



## Valoración de Empresas

**S.A. DAMM**

**Caso de Estudio**

2015

**PROFESOR**

Avelino A. Vegas



Esta publicación está bajo licencia Creative Commons Reconocimiento, No comercial, Compartir igual, (by-nc-sa). Usted puede usar, copiar y difundir este documento o parte del mismo siempre y cuando se mencione su origen, no se use de forma comercial y no se modifique su licencia. Más información: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/>

## Índice

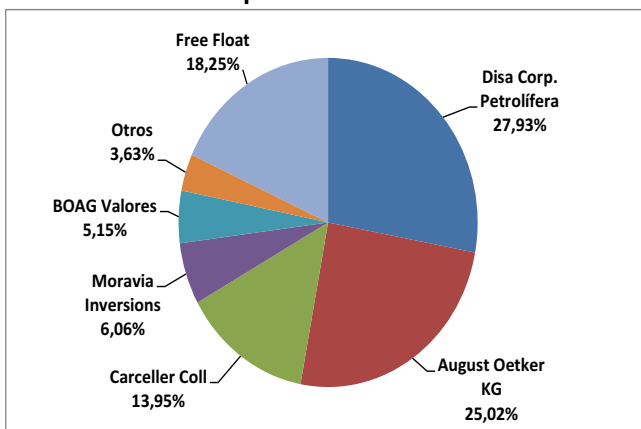
1. Introducción. Situación Accionarial.....	3
2. Breve historia de la compañía.....	4
3. Situación a finales de 2014.....	5
4. Entorno competitivo.....	7
5. Perspectivas a futuro del sector.....	9
6. Situación Financiera.....	10
6.1. Cuenta de Resultados.....	10
6.2. Balance de Situación.....	12
6.3. Evolución Prevista.....	14
7. Parámetros de Valoración.....	15
8. Múltiplos de firmas comparables.....	16

## 1. Introducción. Situación Accionarial.

El 3 de marzo de 2015, la firma S.A. Damm lanzó una Oferta Pública de Adquisición sobre sus propias acciones para su exclusión de negociación en la Bolsa de Barcelona, a un precio de 5,70 euros/acción. Las razones argüidas por la propia empresa para dicha exclusión eran el bajo nivel de contratación debido a su vez al escaso *free float* del valor, lo que generaba unos costes de administración y mantenimiento que no se justificaban para los accionistas mayoritarios. Otras razones apuntadas por algún diario, tendrían que ver con ser la única cervecera española cotizada y con información periódica transparente frente a sus competidores, así como con las posibles ventajas fiscales en cuanto a impuesto de patrimonio en Cataluña, que gravaba a las acciones cotizadas según su precio en Bolsa, mientras las no cotizadas tributaban por su valor en libros, mucho menor en este caso (2,67 €/acción).

En el momento de la OPA el capital social de S.A. Damm estaba constituido por 270.083.272 acciones de nominal 0,20 euros cada una, dirigiéndose la oferta sobre 88,8 millones de acciones representativas del 32,88% del capital. Dado que algunas de estas acciones se habían comprometido a no acudir, la oferta se entendía efectiva únicamente sobre un 18,25% del capital (unos 49,3 M de acciones). En base a ello, la compañía estimaba un coste aproximado de la operación de 280 M de euros, que pensaba financiar íntegramente con deuda, pasando ésta de representar un múltiplo de 0,5 x EBITDA a otro de 2,2 x EBITDA una vez finalizada la recompra.

S.A. Damm. Composición accionarial



Fuente: CNMV. OPA Damm Folleto Explicativo

Antes de la OPA, la familia Carceller, bien directamente, bien a través de Disa Corporación Petrolífera, controlaba aproximadamente el 42% de la cervecera, mientras que el segundo accionista, la firma alemana August Oetker KG, también relacionada con el sector, poseía un 25%. El resto eran fondos asociados a patrimonios familiares, mientras que el *free float* quedaba en un

porcentaje residual, lo que explicaba la estrechez del valor.

## 2. Breve historia de la compañía

Estrella Damm fue fundada en Barcelona en 1876 por August Kuentzmann Damm y su esposa Melaine, dos alsacianos que recalaron en la ciudad condal huyendo de la guerra franco-prusiana. Fundaron entonces la Sociedad Anónima Damm y abrieron una cervecera donde fabricaron su propia cerveza: una lager más ligera que las centroeuropeas, adaptada al clima y gustos del Mediterráneo, dándola a conocer como “la cerveza lager mediterránea”. La comercializaron como “Strasburger Bier”, aunque sería su símbolo, una estrella roja de cinco puntas, lo que la haría popular. En 1905, tras el crecimiento de la producción, inauguraron la fábrica de la calle Roselló, en pleno Eixample de Barcelona, que sería conocida como «La Bohemia», en honor a esa zona cervecera de Centroeuropa. Una vez superada la guerra civil, la firma inicia su expansión adquiriendo compañías regionales como Turia, Alhambra (desinvertida en 1999 y comprada por Mahou en 2005), Industrial Cervecería Sevillana, Estrella Levante, o Balear de Cerveceras, cuyas marcas mantiene, incluso relanza; si bien dejando siempre como referencia “Estrella Dorada”, que desde 1991 pasa a denominarse “Estrella Damm”.

A partir de 1999 la empresa comienza su diversificación hacia otros segmentos dentro del área de bebidas y refrescos no alcohólicos, que junto a la cerveza pasaron a constituir el núcleo central del Grupo. La secuencia del desarrollo de la compañía en los últimos años fue la siguiente.

**1999.** Adquisición de Aguas de Veri.

**2001.** Adquisición de las fábricas de Heineken en Madrid y Valencia.

**2001.** Participación en Font Salem y constitución de Alfil Logistics.  
Adquisición de Fuente Liviana

**2005.** Constitución de Damm Distribución

**2006.** Participación en Ebro Foods

**2007.** Adquisición de Aguas El Run. Entrada en Grupo Rodilla

**2008.** Adquisición a través de Grupo Rodilla de Jamaica y Café de Indias

**2011.** Adquisición de cervezas Tagus y Sintra en Santarém (Portugal).  
Participación en USB.

**2011.** Adquisición del 5% de Pescanova. Ampliación participación en Rodilla hasta el 76%.

**2012.** Adquisición del 50% de Cacaolat en Joint-Venture con Cobega.

**2015.** Adquisición del 24% restante de Rodilla hasta alcanzar el 100%.

### 3. Situación a finales de 2014

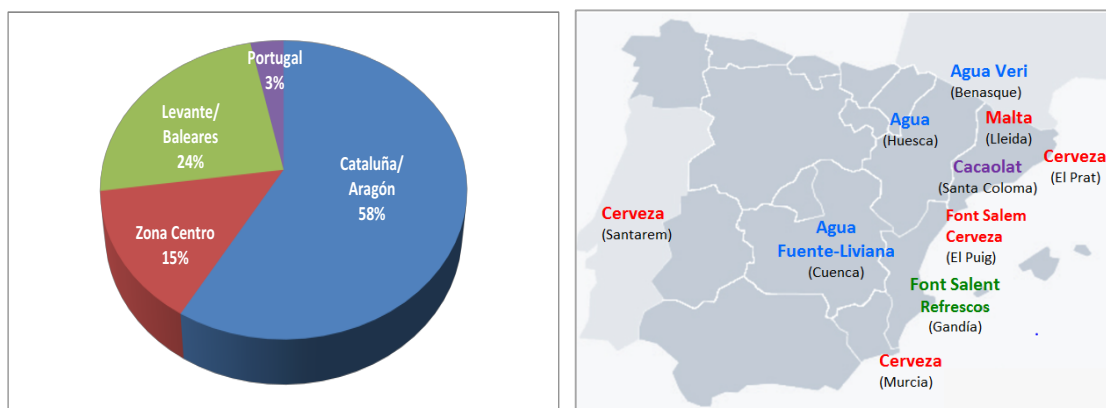
Una vez provisionada la fallida inversión en Pescanova en 2013, a finales de 2014 la firma se había configurado como un holding de cerveza y bebidas no alcohólicas, actividades que en el conjunto representaban el 80% de los ingresos y el 95% del EBITDA del Grupo. Dentro de ellas, la primera representaba la parte del león, quedando las marcas de agua como complemento de su actividad principal.

Millones Euros	---- Ingresos ----		---- EBITDA ----		---- EBIT ----	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Bebidas	730,8	748,9	157,4	164,1	93,1	100,3
Energía	9,9	10,2	2,5	4,2	0,7	2,6
Logística	34,2	26,5	1,0	1,3	-0,9	0,4
Distr. Y Restauración	123,5	113,9	5,8	3,0	1,2	-2,5
Otros y Ajustes	14,4	9,8	-1,2	-0,5	-1,2	-1,0
<b>Total Grupo</b>	<b>912,8</b>	<b>909,3</b>	<b>165,6</b>	<b>172,1</b>	<b>92,9</b>	<b>99,8</b>

Si bien los sucesivos esfuerzos de diversificación realizados en los últimos años habían reforzado la rentabilidad del negocio al ganar eficiencias en logística y distribución; sin embargo estas actividades no habían tenido un impacto apreciable en la cuenta de resultados. De igual forma, a pesar de la expansión geográfica acometida, el 80% de los ingresos seguía proviniendo del área mediterránea, consecuencia del carácter regional que las cervezas tenían en su origen y la dificultad de salir del propio área de influencia.

**Distribución Geográfica de Ventas**

**Centros de Producción**



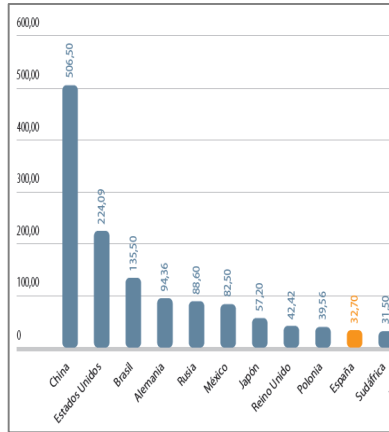
Fuente: Informe Anual 2014 y UBS Informe de Valoración

En el ámbito internacional, aparte de la fábrica de Santarém, la empresa contaba con fuerza de ventas propia en Reino Unido y presencia en Estados Unidos con más de 4.000 clientes, siendo minoritaria en el resto de países. A pesar de la oportunidad de crecimiento que suponía la exportación, lo cierto es que las ventas nacionales aún representaban el 85% de la facturación.

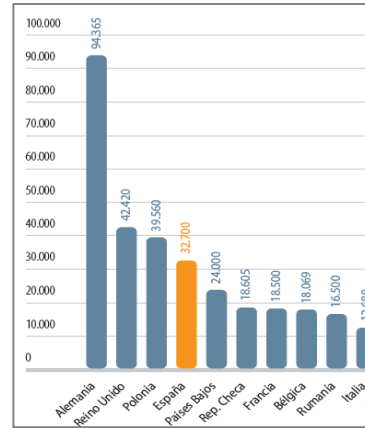
En cuanto a inversiones, el Grupo había combinado aquellas orientadas a la introducción de mejoras técnicas y de logística, con otras de carácter expansivo, como las de Rodilla y Cacaolat, amén de la inversión financiera de aproximadamente el 10% de Ebro, que calificaba como estratégica. Mientras las primeras, como la reconversión de la fábrica de Madrid en centro logístico o la inversión en Santarém le habían permitido obtener eficiencias que se habían traducido en una reducción de costes en 2013 y 2014; las segundas, como la Joint Venture con Cobega (el mayor distribuidor de Coca-Cola en España) para hacerse con Cacaolat apuntaban a la diversificación de productos en el ámbito de bebidas no alcohólicas. En la misma dirección se situaba la inversión en la nueva fábrica de Rodilla en Carabanchel (Madrid) de cara a incrementar ventas en la cadena de sándwiches, cuya facturación había crecido un 14% en 2014. Sin contar esta última, la firma mantenía diez centros de producción en la Península, de los cuales los cinco mayores estaban relacionados con la actividad cervecera. El resto de inversiones, hasta un total de 65 millones en 2013 y 67 en 2014, se centraban en reposición de activos en plantas y renovación del parque de envases (botellas y barriles).

#### 4. Entorno competitivo

Producción de cerveza en España (K HI)

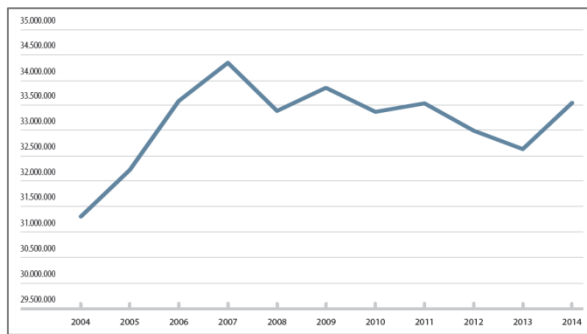


Producción de cerveza en la UE y en el mundo 2013 (Miles HI).



Fuente: Cerveceros de España

A finales de 2013, España era el décimo productor mundial y el cuarto europeo de cerveza, por delante de países como Francia e Italia, donde a pesar de tener una climatología similar, el vino no había cedido tanto terreno a la cerveza.

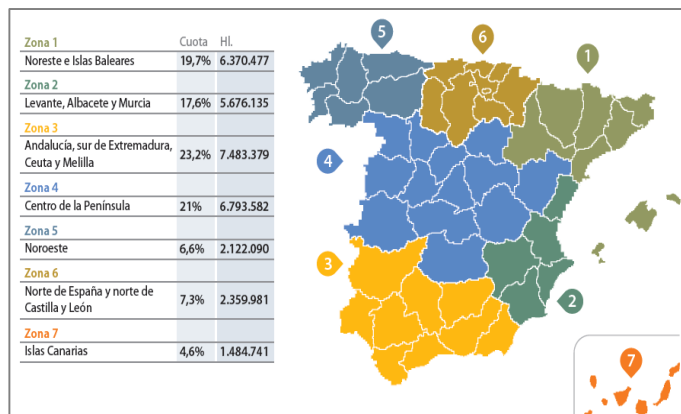


Por primera vez desde la crisis, en 2014 se produjo un repunte de un 2,8% en la producción hasta alcanzar los 32,8 millones de HI, que aunque mostraba un esperanzador cambio de tendencia, aún quedaba lejos del espectacular incremento que el sector tuvo a principios de siglo,

fruto del crecimiento económico, el turismo y la llegada de población inmigrante, más habituada al consumo de cerveza que al de otras bebidas alcohólicas como el vino.

El consumo se incrementó en línea con la producción, ratificando el carácter doméstico del sector, de tal forma que el 90% de cerveza que se bebía en España era de origen nacional, representando asimismo las exportaciones un porcentaje muy exiguo de la cifra de ingresos de las cerveceras españolas. En cuanto a canales de venta, la hostelería absorbió un 64% de las ventas mientras que el restante 36% se consumió en los hogares a través de la compra en supermercado. Así, frente a un 2,3% de incremento de las ventas globales de cerveza, la hostelería las aumentó hasta un 3,6%, frenando de este

modo la continua pérdida de terreno de este canal en favor de la alimentación durante los años de crisis. De hecho, la venta de cerveza representaba para los hosteleros la cuarta parte de su facturación, que podía alcanzar hasta el 40% en el caso de establecimientos pequeños por debajo de 10 empleados.



Por último, en cuanto a geografía, el consumo de cerveza se concentraba sobre todo en el arco mediterráneo, sur y centro del país, resultando muy superior al registrado en las regiones de la cornisa cantábrica y la meseta. Además del clima, a ello contribuía también el enorme flujo de turistas que

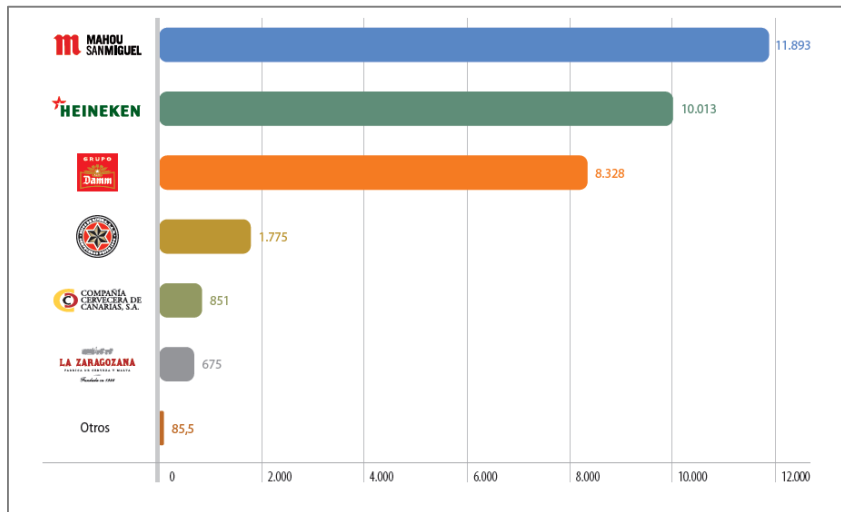
recibían dichas regiones y que a menudo citaban la cerveza dentro de lo que más les gustaba de España.

En cuanto a grupos cerveceros, tres firmas destacaban sobre las demás, Mahou- San Miguel, Henieken y Damm, a los que seguían a distancia otros tres de carácter regional: Esrella Galicia, Compañía Cervecera de Canarias y Zaragozana. Por consiguiente se trataba de un mercado enormemente concentrado, donde los tres primeros competidores se repartían casi el 90% del mismo, con cuotas de mercado del 35% para Mahou, 30% para Heineken y 25% para Damm aproximadamente. Esta distribución no podía considerarse ni mucho menos estática, y de hecho estaba sufriendo variaciones continuas, destacando dentro de ellas el crecimiento en los últimos tres años de marcas

**Producción de cerveza** (K HI). Fuente: Cerveceros de España como Estrella Galicia (Hijos de Rivera), una cerveza considerada *premium*, y cuyas ventas habían crecido un 20% en 2014, arañando dos puntos de cuota de mercado a las grandes marcas hasta situarse en el 7%.



### Principales productores españoles en 2013 (Miles HI)



Fuente: Cerveceros de España. Informe 2014






## 5. Perspectivas a futuro del sector

De acuerdo a los consultores especialistas del mercado, no se preveía un gran crecimiento en el volumen de producción de cerveza en España, estimando alguna de las más relevantes crecimientos ligeramente por debajo del 1% de promedio anual hasta 2020, algo que contrastaba positivamente con un descenso del 0,4% anual registrado entre 2006 y 2013.

En cuanto a precios, todas las fuentes coincidían en la dificultad para incrementarlos debido a la fuerte competencia en el sector, con presencia cada vez mayor de marcas del distribuidor, las llamadas marcas blancas.

Mientras en 2005 éstas no suponían más del 31,2% del total, este porcentaje se había disparado hasta el 43,2% durante la crisis, lo que hacía bastante complicado mover precios. En el caso de Damm, a ello se le añadía su entrada en el mercado del agua envasada, donde la competencia era aún más fuerte que en la cerveza.

En relación a los márgenes, los de Damm se encontraban ligeramente por debajo del promedio tanto de sus rivales españoles como de Carlsberg, que se consideraba el competidor internacional más comparable, tanto por su mayor concentración en Europa, como por su diversificación en cuanto a productos distintos de la cerveza.

Competidores Nacionales e Internacionales					
Num. Países Presencia Efectiva	< 15	< 20	< 10	250	140
Exposición a Europa	Alta	Alta	Alta	Media	Alta
% Ventas en Emergentes	0%	5%	0%	30%	15%
Cerveza % Ventas	83%	90%	85%	100%	85%
Crecimiento Anual E (2014-16)	2%	2%	10%	8%	4%
Ingresos 2014 (M Euros)	898	1.153	296	19.257	8.670
EBITDA (M Euros)	166	234	79	3.217	1.792
% Margen EBITDA	18,4%	20,3%	26,5%	16,7%	20,7%

Fuente: Informes Anuales

## 6. Situación Financiera

### 6.1. Cuenta de Resultados

#### Grupo DAMM. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada

Cifras en Millones de Euros	2012A	2013A	2014A
<b>Ventas</b>	<b>868,2</b>	<b>899,6</b>	<b>898,4</b>
Otros Ingresos de Explotación	32,1	9,7	14,4
<b>Total Ingresos</b>	<b>900,3</b>	<b>909,3</b>	<b>912,8</b>
Aprovisionamientos	-346,7	-335,5	-319,8
<i>% Ventas</i>	<i>-39,9%</i>	<i>-37,3%</i>	<i>-35,6%</i>
Gastos de Personal	-130,7	-127,1	-127,4
Otros Gastos	-255,3	-274,6	-299,8
<b>Total Costes y Gastos</b>	<b>-732,7</b>	<b>-737,2</b>	<b>-747,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>167,6</b>	<b>172,1</b>	<b>165,7</b>
<i>% Ventas</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,1%</i>	<i>18,4%</i>
Dotación Amortizaciones	-73,8	-72,2	-72,7
<b>Resultado Explotación</b>	<b>93,7</b>	<b>99,9</b>	<b>93,0</b>
<i>% Ventas</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,3%</i>
Resultado Financiero	-2,9	-2,8	-4,6
Resultado Instrumentos Financieros	-0,9	-37,1	0,0
Participación puesta en equivalencia	14,4	9,1	14,7
<b>Resultado antes Impuestos (BAI)</b>	<b>104,4</b>	<b>69,1</b>	<b>103,1</b>
Impuestos sobre Beneficios	-22,2	1,6	-23,7
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>82,2</b>	<b>70,8</b>	<b>79,4</b>
Beneficio Neto Minoritarios	-0,2	-0,7	-0,8
<b>Resultado atribuible a la Dominante</b>	<b>82,0</b>	<b>70,1</b>	<b>78,5</b>
Num Acciones		267,4	270,1
<b>Beneficio por Acción</b>		<b>0,26</b>	<b>0,29</b>

Fuente: Informes Anuales

- **Ventas.** Corresponden a la venta de producto terminado de cerveza, agua refrescos y sándwich así como la venta a terceros de los excedentes en la planta de cogeneración de energía. En 2013 y 2014 se reclasifican a Ventas (Ingresos Ordinarios), las cantidades correspondientes a ciertos servicios de transporte y fianzas de envases, que ahora se consideran parte habitual de la actividad, dejándose en el capítulo **Otros Ingresos** únicamente algunos cargos de transporte y de material publicitario.
- **Gastos de Personal y Otros Gastos.** Los gastos de personal incluyen los emolumentos y cargas sociales de la plantilla de 2.882 personas a finales de 2014 frente a 2.760 a finales de 2013. Por su parte los mayores contribuyentes al apartado de Otros Gastos eran Arrendamientos, Transportes y Servicios Profesionales (42,5% del Total), Reparaciones y Conservación (12,5%) y Gastos Diversos (40%).
- **Resultado Financiero.** Se computan aquí los ingresos financieros por el efectivo y otras inversiones a corto plazo, así como los gastos e intereses por los préstamos existentes.
- **Resultado de los Instrumentos Financieros.** Suma el beneficio o pérdida de la enajenación de participaciones financieras y el posible deterioro de las mismas. La cifra de 2013 es consecuencia del beneficio de 3,1 millones obtenido en la venta de la participación en Sacyr y de la provisión de 40,2 millones de la inversión en Pescanova.
- **Participación por Puesta en Equivalencia.** Corresponde a aquellas sociedades en las que Damm posee una participación relevante, sin tener el carácter de sociedad dominante. En 2014 incorpora básicamente el 10,03% del resultado de Ebro Foods, el 50% del resultado de Cacaolat, el 50% de Trade Erufadis, el 50% del de Dehesa de Santa María y el 24,95% del de United States Beverages LLC.
- **Impuesto de Sociedades.** El Grupo considera en el registro de sus obligaciones fiscales los correspondientes ajustes derivados de las Bases Imponibles Negativas pendientes de aplicación así como otras deducciones fiscales de acuerdo a la normativa vigente.

Como consecuencia, el beneficio normalizado después de impuestos para 2014 se estimaba en 64,7 M € , una vez descontados del resultado neto

reportado el beneficio de las empresas participadas, previamente agregado a dicho resultado.

## 6.2. Balance de Situación

La principal diferencia entre los balances de 2013 y 2014 residía precisamente en la recompra de acciones propias, considerando que un total de 49.338.713 de éstas podrían acudir efectivamente a la OPA, lo que a un precio de 5,70 € supondría un desembolso de 281 M €. Dicha cantidad pasa a engrosar la partida de pasivos corrientes, aumentando el valor contable de la acción pasa desde los 2,68 € (721,977-5,159)/267,409 en 2013 a 2,17 € (486,732-7,387)/220,745 en 2014, una vez asumida la recompra.

Grupo Damm. Balance de Situación	2013	2014
<b>Activo no corriente</b>	<b>882.522</b>	<b>902.304</b>
Fondo de Comercio	44.337	47.229
Otros Activos Intangibles	25.466	22.894
Inmovilizado Material	440.241	429.340
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	261.272	282.162
Activos Financieros no Corrientes	71.593	78.446
Activos por Impuestos Diferidos	39.613	42.233
<b>Activo corriente</b>	<b>389.822</b>	<b>312.652</b>
Existencias	67.695	64.546
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	119.748	140.859
Otros activos financieros corrientes	93.638	8.304
Otros Activos corrientes	3.431	7.826
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes	105.310	91.117
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.272.344</b>	<b>1.214.956</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>721.977</b>	<b>486.732</b>
Capital suscrito	53.482	54.017
Prima de emisión	32.312	32.312
Otras reservas de la sociedad dominante	449.353	184.081
Reservas en Sociedades Consolidadas	125.395	137.863
Ajustes por Valoración	2.248	8.733
Pérdidas y Ganancias atribuibles a la sociedad dominante	70.073	78.544
Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	(16.045)	(16.205)
<b>Patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante</b>	<b>716.818</b>	<b>479.345</b>
Intereses minoritarios	5.159	7.387
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>721.977</b>	<b>486.732</b>
<b>Ingresos Diferidos</b>	<b>1.368</b>	<b>1.538</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>266.176</b>	<b>179.041</b>
Deudas con entidades de crédito	182.874	103.675
Provisiones	852	524
Otros pasivos no corrientes	55.487	56.157
Pasivos por Impuestos Diferidos	26.963	18.685
<b>Pasivo corriente</b>	<b>282.823</b>	<b>547.645</b>
Deudas con entidades de crédito	86.761	58.261
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	130.615	142.712
Otros pasivos corrientes	65.447	346.672
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.272.344</b>	<b>1.214.956</b>

Fuente: Informe Anual 2014

De cara a la valoración, las partidas más importantes serían las siguientes:

- Deuda Financiera Neta:
  - Deuda Financiera a largo: (58,2 M €)
  - Deuda Financiera a corto: (103,7 M €)
  - Activos Fin.Corrientes : 8,3 M €
  - Caja y Equivalentes: 91,1 M €
  - TOTAL (62,5 M €)**
  
- Valoración razonable de las participaciones en otras firmas:
  - Ebro Foods: 211 M € a precio de cierre de la acción
  - Cacaolat: 43 M € (valor en libros)
  - Dehesa Santa María: 6 M € (precio de coste)
  - Otras participaciones: 22 M €  
(puestas en equivalencia)
  - TOTAL 282 M €**
  
- Intereses Minoritarios: ( 7,4 M €)
  
- Pago de Dividendos: (16,2 M €)
  
- El valor actual de los activos fiscales netos se estimaba en **12,4 M €**, principalmente relacionados con el beneficio fiscal de la inversión en Pescanova.

Por consiguiente, el ajuste que se consideraba necesario realizar al valor del negocio (EV) para obtener el valor de los recursos propios (E) totalizaba 208,3 M€, cifra resultante de agregar las cantidades anteriores.

En consecuencia, la valoración por Flujos de Caja resultante, debería considerar las proyecciones del propio negocio de Damm, independientemente de las participadas, añadiéndole el valor razonable de éstas junto al resto de ítems anteriores de cara a obtener el valor final de las acciones del Grupo.

### 6.3. Evolución Prevista

La compañía esperaba mantener su cuota de mercado en cuanto a volumen de ventas, mostrando una cierta recuperación en productos marquisas de cerveza y agua, y una peor evolución comparativa de los productos de marca blanca, como consecuencia de la recuperación económica española. Sus planes de internacionalización mostraban crecimientos ligeramente superiores, en base a la construcción de relaciones comerciales con importadores y distribuidores en los países objetivo, desarrollo de marca y otras acciones para posicionarse en destino. Debido a la fuerte competencia reinante tanto en cerveza, como en agua y refrescos en el mercado español, y asumiendo un IPC promedio en los siguientes años del 1,5%, el Grupo no esperaba poder hacer grandes ajustes de precio en sus productos, que caso de llevarlos a cabo estarían siempre por debajo de dicho porcentaje.

En cuanto a costes se refiere, como resultado del ciclo inversor 2007-2012 que se caracterizó por la introducción de mejoras técnicas y logísticas así como de políticas de gestión de costes, la estructura se había ajustado y a futuro se esperaba mantenerla. En consecuencia, los costes operativos podrían moverse únicamente en función de la inflación absorbiendo el ligero incremento de volumen previsto.

Referente a inversiones en inmovilizado, la mayoría se centrarían en reposición de plantas y renovación del parque de envases, tanto de botellas como de barriles, esperando crecerlas a un ritmo similar a las ventas. De igual forma, el capital de trabajo o circulante se mantendría en línea con los niveles históricos. Por otra parte, la tasa nominal impositiva esperada era del 28% en 2015 y del 25% en años sucesivos.

Finalmente se esperaba que la recompra de acciones incrementara el apalancamiento de la empresa, estimándose que una estructura de balance idónea a medio y largo plazo apuntaría a un ratio de apalancamiento (Deuda/Fondos Propios) del 25%. Este ratio era similar al de Carlsberg e inferior al de la mayoría de sus competidores internacionales como Asahi (27%) o Heineken (34%).

El coste de la deuda a largo plazo podía estimarse en el entorno del 5%, similar al que estaban teniendo emisiones de compañías de similares características; un porcentaje que no difería mucho del coste promedio que la compañía había pagado en los tres últimos años.

## 7. Parámetros de Valoración

### Tasa Libre de Riesgo

A finales de 2014, la tasa de rendimiento del bono español a 10 años era del 1,61%, mientras que el bono a 30 años marcaba el 3,60%, entendiéndose éste más representativo de lo que podría ser el tipo de interés de los bonos soberanos a largo plazo.

### Prima de riesgo del mercado

Dentro de la variedad de fuentes existentes, y basados en el informe “*Market Risk Premium used in 88 countries in 2014, a survey with 8.288 answers de Pablo Fernández et al (IESE, Junio 2014)*”, se entendía como razonable una prima de riesgo de mercado en torno al 6,20%.

### Liquidez y Tamaño.

El volumen medio diario negociado durante 2014 de aproximadamente 7.000 acciones, equivalente al 0,003% del capital, denotando la baja liquidez de la acción, cuyo precio promedio de los seis meses antes del anuncio de la oferta era de 4,37 €/acción.

En cuanto a la capitalización, calculada a dicho precio, ésta podría estimarse en el promedio de las firmas cotizadas en la Bolsa española.

### Otros parámetros

Compañía	Beta
	Desapalancada
Heineken	0,54
Carlsberg	0,70
Asahi	0,75
Sapporo	0,60
Kirin	0,66
<b>Media</b>	<b>0,65</b>

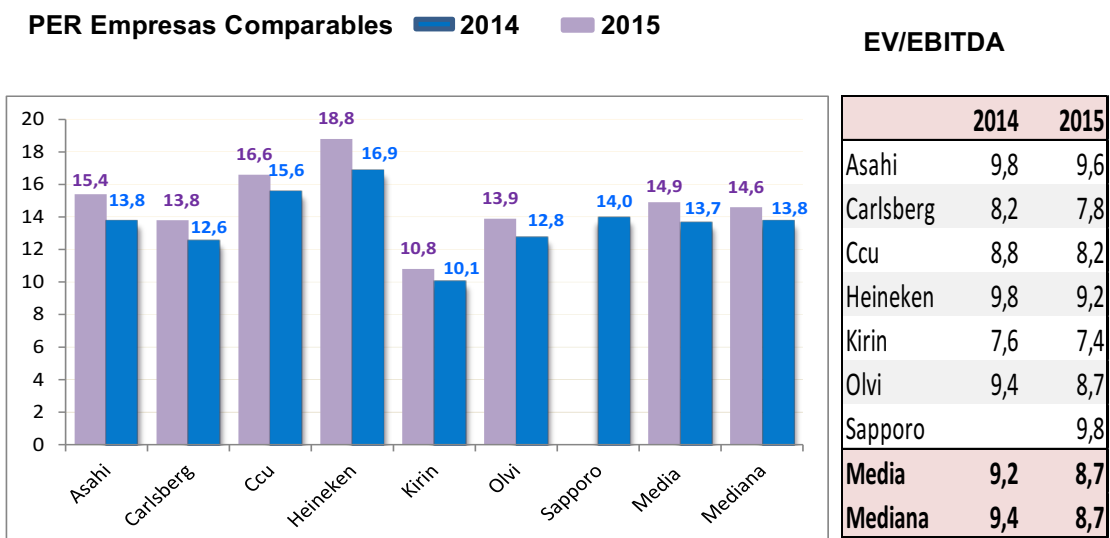
El promedio de betas apalancadas de firmas comparables era de 0,85 mientras que una vez desapalancada se reducía a 0,65. El tipo impositivo se estimaba del 28% para 2015 y 25% para años sucesivos, en tanto que el crecimiento terminal debería ser consistente con la madurez del sector, teniendo como referencia un crecimiento potencial de la economía de un 2,0-2,5% y una tasa de inflación del 1,5-2,0%.



## 8. Múltiplos de firmas comparables

Dentro del universo de competidores en el mundo de la cerveza, no había un modelo comparable perfecto para Damm, tanto por el carácter local de ésta, como por la baja liquidez de su acción frente a la de muchos de sus competidores cotizados. Teniendo en cuenta ambas características diferenciadoras, la danesa Carlsberg, seguida de la finlandesa Olvi resultaban ser las firmas más comparables; mientras que otras, bien locales, como la Compañía de Cervezas Unidas (CCU) de Chile o las japonesas Asahi, Kirin o Sapporo, bien globales como Heineken, aunque en el sector, no tendrían unas características tan aproximadas a las de Damm.

En cualquier caso, el múltiplo Precio/Beneficios de las anteriores daba una media de 14,9 para 2014 y 13,7 para 2015. De igual forma, el Valor de Negocio relativo al EBITDA resultaba ser de 9,2 veces para 2014 y 8,7 veces de promedio para 2015.



Fuente: CNMV. UBS Informe de Valoración

Por último un análisis de 7 de las transacciones más recientes, como las de Royal Unibrew sobre Hartwell (2013), Fibemi (2012) sobre Duvel o Carlberg sobre Blatika (2012) mostraba un P/E promedio de 15,5 y un EV/EBITDA de 8,4. Todas estas operaciones eran de naturaleza similar a la OPA de Damm, realizadas en Europa, por valor superior a 100 M € y restringidas al sector cervecero.



### Referencias:

- Carlsberg. 2014 Annual Report
- Cerveceros de España. Informe Socioeconómico 2014
- CNMV. Folleto Explicativo OPA Damm
- CNMV. Información suplementaria de Valoración de S.A. Damm de 20 de octubre de 2014 realizada por UBS.
- DAMM. Cuentas Anuales Consolidadas 2103 y 2014
- Economíadigital.es. 11/03/2015. Estrella Galicia crece más que Heineken y Damm.
- El País. 30/06/2014. El Presidente de Damm. “Pescanova ha sido una puñetera estafa”
- Heineken. 2014 Annual Report
- Mahou San Miguel. 2014 Memoria Anual
- UBS. Informe de Valoración. Octubre 2014