentations>

## 10. Anexo: DCF para escenario base

en millones de USD	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas Netas	15.303	15.446	16.340	14.924	16.170	19.623	21.733	23.184	24.344	25.642	26.979	28.629	29.602
Costo de Productos Vendidos, de Administración, Comercialización y Otros	10.783	10.759	11.207	12.211	11.432	14.024	15.850	16.746	17.584	18.522	19.487	20.679	21.382
Resultado Operativo (EBIT)	4.520	4.687	5.133	2.714	4.738	5.599	5.882	6.438	6.760	7.121	7.492	7.950	8.220
Impuestos	(930)	(757)	(1.140)	(748)	(1.152)	(1.332)	(1.232)	1.479	1.553	1.635	1.721	1.826	1.888
Resultado después de Impuestos	5.449	5.444	6.274	3.462	5.890	6.931	7.114	4.959	5.208	5.485	5.771	6.124	6.332
EBIT (1 - t)													
Depreciación y Amortizaciones								1.071	1.138	1.208	1.282	1.360	1.441
CAPEX								(1.507)	(1.582)	(1.667)	(1.754)	(1.861)	(1.915)
Variación en Capital de Trabajo								(51)	(318)	(356)	(366)	(452)	(267)
FCFF	3.382	3.204	3.312	2.075	3.857	3.534	2.286	4.473	4.445	4.671	4.933	5.171	5.591
Valor Terminal (2029)													126.388
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)													3,4%
Tasa de Descuento (WACC)													7,97%
Valores calculados al 30 de junio de 2023													
Valor Presente del FCFF (millones de USD)							101.704	4.142	4.117	4.326	4.569	4.789	79.761
Valor de la Firma (millones de USD)							101.704						
Caja y Equivalentes (millones de USD)							1.637						
Deuda Financiera (millones de USD)							(19.736)						
Valor del Equity (millones de USD)							83.605						
Cantidad de Acciones en Circulación							561762435						
Valor calculado por Acción (NYSE:DEO) (USD)							148,8						
Precio de mercado (NYSE: DEO) (USD)							173,5						

Fuente: elaboración propia

## 11. Anexo: DCF para escenario pesimista

en millones de USD	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas Netas	15.303	15.446	16.340	14.924	16.170	19.623	21.733	22.912	23.773	24.743	25.724	26.976	27.893
Costo de Productos Vendidos, de Administración, Comercialización y Otros	10.783	10.759	11.207	12.211	11.432	14.024	15.850	17.001	17.639	18.359	19.087	20.016	20.696
Resultado Operativo (EBIT)	4.520	4.687	5.133	2.714	4.738	5.599	5.882	5.911	6.133	6.384	6.637	6.960	7.196
Impuestos	(930)	(757)	(1.140)	(748)	(1.152)	(1.332)	(1.232)	1.358	1.409	1.466	1.524	1.598	1.653
Resultado después de Impuestos	5.449	5.444	6.274	3.462	5.890	6.931	7.114	4.554	4.725	4.918	5.113	5.361	5.544
EBIT (1 - t)													
Depreciación y Amortizaciones								1.071	1.136	1.203	1.274	1.348	1.441
CAPEX								(1.489)	(1.545)	(1.608)	(1.672)	(1.753)	(1.813)
Variación en Capital de Trabajo								23	(236)	(266)	(269)	(343)	(251)
FCFF	3.382	3.204	3.312	2.075	3.857	3.534	2.286	4.159	4.079	4.247	4.445	4.612	4.920
Valor Terminal (2029)													111.221
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)													3,40%
Tasa de Descuento (WACC)													7,97%
Valores calculados al 30/06/2023													
Valor Presente del FCFF (millones de USD)							90.140	3.851	3.778	3.933	4.117	4.272	70.189
Valor de la Firma (millones de USD)							90.140						
Caja y Equivalentes (millones de USD)							1.637						
Deuda Financiera (millones de USD)							(19.736)						
Valor del Equity (millones de USD)							72.041						
Cantidad de Acciones en Circulación							561.762.435						
Valor calculado por Acción (NYSE:DEO) (USD)							128,2						
Precio de mercado (NYSE: DEO) (USD)							173,5						

Fuente: elaboración propia

Universidad de  
**San Andrés**

## 12. Anexo: DCF para escenario optimista

en millones de USD	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas Netas	15.303	15.446	16.340	14.924	16.170	19.623	21.733	23.456	24.923	26.563	28.279	30.362	31.394
Costo de Productos Vendidos, de Administración, Comercialización y Otros	10.783	10.759	11.207	12.211	11.432	14.024	15.850	16.844	17.799	18.864	19.968	21.314	22.039
Resultado Operativo (EBIT)	4.520	4.687	5.133	2.714	4.738	5.599	5.882	6.612	7.124	7.699	8.311	9.048	9.355
Impuestos	(930)	(757)	(1.140)	(748)	(1.152)	(1.332)	(1.232)	1.519	1.636	1.768	1.909	2.078	2.149
Resultado después de Impuestos	5.449	5.444	6.274	3.462	5.890	6.931	7.114	5.093	5.488	5.931	6.402	6.970	7.207
EBIT (1 - t)													
Depreciación y Amortizaciones								1.072	1.140	1.213	1.290	1.373	1.459
CAPEX								(1.525)	(1.620)	(1.727)	(1.838)	(1.974)	(2.041)
Variación en Capital de Trabajo								(125)	(402)	(449)	(470)	(571)	(283)
FCFF	3.382	3.204	3.312	2.075	3.857	3.534	2.286	4.515	4.606	4.968	5.384	5.799	6.343
Valor Terminal (2029)													143.378
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)													3,40%
Tasa de Descuento (WACC)													7,97%
Valores calculados al 30/06/2023													
Valor Presente del FCFF (millones de USD)							113.888	4.182	4.266	4.601	4.986	5.371	90.483
Valor de la Firma (millones de USD)							113.888						
Caja y Equivalentes (millones de USD)							1.637						
Deuda Financiera (millones de USD)							(19.736)						
Valor del Equity (millones de USD)							95.789						
Cantidad de Acciones en Circulación							561.762.435						
Valor calculado por Acción (NYSE:DEO) (USD)							170,5						
Precio de mercado (NYSE: DEO) (USD)							173,5						

Fuente: elaboración propia

Universidad de  
San Andrés