

Trabajo Fin de Máster

Análisis y Valoración de la Compañía Cervesera del Montseny

Autores

Ignacio Casero Gayo
Guillem Fort Barberà
Ferran García González
Jon Lacoste Arregui
Alex Moros Calleja

Máster Universitario en Dirección Financiera y Contable Especialidad en Controlling

UPF Barcelona School of Management

Curso 2019 – 2020

Mentor

Jordi de Falguera



Proyecto desarrollado en el marco del programa **Máster Universitario en Dirección Financiera y Contable: Especialidad en Controlling** impartido por la Barcelona School of Management centro adscrito a la Universidad Pompeu Fabra

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo ha sido realizado gracias a la generosidad y la ayuda del equipo humano de la empresa estudiada, la Companyia Cervesera del Montseny, por haber contribuido directamente en la realización de este proyecto proporcionando todos los datos que han sido empleados.

En primer lugar, queremos agradecer a la Sra. Olga Muns, contable financiera y administrativa de la empresa y parte del Consejo de Administración, por habernos abierto las puertas de la organización desde un primer momento. Además de creer en nuestro proyecto y habernos facilitado todo aquello que le ha sido solicitado, nos ha permitido conocer al equipo en primera persona. Gracias por habernos prestado una atención y ayuda inmejorables. En segundo lugar, al Sr. Julià Vallès, gerente de la empresa y parte del Consejo de Administración, por plantear la situación de la empresa y ayudarnos a definir el objetivo del trabajo. También queremos agradecer al Sr. Jordi Llebaria, socio de la empresa y maestro cervecero, y al Sr. Albert Sánchez, socio de la empresa y ayudante de cervecero, por habernos mostrado los diferentes pasos del proceso de elaboración de la cerveza artesanal y por habernos enseñado los aspectos principales del mundo cervecero. Queremos hacer extensivo el agradecimiento al resto del equipo de la empresa por haber cedido sus datos y haber colaborado en el proyecto. Nos enorgullece haber trabajado con una empresa pionera en el sector de la cerveza artesanal y que basa su producción en la calidad del producto y el comercio local. Esperamos que puedan sacar provecho de este trabajo y les deseamos el mayor éxito posible.

En el ámbito académico, queremos agradecer al Sr. Jordi de Falguera por haber apostado por nuestro proyecto desde el primer instante. Agradecemos el tiempo dedicado a tutorizar este trabajo, resolviendo nuestras dudas y aconsejándonos para estructurar y focalizar este trabajo. Nos gustaría agradecer también al Sr. Oriol Amat por compartir su conocimiento y experiencia con nosotros siempre que lo hemos necesitado, ayudándonos a orientar la valoración de la compañía estudiada.

Agradecemos a Borja Cortés la revisión de los aspectos numéricos de los diferentes análisis realizados, a Iris Garcia la revisión ortográfica de la memoria y, finalmente, a Neus Calbet por la revisión crítica del redactado y la edición de esta memoria.

Por último, queremos dar las gracias a nuestros amigos y familiares por su apoyo constante durante todo este tiempo.

RESUMEN

La Companyia Cervesera del Montseny es una de las empresas pioneras en el sector de la cerveza artesanal en el territorio catalán. Su crecimiento ha sido continuo desde su creación, pero en el último ejercicio registró unas pérdidas considerables. En consecuencia, algunos miembros del Consejo de Administración han considerado la venta de la sociedad a un inversor externo. Por ello, se ha realizado un estudio para determinar el valor real de la sociedad. Se ha realizado un análisis integral de la compañía y, posteriormente, una valoración aplicando tres métodos: valor contable, múltiplos comparables y descuentos de flujo de caja. Para el valor contable, se han usado las cuentas anuales cerradas del ejercicio 2019. Para los múltiplos comparables, se han incluido empresas cerveceras cotizadas. Para el descuento de flujos, se han valorado dos perspectivas de rentabilidad, empresa y sector, planteando tres posibles escenarios de futuro. Finalmente, se han valorado los diferentes resultados obtenidos para determinar el valor más ajustado a la realidad de la compañía.

Palabras clave: Cerveza artesanal, Valoración, WACC, Valor Contable, Múltiplos Comparables, Descuentos de Flujos de Caja.

ABSTRACT

Companyia Cervesera del Montseny is one of the pioneering craft beer companies in Catalonia. It has been continuously growing since its creation, but in the last financial year, it registered considerable losses. As a result, some members of the Board of Directors have considered selling the company to an external investor. Therefore, we have performed a valuation to determine the present value of the company. First, we performed a comprehensive business analysis followed by a valuation using three methods: book value, public market multiples, and discounted cash flows. The book value method was based on the closed financial statements for 2019, the public market multiples on listed breweries, and the discounted cash flows on two profitability perspectives and three possible future scenarios. Finally, the different results obtained have been evaluated to determine the value that best fits the reality of the company.

Keywords: Craft Beer, Valuation, WACC, Book Value, Public Market Multiples, Discounted Cash Flows.

This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)



ÍNDICE

1. Introducción	1
1.1. Historia de la Compañía	1
1.2. Evolución del Sector y de la Competencia	2
1.2.1. Evolución del Sector	2
1.2.2. Ranking del Sector y Principales Competidores	3
1.3. Estructura Organizativa	4
1.4. Productos Comercializados	6
1.5. Clientes y Canales de Distribución	6
1.6. Retos Actuales de la Compañía	8
1.7. Objetivo del Estudio	9
2. Análisis de la Situación Actual de la Empresa	9
2.1. Análisis Cualitativo	9
2.1.1. Factores Claves de Éxito	9
2.1.2. Análisis Estratégico de Montseny	10
2.1.3. Análisis del <i>Cash Management</i> y del <i>Credit Management</i>	11
2.1.4. Análisis DAFO	11
2.2. Análisis Cuantitativo	12
2.2.1. Liquidez y Fondo de Maniobra	12
2.2.2. Endeudamiento y Calidad de la Deuda	13
2.2.3. Rotación de Activos	14
2.2.4. Plazo de Cobro y Pago	14
2.2.5. Rentabilidad y Crecimiento Sostenido	15
2.2.6. Rentabilidad por Producto	15
2.3. Diagrama Causa-Efecto	16

3. Métodos de Valoración de la Empresa	17
3.1. Método del Valor Contable	17
3.2. Método de los Múltiplos	17
3.3. Método del Descuento de Flujos de Caja	18
3.3.1. Escenario Montseny	21
3.3.2. Escenario Optimista	23
3.3.3. Escenario Realista	25
4. Valoración de la Empresa	28
4.1. Valoración de la Empresa mediante el Valor Contable	28
4.2. Valoración de la Empresa mediante los Múltiplos Comparables	28
4.3. Valoración de la Empresa mediante el Descuento de Flujos de Caja	29
4.3.1. Valoración mediante la WACC Montseny	29
4.3.2. Valoración mediante la WACC Sector	30
5. Discusión	31
6. Referencias Bibliográficas	35
Anexos	38

1. Introducción

1.1. Historia de la Compañía

En el año 2007, de la mano de un grupo de amigos, se constituyó la Companyia Cervesera del Montseny (en adelante denominada Montseny), una microcervecería situada a los pies del Montseny cuyo objetivo era la elaboración de cerveza de alta calidad siguiendo métodos de elaboración tradicionales.

Aprovechando la venta de maquinaria por parte de una microcervecería inglesa, Wolf Brewery, Montseny se hizo con el inmovilizado necesario para la elaboración artesanal de la cerveza. Sus elaboraciones se basan en el método inglés, el cual incorpora una notable calidad en los ingredientes, alta fermentación y un sistema de envasado natural. El primer maestro cervecero, extrabajador de Wolf Brewery, fue la pieza clave para la creación y la elaboración de las recetas por su extenso conocimiento del proceso productivo de la cerveza artesanal.

En sus inicios, las instalaciones tenían una capacidad productiva de 3.000 litros por producción. Se elaboraban cuatro especialidades de cervezas: Malta, Lupulus, Negra y Blat. Todas ellas tuvieron una rápida y favorable aceptación en el mercado catalán; una muestra de ello fue recibir al año siguiente el galardón a “La Cerveza del Año” en la feria de Jafre. Este hito ayudó a incrementar las ventas notablemente, convirtiéndose en la microcervecería de referencia en el territorio catalán.

En el año 2009, la compañía aumentó su catálogo de cervezas artesanales con la incorporación de dos especialidades nuevas. Ese mismo año fue galardonada por la Cámara de Comercio como empresa emprendedora. Destacó por su gran capacidad de aportar conocimiento en el mercado de la cerveza, mediante la introducción de cervezas artesanales y diferenciándose por la calidad en un tiempo récord. Finalmente, en 2009 comenzó su internacionalización con la exportación de su cerveza al continente americano, convirtiéndose en la primera cervecería artesana del estado en exportar a América.

En los años siguientes, la empresa logró seguir creciendo en tamaño en paralelo a la ampliación de su catálogo, incluyendo poco a poco nuevas variedades de cerveza muy especializadas, con una buena aceptación en el mercado y una percepción de producto de alta calidad y proximidad. En el año 2016, la compañía se presentó al concurso de cervezas artesanales más prestigioso de España, el Barcelona Beer Festival, consiguiendo el premio a la “Mejor Cerveza del Año”. En

este mismo concurso consiguieron otras 4 medallas, posicionándose como la primera compañía en el ranking de 143 cerveceras participantes.

La empresa se fundó para cumplir un requisito esencial: ofrecer al consumidor un producto de alta calidad y artesanal. En base a este objetivo, la empresa definió su estrategia empresarial en la diferenciación por calidad. Todo esto ha hecho posible que en la actualidad la compañía, formada por 9 trabajadores, disponga de un catálogo de 20 cervezas distintas y haya conseguido un amplio reconocimiento en el territorio catalán.

1.2. Evolución del Sector y de la Competencia

Una de las peculiaridades de las empresas cerveceras reside en dedicar su actividad en una región concreta. Por ello, la descripción del sector y de los principales competidores de la compañía se basará exclusivamente en el territorio catalán. Los datos mostrados corresponden al ejercicio 2018, ya que todavía no se dispone de información relativa al ejercicio 2019.

1.2.1. Evolución del Sector

En la última década el sector ha mostrado un crecimiento constante y significativo, potenciado por un nuevo hábito de consumo por parte de los clientes finales. A pesar del crecimiento logrado, se puede definir como un sector joven con unas expectativas de crecimiento aún mayores.

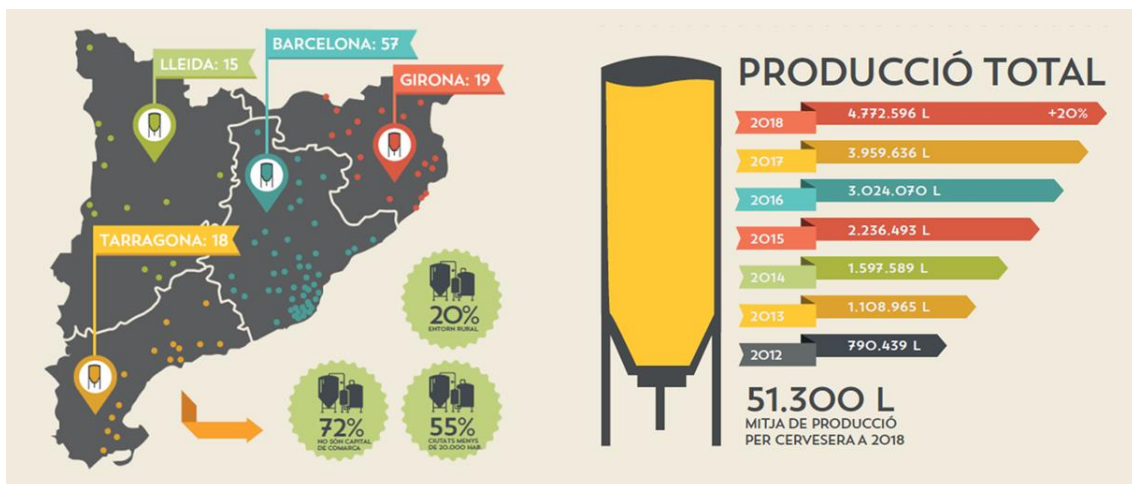


Figura 1- Fábricas y producción dedicadas a la cerveza artesanal en Cataluña durante el 2018. Adaptado de: “Estat de la Cervesa Artesanal de Catalunya 2018”.

Durante el 2018, el sector de la cerveza artesanal en Cataluña estaba formado por 109 fábricas repartidas por todo el territorio, con estructuras pequeñas, recursos limitados y producciones no muy elevadas. El conjunto del sector produjo 4.772.596 litros de cerveza artesanal, implicando un incremento del 20% respecto al ejercicio anterior (Figura 1).

En la Tabla 1 se muestra la evolución del volumen de ventas, el resultado de explotación y el resultado neto obtenido por el conjunto de empresas que conforman el sector entre 2016-2018:

Sector Microcervecería	2018	2017	2016
Ingresos Explotación	249.918,00 €	223.794,37 €	196.929,54 €
Resultado de Explotación (BAII)	-23.277,97 €	-15.323,34 €	-3.904,03 €
Resultado del Ejercicio (BAI)	-28.125,79 €	-16.558,28 €	-6.101,61 €

Tabla 1- Evolución del sector de la cerveza artesanal en Cataluña durante 2016-18

Durante este período, las ventas del sector crecieron a un ritmo elevado, cercano al 27%, haciendo que este sector joven pudiera duplicar su cuota de mercado. Este crecimiento fue de la mano de un notable incremento en la capacidad productiva de las empresas existentes, así como de la creación de nuevas empresas competidoras que quisieron aprovechar la tendencia expansiva de este nuevo nicho de mercado.

El nacimiento de nuevas empresas competidoras condujo al sector a una situación de pérdidas, debido a la necesidad de una mayor inversión en los activos para emprender la actividad, así como un menor control sobre los costes estructurales de las empresas. Estos datos demuestran que, a pesar de conseguir unas ventas superiores, las empresas no han sabido controlar los costes y han llevado al sector a una situación deficitaria.

1.2.2. Ranking del Sector y Principales Competidores

En 2018, el sector estaba compuesto por 47 microcervecerías y pequeñas cerveceras en el territorio catalán. En la Tabla 2 se muestra el volumen de ventas y los resultados obtenidos para las 10 principales empresas del sector:

Compañías	Ingresos Explotación	Resultado Explotación (BAII)	Resultado Neto (BN)
Cerveza Artesana Homebrew SL	800.245 €	112.996 €	76.601 €
Companyia Cervesera del Montseny SL	1.255.682 €	56.988 €	27.944 €
Ca l'Arenys SL	758.413 €	15.369 €	4.653 €
Cerveses la Gardenia SL	490.906 €	-81.750 €	-62.598 €
Cerveses la Pirata SL	776.460 €	25.127 €	8.195 €
We Craft Beer SL	578.407 €	-52.726 €	-40.559 €
Goodbeer SL	739.754 €	-389.425 €	-404.680 €
Companyia Artesana Maians SL	545.540 €	33.518 €	27.655 €
Mas Malta Cervecera SL	490.872 €	3.352 €	3.844 €
Cervesera de Rialp SL	399.325 €	14.747 €	4.347 €

Tabla 2- Resultados de las 10 principales empresas del sector durante el ejercicio 2018

Las empresas que conforman el sector tienen un tamaño muy reducido en comparación a las grandes compañías cerveceras. Destacan dos empresas por encima de las demás: Montseny, empresa líder en volumen de ventas, y Homebrew, empresa que genera más beneficios a pesar de tener un volumen de ventas inferior. El resto de las empresas tienen unos resultados negativos o nulos que reflejan el estado prematuro del sector.

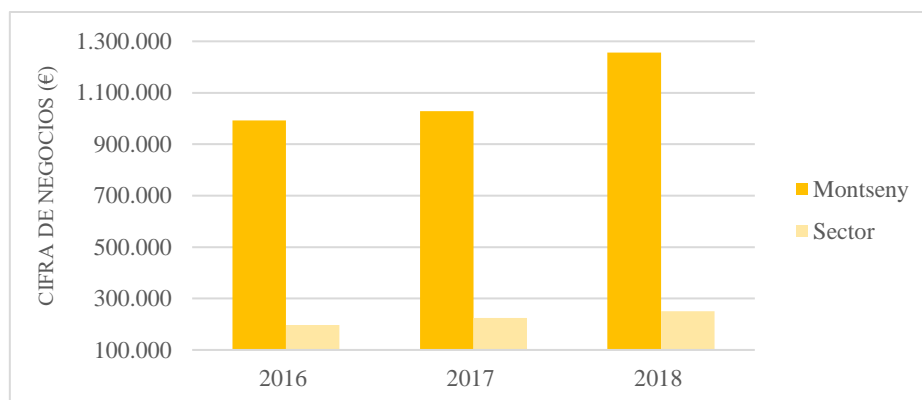


Gráfico 1- Evolución de la cifra de negocios de Montseny vs sector durante 2016-18

El Gráfico 1 detalla la evolución de la cifra de negocios de Montseny y la compara con la media del sector. El volumen de ventas de la compañía está muy por encima del logrado por el conjunto del sector, ratificando que se trata de la empresa con mayor cuota de mercado y una de las empresas referentes en el sector de la cerveza artesanal en Cataluña. El sector también ha experimentado un crecimiento notable, aunque en menor proporción que el de Montseny.

1.3. Estructura Organizativa

El Consejo de Administración es el órgano designado por los propietarios para la gestión y el control estratégico de la compañía. Su función principal consiste en definir la estrategia de la sociedad a largo, medio y corto plazo; así como las inversiones necesarias para el correcto funcionamiento de la sociedad. Se reúnen unas 10 veces al año, para evaluar el funcionamiento operativo de la empresa y la correcta implantación de las estrategias marcadas.

Consejo Administración		
Participantes	Cargo	Participaciones
Carles	Ninguno	33,32%
Olga	Contable y Administradora	21,45%
Julià	Gerente y Administrador	20,80%
Ricard	Ninguno	8,93%
Jordi L.	Maestro Cervecerero	7,08%
Total Participaciones		91,57%

Tabla 3- Consejo de Administración de Montseny 2019

La Tabla 3 detalla los 5 integrantes del Consejo de Administración del año 2019, con el peso participativo de cada miembro y el cargo ocupado en la compañía. Los socios que trabajan activamente en la sociedad disponen de un peso mayoritario en la toma de decisiones, ya que entre los tres integrantes logran sumar una mayoría simple.

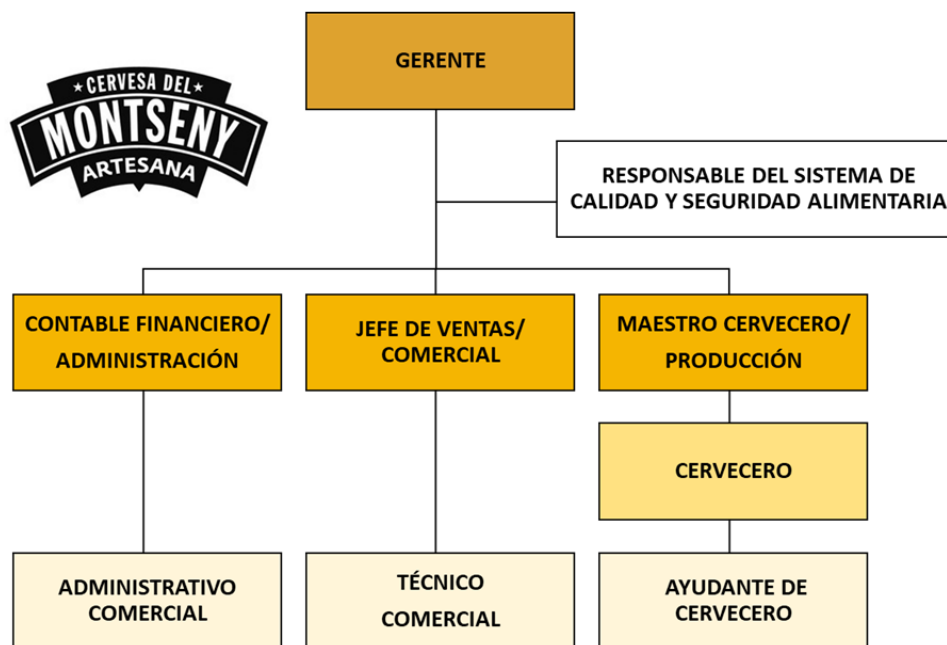


Figura 2- Organigrama Montseny 2019

A pesar de tener una estructura de reducidas dimensiones, Montseny ha logrado definir ligeramente las funciones y responsabilidades de cada una de las partes implicadas (Figura 2).

La empresa está dividida en tres departamentos diferenciados:

- **Comercial:** Encargado de la gestión de la cartera de clientes de la sociedad. Lo componen dos comerciales: uno especializado en grandes superficies y otro en distribución y pequeños puntos de venta; y un responsable comercial. El responsable del departamento es Julià.
- **Financiero-Contable:** Encargado de controlar y formular la contabilidad de la sociedad. Lo componen la responsable financiera y un administrativo. La responsable del departamento es Olga.
- **Producción:** Encargado de planificar la producción de cerveza artesanal, así como la gestión del envasado y almacenaje del producto acabado. Lo componen el maestro cervecero, un ayudante cervecero y dos mozos de almacén. El responsable del departamento es Jordi L.

Los tres departamentos reportan directamente al gerente de la compañía. La gerencia está a cargo del responsable comercial de la compañía, Julià.

Cabe destacar que los tres responsables, además de tomar decisiones a nivel operativo en cada uno de sus departamentos, son socios participantes en el Consejo de Administración. Así pues, no existe una segregación real en la toma de decisiones estratégicas y operacionales.

1.4. Productos Comercializados

La empresa se dedica a la elaboración y comercialización de cervezas artesanales de alta fermentación. A diferencia del proceso de elaboración empleado para las cervezas convencionales, este requiere de un circuito de altas temperaturas para lograr que la materia prima fermente de forma natural sin la necesidad de emplear aditivos ni conservantes. El resultado final es una cerveza con carácter, sabor y aroma muy marcado, convirtiendo el producto en único y especial.

En la actualidad, la empresa dispone de cuatro líneas de productos: Tradicionales, Mala Vida, Estacionales y Ediciones Limitadas/Colaboraciones. En su conjunto, suman un total de 20 especialidades, cada una de ellas con unas características especiales y únicas. El núcleo principal de ventas para la sociedad son las cervezas de la variedad tradicional, que representan alrededor de un 80% de la producción realizada. El producto estrella de su catálogo es la IPA, siendo la que tiene una aceptación más extendida entre sus consumidores.

Estas variedades son comercializadas en diferentes envases y tamaños dependiendo de las necesidades de los clientes. Los formatos más empleados son los botellines de 33 cl, seguidos por las latas de 33 cl y, por último, los barriles de 20 L y 30 L. Los dos envases principales están muy pensados para consumidores particulares, mientras que los dos últimos formatos están muy encarados a la venta con tirador a través de bares y restaurantes.

1.5. Clientes y Canales de Distribución

El producto comercializado es un consumible complementario de bienes de primera necesidad dentro del sector alimentario. Es importante diferenciar entre el cliente y el consumidor final, que en algunos canales de distribución no coinciden.

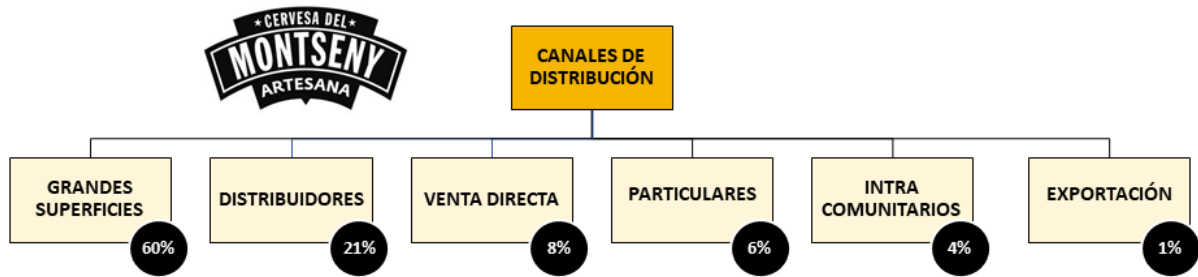


Figura 3- Peso relativo de los canales de distribución de Montseny durante 2019

En la Figura 3, se detallan los principales canales de distribución de la compañía en 2019:

- **Grandes Superficies:** Es el más utilizado representando el 60% de todas las ventas anuales. El cliente directo de este canal son los supermercados, hipermercados y las tiendas especializadas, siendo estos quienes venden el producto al consumidor final.
- **Distribuidores:** Representa el 20% de todas las ventas anuales. El cliente directo de este canal son los bares y restaurantes, siendo estos quienes venden el producto al consumidor final.
- **Venta Directa:** Representa el 8% de todas las ventas anuales. El cliente directo de este canal son autónomos, restaurantes, bares y tiendas especializadas que solicitan una acción comercial única y exclusiva, siendo estos quienes aprovisionan el producto al consumidor final.
- **Particulares:** Representa el 6% de todas las ventas anuales. El cliente directo de este canal es el asistente a ferias, concursos, conciertos y compradores online o en fábrica. En este caso, el cliente y el consumidor final coinciden.
- **Intracomunitarios:** Representa el 4% de todas las ventas anuales. El cliente directo de este canal son distribuidores especializados localizados por distintos países de la UE, siendo estos quienes venden el producto al consumidor final.
- **Exportación:** Representa el 1% de todas las ventas anuales. El cliente directo de este canal es un distribuidor internacional que opera en EE. UU., siendo este quién vende el producto al consumidor final.

Es importante destacar que durante el último trimestre del ejercicio 2019, la empresa cerró un nuevo contrato de distribución, para bares y restaurantes, con una reputada y conocida firma cervecera. En una de las cláusulas del contrato se especifica que dicho distribuidor tendrá derecho a réplica en el caso que se reciba una oferta formal para la compra de Montseny.

1.6. Retos Actuales de la Compañía

Entre los mayores retos a los que se enfrenta actualmente la compañía se encuentra la planificación comercial, el aumento de la competencia y la desilusión de los socios.

Durante el último trimestre del 2019, Montseny firmó un importante contrato de distribución con una gran corporación cervecera, con el objetivo de incrementar la cuota de mercado. En una de las cláusulas del contrato se estableció la necesidad de reducir el precio unitario de sus productos. La reducción de precios afectó en primera instancia a la distribución en bares y restaurantes, pero a la larga tuvo también un impacto directo en el canal de distribución en grandes superficies, que experimentó la misma reducción de precios. El análisis de costes realizado explicado más adelante en este estudio (apartado 2.2.6) pone de manifiesto que dicha reducción se realizó sin tener en cuenta los márgenes del producto, ya que la gran mayoría de su cartera de productos presentaba un margen de contribución negativo. Por otro lado, en el mismo contrato se incluyó una cláusula de réplica ante la oferta formal de compra por parte de otro grupo inversor. De manera general, las medidas comerciales implantadas se plantearon para incrementar las cuotas y las ventas de la compañía, pero los resultados obtenidos no alcanzan los datos estimados previa firma del contrato.

Por otro lado, la creación de nuevas empresas artesanas ha sido una dinámica en los últimos ejercicios. En consecuencia, Montseny debe hacer frente a la existencia de un mayor número de competidores entre los cuales se comparten las ventas generadas. Esto implica que los ingresos sean menores y, en consecuencia, un menor músculo para cubrir los costes estructurales de la empresa. Además, las grandes corporaciones cerveceras convencionales están apostando por la creación de productos que puedan competir en este nicho de mercado. En este punto, la compañía debería analizar su capacidad para competir con estas grandes corporaciones.

Por último, el papel de los socios fundadores es clave para entender el escenario actual de la compañía. Doce años atrás, los socios fundadores hicieron una fuerte inversión para crear este proyecto que ha ido creciendo hasta la situación actual. A lo largo de estos años, la empresa ha recompensado el esfuerzo de los socios pagando dividendos cuando se han logrado resultados positivos. Sin embargo, ante las fuertes pérdidas registradas en este último ejercicio los socios se plantean si su esfuerzo se está viendo realmente recompensando y si existe algún riesgo real de que esta situación se extienda en los próximos años.

La incertidumbre generada por las pérdidas sufridas por la compañía, el aumento de la competencia y las grandes corporaciones, y la planificación comercial que no ha funcionado como se esperaba, ha propiciado una situación de ciertas discrepancias entre los miembros del consejo de administración en cuanto al rumbo que debe tomar la compañía en este momento.

1.7. Objetivo del Estudio

Ante la situación incierta y complicada que afronta actualmente la compañía, los miembros del Consejo de Administración se plantean si deben apostar por la implementación de cambios que permitan reflotar la compañía o si, por el contrario, deberían abandonar el proyecto y venderlo a un grupo inversor externo interesado en ella. Para responder a esta inquietud expresada por dichos miembros en una de las reuniones mantenidas con ellos, se ha realizado este estudio con el objetivo principal de determinar el valor de la compañía y el valor del patrimonio neto (precio real) de Montseny.

2. Análisis de la Situación Actual de la Empresa

Para cumplir con el objetivo del trabajo es necesario realizar un estudio analítico cualitativo y cuantitativo de la sociedad en base a los últimos ejercicios (2016-2019). En las Tablas Suplementarias 1 y 2 se detallan las cuentas anuales de la sociedad para el periodo 2011-2019. Este análisis permitirá inferir la proyección futura de la sociedad para sí poder establecer posteriormente el valor actual de la empresa.

2.1. Análisis Cualitativo

2.1.1. Factores Claves de Éxito

El crecimiento y la expansión que ha experimentado la sociedad durante sus años de existencia han sido posibles gracias a diferentes factores clave de éxito:

- **Calidad:** Es el factor clave y el principal motivo de la creación de la sociedad. Los socios fundadores apostaron desde el primer momento en ofrecer un producto único, artesanal y de calidad. Siguiendo este estándar, se han ido desarrollando nuevas recetas, respetando la necesidad de obtener un producto de elevada calidad, que permita satisfacer los paladares más exigentes. El lema de la empresa se puede definir como “calidad por encima de todo”.
- **Plantilla:** El personal es una parte elemental del proyecto desde su creación. Para Montseny el cuidado de los empleados es esencial y, por ello, siempre involucran a sus

empleados en todos los proyectos realizados. Esta política ha permitido que, actualmente, la sociedad disponga de un personal altamente cualificado y experimentado.

- **Innovación:** En Montseny siempre han apostado por buscar nuevos sabores, aromas y experiencias, como refleja su amplia gama de productos. Una de las figuras más importantes es la del Maestro Cervecerero, el responsable de crear nuevas recetas para lanzar nuevos productos originales al mercado.
- **Posicionamiento:** La proximidad es un factor clave para la empresa. Por ello, Montseny decidió ofrecer su producto exclusivamente en el territorio catalán. Esto ha permitido adaptar el producto a las necesidades del mercado y a la de los consumidores finales, los cuales buscan un producto artesanal y de proximidad. Este esfuerzo queda reflejado en ser la marca del sector de la cerveza artesanal con mayor reconocimiento en Cataluña.

2.1.2. Análisis Estratégico de Montseny

Actualmente, la empresa está afrontando una nueva situación un poco incierta. El plan estratégico que ha seguido Montseny en los últimos ejercicios se puede analizar desde dos puntos de vista: interno y externo.

Desde el punto de vista interno, existen ciertas ineficiencias operacionales en el funcionamiento actual de la sociedad que tienen un impacto en todos los departamentos. En primer lugar, las instalaciones productivas utilizan un 60% de su capacidad, lo que genera una clara infrautilización de los activos. Por otro lado, la rotación de las mercancías es muy lenta. En consecuencia, el producto, que tiene una fecha de consumo preferente, acaba pasando largos períodos parado en el almacén, provocando que parte de los recursos líquidos estén estancados. Pero, sin duda, el punto más crítico recae en la nueva política de precios implementada en 2019. Esta estrategia comercial se basó en la reducción de los precios de venta de todos los productos con la intención de ganar mayor cuota de mercado y reconocimiento de marca. Sin embargo, esta nueva política de ventas más ambiciosa no ha logrado el resultado esperado y ha ocasionado división de opiniones entre los principales accionistas de la sociedad.

Desde el punto de vista externo, uno de los principales problemas que afronta la sociedad es el poco conocimiento por parte de los consumidores. A pesar de ser una de las empresas con mayor recorrido en el sector, no ha logrado llegar a un mayor público objetivo. Esto está claramente relacionado con la poca utilización del marketing digital que actualmente emplean

la mayor parte de las empresas. Además, el consumidor final sigue pagando el mismo precio a pesar de la bajada de precios mencionada anteriormente y, por tanto, la nueva política no ha conseguido mejorar el conocimiento de la marca entre los consumidores. Por otro lado, el producto comercializado está estrechamente relacionado con el comportamiento del PIB, tratándose de un producto muy cíclico y sensible a factores económicos, culturales y gubernamentales, entre otros.

El plan estratégico actual de la sociedad está muy influenciado por la nueva política comercial mencionada, que marcará el sentido de todas las decisiones que se deban tomar en un futuro.

2.1.3. Análisis del Cash Management y Credit Management

La gestión del circulante es un factor clave para la supervivencia de muchas empresas, ya que una mala gestión de la tesorería y del riesgo concedido a los clientes puede traducirse en su desaparición. Dicha gestión se segmenta en dos partes:

- **Cash Management**: La empresa no dispone de ningún manual financiero donde se detallan los procesos y directrices que debe seguir el responsable financiero para la correcta gestión de la tesorería. La única persona conocedora de estos procesos y directrices es la responsable financiera, que se encarga de la gestión de los cobros y los pagos, previsiones de caja y gestión de excedentes, entre otras funciones.
- **Credit Management**: La empresa no dispone de ningún manual comercial donde se detallan los procesos y directrices que deben seguir los comerciales para conceder riesgo a los clientes. La gestión de este riesgo se comparte entre el departamento comercial, que es el encargado de negociar con los clientes, y el departamento financiero, que controlará que los cobros se estén realizando de forma correcta.

Esta falta de política formal en la gestión de la tesorería y del riesgo concedido a clientes supone un riesgo real para la sociedad, ya que depende en gran medida del conocimiento y experiencia de la responsable financiera. Asimismo, esta falta de manual implica que ante posibles situaciones problemáticas la empresa no tenga un patrón para afrontarlas.

2.1.4. Análisis DAFO

Para concluir el análisis cualitativo de la empresa, sector y competencia se ha realizado un análisis DAFO para conocer la situación en la que se encuentra la sociedad (Tabla 4):

DEBILIDADES		AMENAZAS	
<ul style="list-style-type: none"> • Desconocimiento de marca y falta de visibilidad. • Infrautilización de recursos materiales. • Dependencia de clientes. • Discrepancias en el accionariado. • Consumidores fieles de marca específica son reticentes al cambio. • Falta de política de Cash Management y Credit Management. • Dependencia en las funciones del Cash Management. 		<ul style="list-style-type: none"> • Crecimiento del sector correlacionado con el PIB. • Entrada de nuevas marcas. • Competencia que no escatima en gastos en mantener supremacía. • Posible fusión o acuerdos entre rivales empresariales. • Incertidumbre generada por la pandemia de la Covid-19. 	
FORTALEZAS		OPORTUNIDADES	
<ul style="list-style-type: none"> • Producto con alto valor añadido galardonado con numerosos premios. • Segunda empresa del sector en Cataluña. • Conocimiento del sector. • Plantilla cualificada e implicada. • Relación comercial con una empresa cervecera reconocida 		<ul style="list-style-type: none"> • Sector y demanda en crecimiento. • Posibilidad de expansión geográfica para abarcar todo el territorio nacional. • Internacionalización a países con mercado y target atractivo. 	

Tabla 4- Análisis DAFO de Montseny 2019

2.2. Análisis Cuantitativo

Para conocer el estado de salud financiera de las cuentas anuales, se han analizado los datos financieros en 5 grandes bloques y además se ha realizado un estudio de la rentabilidad de los productos comercializados.

2.2.1. Liquidez y Fondo de Maniobra

Montseny	2.019	2.018	2.017	2.016	Sector	2.018	2.017	2.016	V. Óptimo
Liquidez	1,75	2,22	1,56	2,27	Liquidez	0,97	1,17	1,19	Entre 1 y 1,5
Tesorería	1,09	1,54	1,01	1,76	Tesorería	0,60	0,84	0,90	Alrededor 1
Disponibilidad	0,33	0,53	0,21	0,71	Disponibilidad	0,20	0,34	0,51	Entre 0,2 y 0,3

Tabla 5- Ratios de liquidez de Montseny vs Sector 2016-19

En la Tabla 5 se aprecia como las ratios financieras vinculadas a la liquidez de la sociedad se han mantenido por encima del sector y de los valores óptimos teóricos. La tendencia en estos

últimos ejercicios ha sido hacia valores normalizados, acercándose así a los parámetros recomendados en los libros. Estos datos indican que la empresa tiene la capacidad suficiente para generar recursos líquidos que permitan hacer frente a posibles obligaciones en el corto plazo. Una lectura menos optimista de los mismos datos indicaría que la empresa tiene un exceso de recursos líquidos y, por consiguiente, no esté gestionando de forma óptima sus activos de mayor rotación. En apartados posteriores se valorará si este elevado importe del activo corriente viene motivado por las exigencias de su ciclo de caja.

Para profundizar en el análisis de las diferencias entre los recursos y las obligaciones a corto plazo, se han analizado las necesidades de circulante a través del estudio del fondo de maniobra necesario (Tabla 6):

Fondo Maniobra	2.019	2.018	2.017	2.016
Fondo Maniobra Aparente	236.140 €	369.363 €	179.866 €	265.918 €
Fondo Maniobra Necesario	283.451 €	338.571 €	228.886 €	210.006 €
Punto de Tesorería	-47.312 €	30.792 €	-49.020 €	55.912 €

Necesidades Cíclicas	2.019	2.018	2.017	2.016
Existencias	208.502 €	205.147 €	176.089 €	107.878 €
Clientes	234.745 €	307.213 €	251.560 €	187.650 €
Otros Deudores	3.517 €	0 €	8.168 €	31.051 €
Total	446.764 €	512.360 €	435.817 €	326.579 €

Recursos Cíclicos	2.019	2.018	2.017	2.016
Proveedores	44.310 €	75.288 €	112.188 €	57.456 €
Acreedores	119.003 €	98.501 €	94.743 €	59.117 €
Total	163.313 €	173.789 €	206.931 €	116.573 €

Tabla 6- Análisis del fondo de maniobra de Montseny 2016-19

Los datos mostrados en la Tabla 6 reflejan cómo la empresa gestiona correctamente y de forma eficiente las necesidades de tesorería. El punto de tesorería presenta una evolución estable y cercana al equilibrio entre el fondo de maniobra en balance y el necesario para estos últimos ejercicios. En el ejercicio 2019, se aprecia cómo la empresa tiene un excedente de liquidez, el cual será necesario analizar si está realmente relacionado con las necesidades de caja.

2.2.2. Endeudamiento y Calidad de la Deuda

Montseny	2.019	2.018	2.017	2.016	Sector	2.018	2.017	2.016	V. Óptimo
Endeudamiento	0,84	0,78	0,78	0,71	Endeudamiento	0,71	0,66	0,65	Entre 0,5 y 0,6
Calidad Deuda	0,37	0,30	0,37	0,32	Calidad Deuda	0,48	0,43	0,49	Reducido
Capacidad Devolución	0,12	0,21	0,16	0,20	Capacidad Devolución	- 0,07	- 0,04	0,02	Elevado
Coste de la Deuda	2,97%	2,38%	2,56%	1,64%	Coste de la Deuda	2,20%	2,15%	2,36%	Menor al coste del dinero
Gasto Financiero	1,78%	1,55%	1,63%	0,87%	Gasto Financiero	1,74%	1,51%	1,19%	Entre 1% y 1,5%

Tabla 7- Ratios de endeudamiento de Montseny vs Sector 2016-19

La tabla 7 muestra la composición del exigible y la proporción de deuda externa. Los datos indican que la empresa ha optado por la descapitalización, apostando por un mayor peso de la deuda externa. El resultado negativo logrado en el ejercicio 2019 ha marcado aún más la diferencia entre recursos propios de la empresa y los utilizados externamente para financiar la actividad. La deuda de la empresa es muy superior a la de sus principales competidores y, además, es una situación de cierto riesgo si se tienen en cuenta los valores óptimos teóricos. El elevado volumen de deuda externa supone un factor claro de riesgo, ya que debe ser retornada y el coste financiero asociado es cada vez superior. Además del incremento de la deuda externa, la política de financiación implantada en estos últimos ejercicios ha supuesto que la calidad de la deuda se haya visto afectada. El coste financiero ha aumentado sustancialmente y, en consecuencia, la capacidad de devolución de los préstamos se ha visto reducida. Esto supondrá un mayor importe a abonar en el corto plazo en los futuros ejercicios.

2.2.3. Rotación de Activos

Montseny	2.019	2.018	2.017	2.016	Sector	2.018	2.017	2.016	V. Óptimo
Rotación AnC	2,50	2,09	1,69	2,30	Rotación AnC	0,78	0,84	1,12	Elevado
Rotación AC	2,10	1,87	2,05	2,09	Rotación AC	1,60	1,68	1,85	Elevado
Rotación Stock	2,00	1,95	1,86	3,04	Rotación Stock	1,66	2,69	3,58	Elevado
Plazo Existencias (días)	182	188	196	120	Plazo Existencias (días)	220	135	102	Reducido

Tabla 8- Ratios de rotación de Montseny vs Sector 2016-19

La evolución de la rotación de activos por parte de la empresa muestra una mejoría respecto a los años anteriores (Tabla 8), posiblemente causada por la apuesta de la empresa en aprovechar mejor sus activos para generar una mayor riqueza. La comparación con el sector evidencia que la empresa saca más rendimiento de sus activos. El punto crítico es la rotación de stocks y el plazo de existencias que, a pesar de estar por encima del sector, presenta valores relativamente bajos para una compañía dedicada a la elaboración de productos perecederos. La baja rotación del stock conlleva que el producto permanezca durante un largo periodo en el almacén.

2.2.4. Plazo de Cobro y Pago

Montseny	2.019	2.018	2.017	2.016
Plazo Cobros (días)	62	74	76	67
Plazo Pagos (días)	118	131	191	107
Ciclo de Maduración (días)	245	261	272	187
Ciclo de Caja (días)	126	130	82	79

Tabla 9- Ratios de plazos de cobro y pago de Montseny 2016-19

Los datos de la Tabla 9 muestran como los cobros se producen con anterioridad a los pagos a proveedores, hecho positivo si tenemos en cuenta que el ciclo maduración del producto es muy largo. La reducción de las ventas durante el último ejercicio se ha traducido en una mejora del plazo de cobro, ya que la compañía ha trabajado en menor proporción con muchos de los clientes que pagaban a mayor plazo. Por otro lado, el plazo de pago ha experimentado una situación similar gracias a la reducción del número de pedidos de materia prima realizados.

El ciclo de maduración es muy elevado propiciado por el largo plazo de existencias. Esto supone que el ciclo de caja sea positivo, lo que implica una necesidad de financiación por parte de la empresa para poder hacer frente a su actividad ordinaria. Anteriormente, se ha apuntado que la empresa podía estar gestionando la tesorería de forma ineficiente. Sin embargo, al entender esta necesidad de financiación cobra sentido que la misma se emplee para suplir posibles puntas de tesorería.

2.2.5. Rentabilidad y Crecimiento Sostenido

Montseny	2.019	2.018	2.017	2.016	Sector	2.018	2.017	2.016
ROI	-8,21%	4,48%	1,87%	5,73%	ROI	-5,89%	-4,50%	-2,70%
ROE	-48,86%	10,07%	1,10%	12,30%	ROE	-29,02%	-17,41%	-10,06%
Higgins	-32,82%	5,29%	1,11%	6,56%				

Tabla 10- Ratios de rentabilidad de Montseny vs Sector 2016-19

En una empresa de pequeñas dimensiones, estudiar las rentabilidades en base a el ROI (*Return on Investment*) y el ROE (*Return on Equity*) es de poco interés para los socios. Aun así, se ha procedido con el análisis del ROI y ROE que muestran cómo los parámetros eran positivos antes de los malos resultados del ejercicio 2019 (Tabla 10).

En paralelo al análisis de la rentabilidad, se ha estudiado el modelo de crecimiento sostenible impulsado por Higgins. En los ejercicios donde la empresa lograba tener rentabilidades positivas, el modelo mostraba un crecimiento sostenible positivo, pero con valores muy prudentes. A finales del ejercicio 2018, se proyectó un crecimiento del 5% pero, la realidad es que la disminución de las ventas ha condicionado que el crecimiento no se haya cumplido.

2.2.6. Rentabilidad por Producto

Para el correcto desempeño de una sociedad es necesario tener un conocimiento exhaustivo de las rentabilidades y de los márgenes operativos de las líneas de producto. En el caso de Montseny, la dirección financiera notificó que no disponían de ninguna herramienta de control destinada a revisar y controlar la rentabilidad de sus productos comercializados.

Atendiendo a esta situación, se planteó a la sociedad crear un sistema de costes convencional con la idea de proporcionar a la dirección información útil para la toma de decisiones. El sistema escogido fue el modelo de costes completo basado en secciones. Las características propias del sistema elegido encajaron a la perfección con la organización departamental y con la cadena de producción. Los costes indirectos de la sociedad suponían un 87% del total. Para repartirlos eficientemente entre los diferentes productos se ideó un modelo de reparto en base al coste directo y a los litros producidos.

Los resultados obtenidos con la implementación de este sistema de costes (Tabla Suplementaria 3) muestran cómo la mayoría de los productos comercializados se están vendiendo con márgenes muy ajustados o incluso negativos. Entre las gamas de productos con rentabilidades negativas se encuentran las cervezas de temporada (estacionales) y las ediciones especiales, que tienen un desempeño negativo en todos sus productos y tipologías de envases. En cambio, la gama de productos tradicional tiene rentabilidades positivas en todos sus productos y tipologías de envases. El estudio pone de manifiesto que los envases más rentables en todas las líneas de producto son las latas y el barril de 30L.

2.3. Diagrama Causa-Efecto

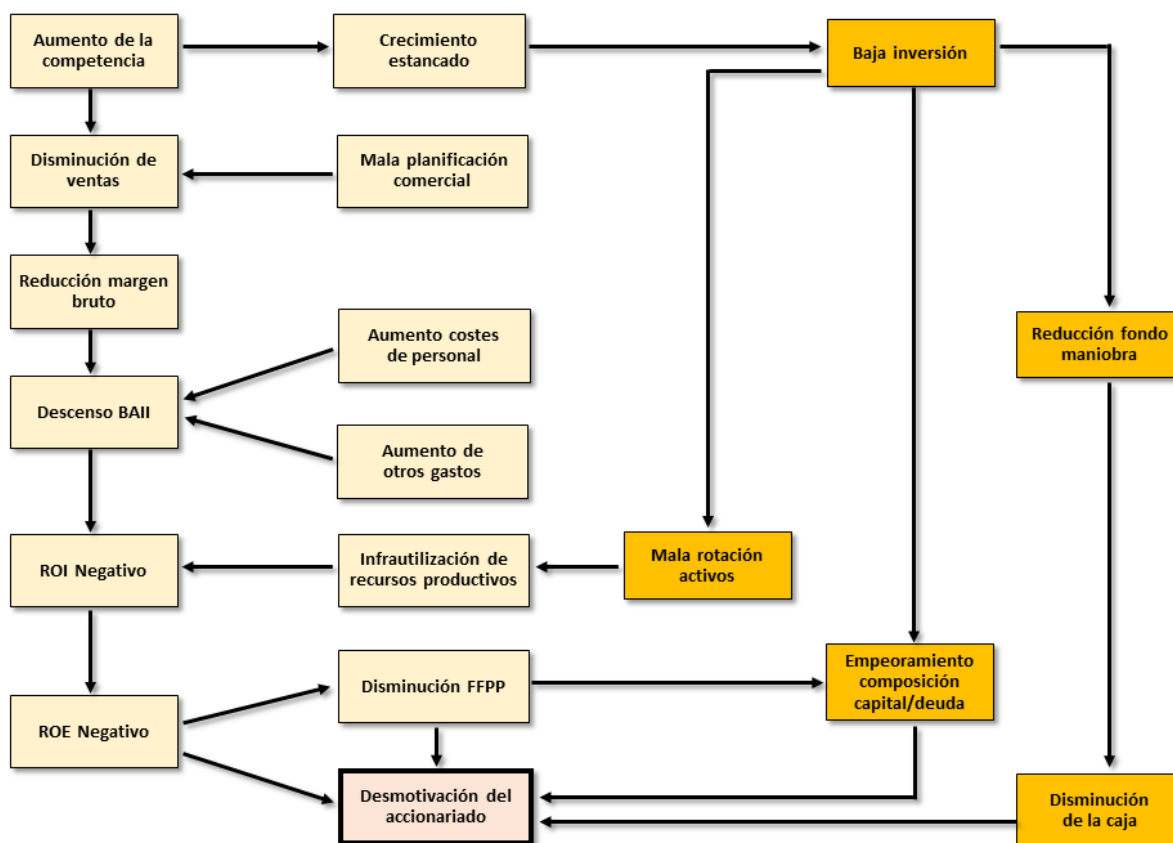


Figura 4- Diagrama Causa-Efecto de Montseny 2019

Los efectos y consecuencias del mal resultado registrado en el ejercicio 2019, que han tenido un impacto general en las cuentas anuales y en la operativa de la sociedad, se resumen en el diagrama causa-efecto de la Figura 4.

3. Métodos de Valoración de la Empresa

Los métodos de valoración aplicados para lograr el objetivo de este estudio se seleccionaron en base a dos pilares esenciales: el tamaño de la empresa y la temporalidad de sus datos financieros. En este caso, los métodos interesantes eran aquellos que tuvieran en cuenta el reducido tamaño de la sociedad sin que supusiera un hándicap y que, a la vez, contemplaran información financiera histórica, presente y futura. Por ello, finalmente se seleccionó el método del valor contable (presente), el método de múltiplos de empresas comparables (pasado) y el método de descuento de flujos de caja (futuro).

3.1. Método del Valor Contable

El valor neto contable es la aproximación más sencilla para la valoración de una compañía. Este método se basa en las normas contables aplicadas por la empresa, que están sujetas a cierta subjetividad, pero no tiene en cuenta la rentabilidad de los activos ni la evolución futura de la empresa. Se calcula a partir del balance cerrado en una determinada fecha y es el resultado de la diferencia entre el valor neto de los activos de la empresa y las deudas que ésta mantiene con terceros. Así pues, este método refleja el importe de los fondos propios (FFPP). Para este estudio se utilizaron los datos del balance cerrado del ejercicio 2019.

3.2. Método de los Múltiplos Comparables

La valoración mediante múltiplos permite calcular el valor aproximado de una compañía no cotizada, teniendo en cuenta las empresas comparables que sí cotizan en los principales mercados financieros nacionales e internacionales. A partir de la cotización y de los estados financieros de dichas empresas, se establecen unas ratios o múltiplos que permiten determinar el valor teórico que el mercado asignaría a la compañía si ésta cotizara en bolsa.

Las principales ratios utilizadas en la valoración mediante múltiplos son Valor de empresa/Ventas (Ev/Ventas), Valor de empresa/EBITDA (Ev/EBITDA; por su nomenclatura en inglés: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) y el PER (por su nomenclatura en inglés: *Price Earnings Ratio*). El múltiplo de ventas solamente considera la cifra de negocios lograda durante el último ejercicio. En cambio, el múltiplo EBITDA incluye

los ingresos y los gastos de estructura, mostrando una imagen más global y realista del valor presente de la sociedad. Por último, el múltiplo PER relaciona el precio cotizado y el beneficio por acción que reparte la compañía.

Para esta valoración se seleccionaron nueve empresas dedicadas a la producción y comercialización de cerveza. La mayor parte de ellas dispone de una división de negocio dedicada a la cerveza artesanal, al igual que Montseny. Esta elección no tuvo en consideración el tamaño ni el mercado en el que operan dichas compañías (Tabla 11).

P/E Ratio - Sector de la Elaboración de Cerveza						
Nº	Empresa	Ticker	País	PER 2019	EV/EBITDA 2019	EV/REVENUE 2019
1	Royal Unibrew A/S	(CPSE:RBREW)	Dinamarca	26,50x	18,00x	4,25x
2	Anheuser-Busch InBev SA/NV	(ENXTBR:ABI)	Bélgica	8,17x	12,10x	4,88x
3	Carlsberg A/S	(CPSE:CARL B)	Dinamarca	18,53x	11,00x	2,21x
4	Heineken N.V.	(HEIA.AS)	Holanda	19,23x	12,20x	2,27x
5	Chongqing Brewery Co.	(SHSE:600132)	China	38,20x	28,70x	6,67x
6	La Boston Beer Company, Inc.	(SAM)	EEUU	41,30x	21,20x	3,58x
7	Molson Coors	(TAP)	EEUU	48,60x	8,55x	1,91x
8	Craft Brew Alliance	(BREW)	EEUU	-25,00x	58,70x	1,84x
9	Gage Roads Brewing Co.	(GRB.AX)	Australia	37,20x	17,00x	2,36x
			Promedio	23,64x	20,83x	2,59x
			Mediana	26,50x	17,00x	2,14x

Tabla 11- Tabla resumen de los múltiplos del sector de la elaboración de cerveza del ejercicio 2019

Utilizando los datos individuales de cada una de las empresas comparables seleccionadas se calculó el promedio de los tres múltiplos para el ejercicio 2019 (Tabla Suplementaria 4). La ratio resultante, junto a las variables financieras requeridas en cada uno de los múltiplos, fueron la base para la valoración de la compañía. Con la intención de mostrar una valoración realista y adaptada al tamaño de Montseny, se aplicó un descuento corrector o *Hair-cut* del 40% sobre el resultado de multiplicar la variable financiera y el múltiplo del sector. Esta tasa de descuento se empleó para corregir la gran diferencia de tamaño existente entre las empresas que conforman el sector y el tamaño reducido de Montseny.

3.3. Método del Descuento de Flujos de Caja

El descuento de flujos de caja se utiliza para determinar el valor de una compañía a través de su capacidad de generar flujos de efectivo (*cash flows*) en el futuro. Para determinar estos flujos de caja se debe realizar una previsión de la cuenta de resultados de los próximos ejercicios. Seguidamente, hay que actualizar los valores futuros a una tasa de descuento para determinar el valor de la compañía en el presente.

Para realizar la valoración de Montseny, se definieron las siguientes variables clave: el horizonte temporal, los flujos de caja libre o *Free Cash Flow* (FCL), la tasa de crecimiento a perpetuidad y la tasa de descuento *Weighted Average Cost of Capitals* (WACC).

- **Horizonte temporal:** La valoración de la empresa se realizó proyectando los datos de los próximos cinco años (2020-2024).
- **Flujos de caja libre o *Free Cash Flow* (FCL):** Los FCL se calcularon a partir del resultado de explotación de las cuentas previsionales descontando los impuestos y sumando los gastos no monetarios (amortizaciones). Al resultado de esta operación se le debe restar las inversiones prevista en capital (CAPEX) y las necesidades operativas de financiación (NOF).
- **Tasa de crecimiento a perpetuidad:** Se definió una tasa de crecimiento (g) del 0,5% en base a las perspectivas económicas para los próximos años y a la estructura organizativa de la sociedad. La tasa g se utilizó para calcular el valor residual que se debía aplicar sobre el último FCL para determinar el valor de la sociedad proyectado al infinito. Sobre el valor residual obtenido, se aplicó un *Hair-cut* del 40% con el objetivo de lograr un valor más ajustado a la realidad de la empresa.
- **Tasa de descuento WACC:** Es la tasa de descuento utilizada para obtener el valor actual de los FCL y el valor residual. Basa su cálculo en la ponderación del coste de la deuda (Kd) y el coste de los fondos propios de la compañía (Ke). En este caso, el Kd se obtuvo aplicando el coste medio de la deuda y el tipo impositivo español. Por otro lado, el Ke se calculó aplicando el método del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que incluyó las siguientes variables:
 - **Tasa libre de riesgo (TLR):** Se utilizó la rentabilidad del Bono Español a 10 años, cuyo promedio de los últimos 12 meses fue del 0,66%.¹
 - **Beta desapalancada (Bd):** Se calculó mediante la siguiente fórmula: $Bd = Ba / (1 + (1 - Ti) * (D/E))$, donde “Ba” es el valor de la Beta apalancada mensual a cinco años vista de cada una de las empresas comparables seleccionadas, “Ti” es el tipo impositivo aplicado, y “D/E” es el efecto del endeudamiento

¹ Expansión - Datosmacro.com. Bono español a 10 años (2020).

(deuda/equity). El promedio de todas las Bd de las empresas comparables dio como resultado el Bd del sector.

- Beta apalancada (Ba): Se obtuvo a partir de la Bd del sector, mediante la siguiente fórmula: $Ba=Bd*(1+(1-Ti)*(D/E))$.
- Prima de riesgo del mercado (PRM): Se obtuvo a partir de un estudio realizado en 2019, que situaba la prima de riesgo del mercado español en un 11,50%.²
- Prima adicional por tipo de negocio (PAN): Se aplicó esta prima adicional con el objetivo de corregir el efecto del tamaño de las empresas comparables respecto al de Montseny. Este dato fue extraído de un estudio realizado por Duff & Phelps (2012) que la fijó en un 6,10%.³ Se ha intentado obtener los datos actualizados, pero no ha sido posible conseguir el informe, disponible para las grandes empresas. Sin embargo, se ha consultado con expertos del sector que han confirmado que este porcentaje fue superior en el ejercicio 2019. A pesar de la diferencia temporal, se consideró indispensable incluir esta variable con el valor del 2012 para lograr una tasa de descuento más realista.

La tasa WACC se interpreta como el coste de oportunidad que un inversor debe valorar si pretende sacar rendimiento de sus inversiones. Para la valoración de Montseny se definieron dos tasas de descuento diferenciadas: la WACC de Montseny y la WACC del sector (Tabla 12). El WACC de Montseny incluyó el coste medio de la deuda para el ejercicio 2019 y su estructura financiera. Esta tasa solamente es relevante para la dirección de la sociedad. Por otro lado, el WACC del sector se definió como el interés de un potencial inversor, entendido como una gran empresa del sector. Para lograr el coste medio de la deuda se empleó la tasa libre de riesgo y se le sumó el *spread* del mercado español para el año 2019. La estructura financiera empleada fue la del promedio de las empresas comparables del sector.

² Fernandez, Pablo and Martinez, Mar and Fernández Acín, Isabel. Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey (March 23, 2019).

³ Duffy & Phelps. Risk Premium Report (2012)

Montseny - Tasa de Descuento (WACC)		Sector - Tasa de Descuento (WACC)	
%	31.12.2019	%	31.12.2019
Tasa libre de riesgo	0,66%	Tasa libre de riesgo	0,66%
Beta desapalancada	0,49x	Beta desapalancada	0,49x
Beta apalancada	2,47x	Beta apalancada	0,91x
Prima de riesgo de mercado	11,50%	Prima de riesgo de mercado	11,50%
Prima adicional por tipo de negocio	6,10%	Prima adicional por tipo de negocio	6,10%
Coste del Capital	35,18%	Coste del Capital	17,27%
Coste medio deuda Montseny	2,97%	Coste medio deuda	3,58%
Tasa impositiva	25,00%	Spread	2,92%
Coste de la Deuda	2,23%	Tasa impositiva	25,00%
E / (D+E)	15,73%	Coste de la Deuda	2,69%
D / (D+E)	84,27%	E / (D+E)	46,72%
WACC	7,41%	D / (D+E)	53,28%
		WACC	9,50%

Tabla 12- Composición de la tasa de descuento WACC para el ejercicio 2019 de las dos perspectivas del estudio

La valoración de la compañía se realizó en base a tres escenarios de futuro: escenario Montseny, escenario Optimista y escenario Realista. Estos tres escenarios muestran una evolución de las principales variables financieras muy diferenciadas, propiciando que el desarrollo a 5 años vista sea muy diferente en cada uno de ellos. A pesar de existir estas diferencias, se plantearon las siguientes variables idénticas para todos los escenarios (Tabla 13):

Variables Compartidas	
Último ejercicio cerrado	2019
Tasa descuento WACC Montseny	7,41%
Tasa descuento WACC Sector	9,50%
Tasa de crecimiento a perpetuidad	0,5%
Tasa Impositiva	25,00%

Tabla 13- Variables compartidas en todos los escenarios para la valoración de Montseny

3.3.1. Escenario Montseny

La fase de entrevistas mantenida con la dirección financiera de Montseny sirvió para solicitar las previsiones de futuro para los próximos ejercicios. La empresa informó que no disponía de ninguna previsión realizada a largo plazo, sino que centraba sus esfuerzos en la gestión a corto y medio plazo. Finalmente, la empresa decidió informar de las expectativas para los próximos cinco ejercicios, indicando que estas previsiones estaban basadas en los deseos del Consejo de Administración. Estas previsiones consistían en duplicar la cifra de negocio en tres años, manteniendo el mismo crecimiento para los dos últimos ejercicios. El crecimiento de los costes

fijos y variables irían acorde al crecimiento de las ventas, a excepción de los costes de personal que crecerían a un 3% anual. Por último, la tasa de amortización crecería a un ritmo superior al de las ventas, como consecuencia de las previsiones de inversión establecidas por la sociedad.

Hipótesis para las Proyecciones del Escenario Montseny						
Magnitudes Financieras	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Crecimiento Ventas	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Crecimiento otros ingresos	26%	26%	26%	26%	26%	26%
Costes de aprovisionamiento s/ventas	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Crecimiento Costes de personal	30%	3%	3%	3%	3%	3%
Otros gastos de explotación s/ventas	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Deterioro s/ventas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Amortización s/ventas	9%	10%	10%	11%	11%	12%
Gasto Financiero s/ventas	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Tabla 14- Hipótesis para las proyecciones del escenario de Montseny 2020-24

En la Tabla 14, se detalla numéricamente todas las hipótesis planteadas por el Consejo de Administración de Montseny. El crecimiento esperado de las ventas y de los costes para este escenario fue del 26% anual, excluyendo los costes de personal que tan solo incrementaron un 3% anual. Con los datos de la tabla se procedió a elaborar las cuentas de resultado proyectadas para el período 2020-2024 (Tabla 15).

Proyecciones del PyG						
<i>Datos en Euros</i>						
Cuentas de Resultados Previsionales	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Importe neto de la cifra de negocios	1.156.918	1.457.717	1.836.724	2.314.272	2.915.982	3.674.138
Otros ingresos de explotación	171	215	271	341	430	542
Aprovisionamientos	-417.032	-525.460	-662.080	-834.220	-1.051.117	-1.324.408
Margen Bruto	740.057	932.472	1.174.915	1.480.393	1.865.295	2.350.272
Gastos de personal	-352.789	-363.373	-374.274	-385.503	-397.068	-408.980
Otros gastos de explotación	-308.364	-388.538	-489.558	-616.844	-777.223	-979.301
Total Gastos de Explotación	-661.153	-751.912	-863.833	-1.002.346	-1.174.291	-1.388.281
EBITDA	78.904	180.561	311.082	478.047	691.004	961.991
Amortización	-163.298	-178.877	-196.836	-217.582	-241.603	-269.484
Deterioros	1.107	4.227	5.326	6.711	8.456	10.655
Resultado de Explotación o BAI	-83.287	5.911	119.573	267.176	457.857	703.161
Ingresos financieros	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	-20.671	-26.045	-32.817	-41.350	-52.101	-65.647
Resultado Financiero	-20.671	-26.045	-32.817	-41.350	-52.101	-65.647
Resultado Antes de Impuestos o BAI	-103.958	-20.134	86.755	225.826	405.756	637.515
Impuesto sobre beneficios	25.990	5.034	-21.689	-56.456	-101.439	-159.379
Resultado del Ejercicio o BN	-77.969	-15.101	65.067	169.369	304.317	478.136

Tabla 15- Cuentas de resultados previsionales del escenario Montseny 2020-24

Los resultados previsionales muestran cómo Montseny lograría revertir la situación de pérdidas a partir del ejercicio 2021. El elevado incremento de las ventas ligado a la estabilización de los costes de personal provocaría un crecimiento exponencial de los resultados contables.

Con las cuentas de resultado previsionales elaboradas, se procedió a calcular el valor de los FCL (Tabla 16). Los FCL obtenidos para los próximos 5 ejercicios fueron positivos mostrando la capacidad que tiene Montseny para generar tesorería. El valor residual aplicado sobre el FCL del 2024 también ha sido positivo. El incremento del CAPEX y del NOF va acorde al crecimiento de las ventas. El valor de estas inversiones se calculó a raíz de un estudio de sus datos históricos (Tabla Suplementaria 5) y de la confirmación por parte de la empresa de una inversión realizada en sus instalaciones (75.000€) para el ejercicio 2020.

Datos en Euros

Proyecciones de Flujos de Caja	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	
Resultado de Explotación o BAI	-83.287	5.911	119.573	267.176	457.857	703.161	
Impuestos s/ Resultado de explotación	25.990	5.034	-21.689	-56.456	-101.439	-159.379	
Resultado de Explotación Neto de Impuestos	-57.298	10.945	97.884	210.719	356.418	543.783	
(+) Amortizaciones	163.298	178.877	196.836	217.582	241.603	269.484	
Flujo de caja bruto (FCB)	106.000	189.821	294.720	428.302	598.022	813.267	
Necesidades operativas de financiación (NOF)	-	-33.456	-42.155	-53.115	-66.925	-84.326	
Inversiones netas (CAPEX)	-	-75.000	-46.515	-58.608	-73.846	-93.047	
Flujo de caja libre (FCL)	106.000	81.365	206.050	316.578	457.250	635.895	
							Valor Residual
							WACC M 9.244.548
							WACC S 7.101.356

Tabla 16- Flujos de caja libre para el escenario Montseny 2020-24

3.3.2. Escenario Optimista

El análisis cualitativo y cuantitativo realizado sobre la sociedad facilitó la creación de unas previsiones financieras para los próximos ejercicios. Las hipótesis formuladas para realizar dichas previsiones, se establecieron a través del estudio de la cuenta anuales, revisando la evolución de cada partida en el período 2011-19, y teniendo en cuenta las expectativas de crecimiento del sector. Asimismo, estas hipótesis se formularon sin incluir el efecto Covid-19, y se centraron exclusivamente en la evolución histórica de la sociedad. Las variables financieras proyectadas incluían un crecimiento de las ventas del 15% anual acorde al crecimiento mostrado en los años anteriores. Los aprovisionamientos y las amortizaciones se mantuvieron estables respecto a las ventas, ya que se consideró difícil poder conseguir mejores precios de abastecimiento y no se esperaban grandes inversiones en los próximos años. Por último, se decidió reducir el peso del coste de personal y los otros gastos de explotación respecto a las ventas en un 1% anual. Esta decisión se fundamentó en la capacidad real de aumentar la producción durante los primeros ejercicios, sin necesidad de contratar a nuevos empleados. A

pesar de esta reducción inicial, la previsión contempló una necesidad real de contratación en el largo plazo. Respecto a los costes de estructura, se procedió a analizar exhaustivamente su composición para detectar los costes que no estaban relacionados con las ventas: alquileres, seguros, abogados y asesores, entre otros. Por ello, se decidió proyectar un crecimiento de los costes estructurales por debajo del mostrado en las ventas.

Hipótesis para las Proyecciones del Escenario Optimista						
Magnitudes Financieras	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Crecimiento Ventas	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Crecimiento otros ingresos	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Costes de aprovisionamiento s/ventas	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Costes de personal s/ventas	30%	29%	28%	27%	26%	25%
Otros gastos de explotación s/ventas	27%	26%	25%	24%	23%	22%
Deterioro s/ventas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Amortización s/ventas	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Gasto Financiero s/ventas	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Tabla 17- Hipótesis para las proyecciones del escenario Optimista 2020-24

En la Tabla 17, se detalla numéricamente todas las hipótesis planteadas a través del estudio histórico de las cuentas anuales de Montseny. El crecimiento esperado de las ventas y de los aprovisionamientos fue del 15% anual, mientras que los costes de personal y otros gastos de explotación redujeron un 5% su peso respecto a las ventas. Con los datos de la tabla se procedió a elaborar las cuentas de resultado proyectadas para el período 2020-2024 (Tabla 18).

Proyecciones del PyG						
<i>Datos en Euros</i>						
Cuentas de Resultados Previsionales	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Importe neto de la cifra de negocios	1.156.918	1.330.456	1.530.025	1.759.528	2.023.458	2.326.976
Otros ingresos de explotación	171	196	226	259	298	343
Aprovisionamientos	-417.032	-479.586	-551.524	-634.253	-729.391	-838.800
Margen Bruto	740.057	851.066	978.726	1.125.535	1.294.365	1.488.520
Gastos de personal	-352.789	-392.403	-435.964	-483.763	-536.093	-593.237
Otros gastos de explotación	-308.364	-341.314	-377.211	-416.197	-458.392	-503.881
Total Gastos de Explotación	-661.153	-733.717	-813.174	-899.960	-994.485	-1.097.118
EBITDA	78.904	117.349	165.551	225.575	299.880	391.402
Amortización	-163.298	-178.060	-194.157	-211.709	-230.847	-251.716
Deterioros	1.107	3.858	4.437	5.103	5.868	6.748
Resultado de Explotación o BAI	-83.287	-56.853	-24.168	18.969	74.901	146.434
Ingresos financieros	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	-20.671	-23.772	-27.337	-31.438	-36.154	-41.577
Resultado Financiero	-20.671	-23.772	-27.337	-31.438	-36.154	-41.577
Resultado Antes de Impuestos o BAI	-103.958	-80.625	-51.506	-12.469	38.747	104.858
Impuesto sobre beneficios	25.990	20.156	12.876	3.117	-9.687	-26.214
Resultado del Ejercicio o BN	-77.969	-60.469	-38.629	-9.352	29.061	78.643

Tabla 18- Cuentas de resultados previsionales del escenario Optimista 2020-24

Los resultados previsionales muestran cómo Montseny lograría revertir la situación de pérdidas a partir del ejercicio 2023. El notable crecimiento de las ventas junto a una mejor gestión de los costes provocaría un incremento gradual de los resultados contables.

Con las cuentas de resultado previsionales elaboradas se procedió a calcular el valor de los FCL (Tabla 19). Los FCL obtenidos para los próximos 5 ejercicios fueron positivos mostrando la capacidad que tiene Montseny para generar tesorería. El valor residual aplicado sobre el FCL del 2024 también fue positivo. El incremento del CAPEX y del NOF va acorde al crecimiento de las ventas.

Datos en Euros

Proyecciones de Flujos de Caja	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	
Resultado de Explotación o BAI	-83.287	-56.853	-24.168	18.969	74.901	146.434	
Impuestos s/ Resultado de explotación	25.990	20.156	12.876	3.117	-9.687	-26.214	
Resultado de Explotación Neto de Impuestos	-57.298	-36.697	-11.292	22.086	65.214	120.220	
(+) Amortizaciones	163.298	178.060	194.157	211.709	230.847	251.716	
Flujo de caja bruto (FCB)	106.000	141.363	182.865	233.795	296.061	371.935	
Necesidades operativas de financiación (NOF)	-	-30.536	-35.116	-40.383	-46.441	-53.407	
Inversiones netas (CAPEX)	-	-75.000	-38.747	-44.560	-51.244	-58.930	WACC M
Flujo de caja libre (FCL)	106.000	35.828	109.002	148.852	198.377	259.599	WACC S
							Valor residual
							3.774.007
							2.899.067

Tabla 19- Flujos de caja libre para el escenario Optimista 2020-24

3.3.3. Escenario Realista

Para la creación de unas previsiones financieras para los próximos ejercicios bajo un escenario realista, también se utilizaron los datos procedentes del análisis cualitativo y cuantitativo de la sociedad. Las hipótesis formuladas se establecieron a través del estudio de las cuentas anuales, revisando la evolución mostrada de cada partida en el período 2011-19, y teniendo en cuenta las expectativas de crecimiento del sector. En este caso, las hipótesis formuladas incluyeron el efecto Covid-19 mostrando el impacto real sobre los dos primeros ejercicios previsionales. Para medir el efecto de la pandemia, se ha hecho una revisión de los pronósticos de diversos analistas financieros y diversos canales de información. En líneas generales, estos estudios indicaban que la economía española caería alrededor de un 10% para el ejercicio 2020 y se esperaba una recuperación del 5% para el ejercicio 2021. Con estos datos como referencia y, siendo Montseny una empresa cíclica, se decidió reducir las ventas en un 10% en 2020, aumentarlas un 5% en 2021 y se estableció un crecimiento del 10% a partir del tercer ejercicio, siendo esta una cuota más conservadora que la del escenario optimista. Los aprovisionamientos y las amortizaciones se mantuvieron estables respecto a las ventas, ya que se consideró difícil poder conseguir mejores precios de abastecimiento y, además, no se esperaban grandes inversiones

en los próximos años. Por último, se decidió reducir el peso del coste de personal y los otros gastos de explotación respecto a las ventas en un 1% anual, en base a la capacidad real de aumentar la producción durante los primeros ejercicios sin necesidad de contratar a nuevos empleados. A pesar de esta reducción inicial, la previsión contempló una necesidad real de contratación a largo plazo. Respecto a los costes de estructura, se procedió a analizar exhaustivamente su composición para detectar los costes que no estaban relacionados con las ventas: alquileres, seguros, abogados y asesores, entre otros. De la misma forma que en el escenario anterior, se decidió proyectar un crecimiento de los costes estructurales por debajo del mostrado en las ventas.

Hipótesis para las Proyecciones del Escenario Realista						
Magnitudes Financieras	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Crecimiento Ventas	15%	-10%	5%	10%	10%	10%
Crecimiento otros ingresos	15%	-10%	5%	10%	10%	10%
Costes de aprovisionamiento s/ventas	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Costes de personal s/ventas	30%	29%	28%	27%	26%	25%
Otros gastos de explotación s/ventas	27%	26%	25%	24%	23%	22%
Deterioro s/ventas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Amortización s/ventas	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Gasto Financiero s/ventas	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Tabla 20- Hipótesis para las proyecciones del escenario Realista 2020-24

En la Tabla 20, se detalla numéricamente todas las hipótesis planteadas a través del estudio histórico de las cuentas anuales de Montseny. El crecimiento promedio esperado de las ventas y de los aprovisionamientos fue del 5% anual, mientras que los costes de personal y otros gastos de explotación redujeron un 5% su peso respecto a las ventas. Con los datos de la tabla se procedió a elaborar las cuentas de resultado proyectadas para el período 2020-2024 (Tabla 21).

Proyecciones del PyG						
<i>Datos en Euros</i>						
Cuentas de Resultados Previsionales	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Importe neto de la cifra de negocios	1.156.918	1.041.227	1.093.288	1.202.617	1.322.878	1.455.166
Otros ingresos de explotación	171	154	161	177	195	215
Aprovisionamientos	-417.032	-375.329	-394.095	-433.504	-476.855	-524.540
Margen Bruto	740.057	666.052	699.354	769.290	846.218	930.840
Gastos de personal	-352.789	-307.098	-311.520	-330.646	-350.482	-370.979
Otros gastos de explotación	-308.364	-267.115	-269.538	-284.466	-299.683	-315.100
Total Gastos de Explotación	-661.153	-574.213	-581.058	-615.112	-650.166	-686.079
EBITDA	78.904	91.838	118.296	154.178	196.053	244.762
Amortización	-163.298	-168.219	-168.219	-173.288	-173.288	-178.509
Deterioros	1.107	3.020	3.171	3.488	3.836	4.220
Resultado de Explotación o BAI	-83.287	-73.361	-46.752	-15.622	26.602	70.472
Ingresos financieros	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	-20.671	-18.604	-19.534	-21.488	-23.636	-26.000
Resultado Financiero	-20.671	-18.604	-19.534	-21.488	-23.636	-26.000
Resultado Antes de Impuestos o BAI	-103.958	-91.965	-66.287	-37.110	2.965	44.472
Impuesto sobre beneficios	25.990	22.991	16.572	9.277	-741	-11.118
Resultado del Ejercicio o BN	-77.969	-68.974	-49.715	-27.832	2.224	33.354

Tabla 21- Cuentas de resultados previsionales del escenario Realista 2020-24

Los resultados previsionales muestran cómo Montseny lograría revertir la situación de pérdidas a partir del ejercicio 2023. El impacto negativo de la pandemia ha provocado una notable desaceleración del crecimiento de ventas histórico. El resultado global de los cinco ejercicios es de pérdidas contables.

Con las cuentas de resultado previsionales elaboradas se procedió a calcular el valor de los FCL (Tabla 22). Los FCL obtenidos para los próximos 5 ejercicios fueron positivos mostrando la capacidad que tiene Montseny para generar tesorería. El valor residual aplicado sobre el FCL del 2024 también fue positivo. El incremento del CAPEX y del NOF va acorde al crecimiento promedio de las ventas.

<i>Datos en Euros</i>						
Proyecciones de Flujos de Caja	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024
Resultado de Explotación o BAI	-83.287	-73.361	-46.752	-15.622	26.602	70.472
Impuestos s/ Resultado de explotación	25.990	22.991	16.572	9.277	-741	-11.118
Resultado de Explotación Neto de Impuestos	-57.298	-50.370	-30.181	-6.345	25.860	59.354
(+) Amortizaciones	163.298	168.219	168.219	173.288	173.288	178.509
Flujo de caja bruto (FCB)	106.000	117.849	138.038	166.943	199.148	237.864
Necesidades operativas de financiación (NOF)	-	-27.880	-29.274	-30.738	-32.275	-33.889
Inversiones netas (CAPEX)	-	-75.000	-32.302	-33.917	-35.613	-37.393
Flujo de caja libre (FCL)	106.000	14.969	76.462	102.288	131.260	166.582
					WACC M	Valor residual 2.421.738
					WACC S	1.860.299

Tabla 22- Flujos de caja libre para el escenario Realista 2020-24

4. Valoración de la Empresa

Se ha realizado la valoración de Montseny según los tres métodos seleccionados, aplicando los criterios establecidos en los apartados anteriores y en base a los diferentes escenarios planteados.

4.1. Valoración de la Empresa mediante el Valor Contable

Balance Montseny	2.019		
Total Activo	1.014.530 €	EV o Valor Activo	1.014.530 €
Total Patrimonio Neto	159.585 €	Valor Contable	159.585 €
Total Pasivo	854.945 €		

Tabla 23- Valoración de la empresa según el método de valor contable 2019

La Tabla 23, detalla la estructura patrimonial de Montseny a finales del ejercicio 2019. Estas masas patrimoniales se utilizaron para calcular el valor de la empresa (Activo) y el valor contable (Patrimonio Neto). El valor de la empresa se estableció en 1.014.530€, mientras que el valor contable se fijó en 159.586€. La valoración de la empresa usando este método del valor contable fue la que mostró unos valores más bajos, siendo lo esperable al utilizar datos estáticos de un instante temporal concreto.

4.2. Valoración de la Empresa mediante los Múltiplos Comparables

Datos en Euros

Valoración según Múltiplos			
Múltiplos	Ventas	EBITDA	PER
Importe de la Variable 2019	1.156.918	78.904	-77.968
Multiplo Búrsatil de Empresas del Sector 2019	2,59x	20,83x	23,64x
Resultado	2.996.419	1.643.394	-1.842.902
Descuento Hair Cut	40,00%	40,00%	40,00%
Valor de la Empresa o EV	1.797.851	986.036	-
Deuda Financiera Neta	586.747	586.747	-
Deudas con entidades de crédito	691.631	691.631	-
Tesorería de la empresa	104.884	104.884	-
Valor de las inversiones financieras a corto plazo	-	-	-
Recursos No Afectos u Ociosos	-	-	-
Valor del Patrimonio Neto	1.211.104	399.289	-

Tabla 24- Valoración de la empresa según el método de múltiplos comparables 2019

La Tabla 24, muestra los resultados de la valoración mediante múltiplos comparables. Los beneficios netos para el ejercicio 2019 fueron negativos, lo que imposibilitó la valoración mediante el múltiplo del PER. La valoración según el múltiplo de Ev/Ventas otorgó a la

empresa un valor de la compañía (Activo) de 1.797.851€. En cambio, según el múltiplo Ev/EBITDA este valor se estableció en 986.036€. El análisis cuantitativo y cualitativo de Montseny puso de manifiesto que no hay una gestión eficiente de los costes de estructura de la empresa. El múltiplo de ventas no tiene en cuenta estos costes, a diferencia del múltiplo EBITDA. Es por esto que existe una diferencia tan marcada entre ambos métodos de valoración. Esta diferencia es aún mayor en el caso del valor del patrimonio neto, que fue de 1.211.104€ según el múltiplo de ventas y de 399.289€ según el múltiplo EBITDA. El valor del patrimonio neto surge de la diferencia entre el valor de la compañía y de su deuda financiera neta, que es la diferencia entre el total de deuda externa con coste y la tesorería de la empresa.

4.3. Valoración de la Empresa mediante el Descuento de Flujos de Caja

4.3.1. Valoración mediante la WACC Montseny

Los resultados expuestos en la Tabla 25 muestran la valoración obtenida en cada escenario planteado mediante el método de descuento de flujos de caja. Los FCL definidos para cada escenario fueron actualizados utilizando la tasa de descuento WACC Montseny. El valor residual tiene aplicado un *Hair-cut* del 40% para corregir el importe de la renta perpetua a un valor más realista. Esta tasa WACC aplicada será de interés especialmente para la dirección de la sociedad.

Datos en Euros

Valoración según WACC Montseny	E. Montseny	E. Optimista	E. Realista
Valor actual flujos de caja anuales	1.307.131	637.286	450.465
Valor residual del último flujo de caja	3.879.297	1.583.689	1.016.236
Valor de la Empresa o EV	5.186.428	2.220.975	1.466.700
Deuda Financiera Neta	586.747	586.747	586.747
Deudas con entidades de crédito	691.631	691.631	691.631
Tesorería de la empresa	104.884	104.884	104.884
Valor de las inversiones financieras a corto plazo	-	-	-
Recursos No Afectos u Ociosos	-	-	-
Valor del Patrimonio Neto	4.599.680	1.634.228	879.953

Tabla 25- Valoración de la empresa según el método de descuento de flujos de caja para el WACC Montseny 2019

Para el escenario Montseny, la valoración según el descuento de flujos de caja otorgó a la empresa un valor de la compañía (Activo) de 5.186.428€. En cambio, para el escenario Optimista y el Realista este valor se estableció en 2.220.975€ y 1.466.700€, respectivamente. El crecimiento de las ventas definido para cada uno de los escenarios es la causa principal de la

gran diferencia que se observa entre los valores obtenidos. En concreto, el valor es 5 veces mayor en el escenario con un mayor crecimiento (escenario Montseny) respecto al de menor crecimiento (escenario Realista). Esta diferencia es menor en la comparación entre el escenario Optimista y el Realista. De la misma manera que en la valoración por el método de múltiplos, se ha descontado la deuda neta financiera sobre el valor de la compañía para lograr el valor del patrimonio neto para cada escenario: 4.599.680€ para el escenario Montseny, 1.634.228€ para el escenario Optimista y de 879.953€ para el escenario Realista.

4.3.2. Valoración mediante la WACC Sector

Para obtener una valoración orientada a un posible inversor externo, se ha aplicado el método de descuento de flujos de caja para cada escenario usando la tasa de descuento WACC Sector (Tabla 26). De la misma manera que en la valoración anterior, se ha aplicado un *Hair-cut* del 40% para transformar el importe de la renta perpetua en un valor más realista.

Datos en Euros

Valoración según WACC Sector	E. Montseny	E. Optimista	E. Realista
Valor actual flujos de caja anuales	1.201.189	589.870	418.701
Valor residual del último flujo de caja	2.979.947	1.216.538	780.639
Valor de la Empresa o EV	4.181.136	1.806.408	1.199.340
Deuda Financiera Neta	586.747	586.747	586.747
Deudas con entidades de crédito	691.631	691.631	691.631
Tesorería de la empresa	104.884	104.884	104.884
Valor de las inversiones financieras a corto plazo	-	-	-
Recursos No Afectos u Ociosos	-	-	-
Valor del Patrimonio Neto	3.594.389	1.219.660	612.592

Tabla 26- Valoración de la empresa según el método de descuento de flujos de caja para el WACC Sector 2019

La valoración según el descuento de flujos de caja con el WACC del sector otorgó a la empresa un valor de la compañía (Activo) de 4.181.136€ para el escenario Montseny, de 1.806.408€ para el escenario Optimista y de 1.199.340€ para el escenario realista. En este caso, la diferencia entre el escenario con mayor (escenario Montseny) y menor crecimiento (escenario Realista) es de aproximadamente 4 veces. Esta diferencia es menor en la comparación entre el escenario Optimista y el Realista. De la misma manera que en la valoración por el método de múltiplos, se ha descontado la deuda neta financiera sobre el valor de la compañía para lograr el valor del patrimonio neto para cada escenario: 3.594.389€ para el escenario Montseny, 1.219.660€ para el escenario Optimista y de 612.592€ para el escenario Realista.

5. Discusión

En este estudio se ha realizado un análisis integral y una valoración de la microcervecería artesanal Montseny. La empresa estudiada se distingue por la elaboración de productos de proximidad, de alta calidad y con un sello de empresa responsable, que le ha permitido lograr un excelente posicionamiento en el mercado catalán. Junto al reconocimiento de marca, las grandes expectativas de crecimiento del sector indican que la compañía tiene un gran potencial de crecimiento de cara al futuro. Sin embargo, actualmente la compañía está atravesando un momento complicado por las pérdidas registradas durante el último ejercicio. El análisis realizado ha puesto de manifiesto diversos puntos que podrían haber influido directa o indirectamente en estos resultados.

En primer lugar, la planificación comercial no ha logrado los resultados deseados. El contrato firmado en el último ejercicio supuso una importante reducción de los precios en sus dos canales de distribución principales. En consecuencia, el importe de las ventas se redujo, afectando directamente al margen bruto de la sociedad. A este factor, se le suma la elevada dependencia de su principal canal de distribución, las grandes superficies. Aunque esto no se ve reflejado directamente en el resultado del último ejercicio, comporta un riesgo elevado para los próximos ejercicios, ya que la pérdida de alguno de los clientes principales de este canal de distribución supondría una disminución importante de la cifra de negocios.

Desde el punto de vista de la gestión de los activos, los análisis realizados muestran que las instalaciones productivas se están usando solamente alrededor de un 50-60% de su capacidad. El hecho de que no se esté usando la plena capacidad operativa implica que no se está sacando el máximo provecho de las inversiones realizadas en años anteriores. Sin embargo, la infrautilización de estos activos permitiría aumentar la producción ante un supuesto crecimiento de las ventas en un futuro, sin la necesidad de hacer una nueva inversión en sus activos.

Por último, en el ámbito financiero de la compañía hay que destacar varios factores. Por un lado, las deudas externas representan el 82% de la financiación utilizada por la sociedad, con un importante peso de las deudas externas con coste financiero. Basar la financiación de la actividad a través del coste supone un gran riesgo para la compañía, ya que la obligación de pago permanece a pesar de que no se consigan resultados positivos. Otro factor clave para el mal resultado de la sociedad ha sido la gestión ineficiente de los costes de estructura para este último ejercicio, ya que los costes han incrementado a pesar del descenso de las ventas. Finalmente, destacan los elevados porcentajes de amortización aplicados, que influyen

directamente en el resultado negativo del ejercicio. A pesar de que las altas amortizaciones suponen un mayor coste para la compañía, a la práctica no implican una salida real de efectivo, lo que confirma la capacidad de generar tesorería de la compañía.

Esta situación complicada que afronta actualmente la compañía ha propiciado cierta inquietud entre los miembros del Consejo de Administración. Entre las opciones que baraja la dirección de la sociedad, está la venta de la compañía a un inversor externo y, por ello, en este trabajo se ha realizado una valoración integral de la compañía. Para llevarla a cabo, se han aplicado distintos métodos que, en todos los casos, tienen en cuenta el tamaño de la empresa y la temporalidad de sus datos financieros: el método del valor contable, el método de múltiplos de empresas comparables y el método de descuento de flujos de caja.

En primer lugar, se ha realizado una valoración mediante el método del valor contable. El valor del patrimonio obtenido con este método es bajo, ya que está altamente afectado por el mal resultado registrado durante el último ejercicio. Además, este método solamente emplea las cuentas anuales de la sociedad en el momento de la valoración sin tener en cuenta las perspectivas futuras, es decir, es un modelo estático. Por esto, se ha descartado la cifra obtenida con este método como posible valor de la empresa.

En segundo lugar, se ha realizado la valoración de la compañía mediante el método de múltiplos comparables. En este caso, el valor del patrimonio de la sociedad difiere notablemente según el múltiplo aplicado, que es mayor con el múltiplo de ventas que con el múltiplo del EBITDA. Esta valoración pone de manifiesto que la sociedad es capaz de lograr un buen volumen de ventas, pero que los costes de estructura no se están gestionando de forma eficiente, lo que conlleva que el valor del patrimonio sea menor en el caso del EBITDA. Aunque estos resultados son interesantes y reflejan la cuenta de resultados de Montseny, existe una gran diferencia de tamaño con las empresas comparables. Es por ello que se ha descartado el importe obtenido con este método para establecer el valor real de la compañía, aunque se tendrá en cuenta a modo orientativo en la valoración final.

En tercer lugar, se ha realizado la valoración mediante el método de descuento de flujos de caja, aplicando dos tasas de descuento WACC. La primera es útil para la dirección de Montseny y se ha creado a partir de los datos propios de la sociedad, mientras que la segunda está enfocada a un posible inversor externo y se ha calculado usando el coste medio de la deuda española y la estructura financiera de las empresas comparables. La utilización de estos dos puntos de vista permite hacer una valoración desde la perspectiva tanto del vendedor como del comprador.

Además, para hacer una valoración más completa, se han aplicado estas dos tasas teniendo en cuenta tres escenarios diferenciados de futuro. En el escenario Montseny se han tenido en cuenta los deseos y expectativas de futuro planteados por el Consejo de Administración de Montseny. Este escenario no se fundamenta en ningún estudio analítico y es el que plantea un crecimiento anual de las ventas más alcista. El escenario Optimista se basa en el estudio histórico de las cuentas anuales para hacer una proyección de la cuenta de resultados para los próximos cinco años. A principios del año 2020 estalló una pandemia mundial por la aparición de un nuevo coronavirus causante de la Covid-19, que está gestando una recesión a nivel mundial que ya ha sido bautizada por el FMI como “El Gran Confinamiento”. El escenario Realista se ha creado para tener en cuenta el posible impacto de la pandemia sobre la proyección de las cuentas de resultado para los próximos cinco años. Tanto el escenario Optimista como el escenario Realista plantean un crecimiento inferior al mostrado en las ventas. Como era de esperar, el escenario Realista es el más conservador y el que plantea un menor crecimiento para la sociedad. De la misma manera, el valor de la compañía difiere entre los tres escenarios, siendo mayor en el escenario Montseny, seguido por el escenario Optimista y por último el escenario Realista; tanto en la valoración con la tasa WACC Montseny como con la tasa WACC Sector. En los tres escenarios, el importe final es mayor al usar la WACC Montseny. Entendiendo que realmente el mayor interesado en la valoración de la empresa es un potencial inversor externo, se han descartado las valoraciones logradas a través de esta tasa. Además, la Ke de la WACC Sector es más ajustada a la rentabilidad esperada por un inversor. Teniendo en cuenta que durante el periodo transcurrido del ejercicio 2020 las ventas se han mantenido planas, el crecimiento planteado en el escenario Montseny es difícilmente alcanzable. Es por esto que, finalmente, se ha excluido este escenario para la valoración final.

En definitiva, tras haber aplicado todos estos criterios, se ha considerado que el método de descuento de flujos de caja es el que define el valor actual de la sociedad de la forma más realista, al incorporar un mayor número de variables en el estudio. Para definir esta valoración se ha optado por la tasa WACC sector en el marco de los escenarios Optimista y Realista. Por otro lado, se han tenido en cuenta los resultados mediante múltiplos comparables para la definición del valor del patrimonio real de la sociedad. El valor bajo del múltiplo EBITDA sugiere que el valor obtenido en el escenario Realista es el que se aproxima más al valor real de la compañía.

Valorando estos datos en conjunto, consideramos que el valor del patrimonio de la compañía Montseny puede oscilar entre los 600.000€ y 800.000€. Creemos que este rango se ajusta a la realidad de la compañía, que dispone de un gran potencial de crecimiento gracias a su producto único y de alta calidad, si consigue corregir los riesgos financieros en el corto plazo con tal de no afrontar nuevamente situaciones adversas en el futuro.

6. Referencias Bibliográficas

Cervesa del Montseny. (2016).

<https://cervesamontseny.cat>

Gremi d'elaboradors de cervesa artesanal i natural. Estado de la cerveza artesana en Cataluña.(2018).

<https://www.beer-events.com/wp-content/uploads/2019/07/ESTAT-DE-LA-CERVESA-ARTESANA-2018-CAST.pdf>

Sabi - Inicio. (2019).

<https://sabi.bvdinfo.com/version-2020417/SSOLogin.serv?product=sabineo&loginpostback=true&ssotoken=XMZ8CAb3F%2fIb%2fauqwgVFAg%3d%3d>

Refinitiv Eikon Reuters (2020).

<https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>

Damodaran Online. (2020).

<http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/>

Yahoo! Finanzas. (2020).

https://es.finance.yahoo.com/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAMLfrxLdDHoorRxG0bfEjbyOaeI86m5S16-HGJ8H2Q1VhHVSxtQ2AzW9wNURs5fZqQou7LeQu2zdBmsJwwssQLVr-P6mhfqxrl6bEuYrTD5bNkToNAksVGMpf7ALCpUsErsWnLBq4FvViEyZqiPtr-abO4ieRkgH9wDn3scBydi

Investing.com. (2020).

<https://es.investing.com/>

Informe trimestral de la economía española 01/2020. Banco de España. (2020).

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/20/T1/descargar/Fich/be2001-it.pdf>

Risk Premium Report 2012. (2012). DUFF & PHELPS.

<https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/valuation/2012-risk-premium-report-excerpt-dp.pdf>

Risk Premium Report 2012. (2012). DUFF & PHELPS.

<https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/valuation/2012-risk-premium-report-excerpt-dp.pdf>

El PIB de España cae un 5,2% en el primer trimestre. (2020).

<https://datosmacro.expansion.com/pib/espana>

Bono español a 10 años Enero 2020. (2020).

<https://datosmacro.expansion.com/bono/espana?dr=2020-01>

Informe trimestral de la economía española 01/2020. Banco de España. (2020).

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/20/T1/descargar/Fich/be2001-it.pdf>

Seguros de crédito para empresas y pymes - Crédito y Caución. (2018).

<https://www.creditoycaucion.es/es/productos/seguro-credito>

ACCID (2009): "Valoración de empresas: Fundamentos y aplicaciones prácticas", ACCID Profit, Barcelona.

AMAT, O. (2019): "Valoración y compra-venta de empresas", Profit, Barcelona.

AMAT, O. (2017): "Empresas que mienten", ACCID, Barcelona

AMAT, O. (2018): "Análisis Integral de Empresas", Profit, Barcelona

AMAT, O y SOLDEVILA, P (2014): "Contabilidad y gestión de costes". Profit, Barcelona.

AMAT, O. y LLORET, P. (2014): "Avanzado: Cómo lo hacen las mejores empresas", Profit, Barcelona

MENDEZ, A y MULINO M (2020): "Resultado de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre 2019". Boletín Económico Banco de España.

OLSINA, X (2009): "Gestión de Tesorería", Profit, Barcelona

CALLEJA, J. (2019). *El fenómeno de la cerveza artesanal se asienta en España.*

https://elpais.com/sociedad/2019/05/16/actualidad/1558012609_996587.html

ESPAÑON, A. (2017). *15 beneficios de contar con un plan comercial para 2018.*

<https://blog.wearedrew.co/15-beneficios-de-contar-con-un-plan-comercial-para-2018>

FERNÁNDEZ, P y MARTÍNEZ, M y FERNÁNDEZ, I (2019). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019.*

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901

GIMENEZ, S. (2020). *¿Cómo afecta el coronavirus a la economía y los mercados?*

<https://www.rankipro.com/como-afecta-coronavirus-mercado-chino/>

GOZZER, S. (2020). *Los 3 escenarios posibles para la recuperación de la economía tras la pandemia de covid-19.*

<https://www.bbc.com>

RODRIGUEZ, O. (2020). *El Gobierno cree que el PIB caerá este año más de un 9% por el coronavirus.*

<https://www.elindependiente.com/economia/2020/05/01/el-gobierno-preve-una-caida-del-pib-del-92-para-este-ano/>

MAQUEDA, A. (2020). *El Banco de España calcula que la economía caerá este año hasta un 13% y aleja la recuperación en V.*

<https://elpais.com/economia/2020-04-20/el-banco-de-espana-calcula-que-la-economia-caera-este-ano-hasta-un-13-y-aleja-la-recuperacion-en-v.html>

ANEXOS

Datos en Euros

Activo	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
A) Activo no Corriente	186.963	217.275	208.484	219.907	223.686	432.056	608.329	599.834	462.882
I. Inmovilizado intangible	1.762	1.492	1.492	1.492	1.664	3.573	8.241	36.868	5.387
II. Inmovilizado material	165.984	181.692	188.025	197.276	201.656	389.164	537.902	502.220	396.749
III. Inversiones inmobiliarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	400	3.600	3.600	3.600	3.200	3.200	4.400	4.400	4.400
V. Inversiones financieras a largo plazo	6.720	6.720	6.720	16.666	17.166	36.119	57.786	56.346	56.346
VI. Activos por impuesto diferido	12.097	23.771	8.647	873	-	-	-	-	-
VII. Deudores comerciales no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B) Activo Corriente	184.507	153.598	192.216	296.567	306.544	475.191	502.658	671.178	551.648
I. Existencias	45.220	53.110	60.677	84.873	91.791	107.878	176.089	205.147	208.502
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	86.215	59.530	114.795	98.633	127.506	218.701	259.728	307.213	238.262
<i>1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios</i>	65.489	59.343	114.795	98.633	127.501	187.650	251.560	307.213	234.745
<i>a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo</i>	65.489	59.343	114.783	98.627	127.501	187.650	251.560	307.213	234.746
<i>2. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>3. Otros deudores</i>	20.726	187	12	5	5	31.051	8.168	-	3.517
<i>III. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Inversiones financieras a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
V. Periodificaciones a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VI. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	53.072	40.959	16.745	113.061	87.247	148.612	66.842	158.817	104.884
Total Activo (A+B)	371.470	370.873	400.700	516.475	530.230	907.247	1.110.987	1.271.012	1.014.530

Tabla Suplementaria 1A. Balance de situación de la compañía durante el período 2011-2019: Activo

Patrimonio Neto y Pasivo	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
A) Patrimonio Neto	202.565	167.542	212.915	231.699	236.158	263.048	249.599	277.542	159.585
A-1) Fondos propios	202.565	167.542	212.915	231.699	236.158	263.048	249.599	277.542	159.585
I. Capital	220.550	220.550	220.550	220.550	220.550	220.550	220.550	220.550	220.550
II. Prima de emisión	14.696	14.696	14.696	14.696	14.696	14.696	14.696	14.696	14.696
III. Reservas	3.610	3.610	3.610	3.610	3.610	3.610	11.618	14.353	28.296
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
V. Resultados de ejercicios anteriores	-	-36.291	-71.314	-30.479	-20.957	-8.176	-	-	-
VI. Otras aportaciones de socios	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VII. Resultado del ejercicio	-36.291	-35.023	45.373	23.321	18.259	32.368	2.735	27.944	-103.957
VIII. (Dividendo a cuenta)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A-2) Ajustes en patrimonio neto	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B) Pasivo no Corriente	108.501	154.336	109.771	189.652	186.474	434.926	538.596	691.655	539.436
I. Provisiones a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
II. Deudas a largo plazo	108.501	154.336	109.771	189.652	186.474	434.926	538.596	691.655	539.436
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Pasivos por impuesto diferido	-	-	-	-	-	-	-	-	-
V. Periodificaciones a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VI. Acreedores comerciales no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
C) Pasivo Corriente	60.405	48.996	78.015	95.124	107.597	209.273	322.792	301.815	315.509
I. Provisiones a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
II. Deudas a corto plazo	-	-	-	-	-	92.700	115.861	128.026	152.195
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	60.405	48.996	78.015	95.124	107.597	116.573	206.931	173.789	163.313
<i>1. Proveedores</i>	41.829	23.589	41.150	59.512	44.210	57.456	112.188	75.288	44.310
<i>a) Proveedores a largo plazo</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>b) Proveedores a corto plazo</i>	41.829	23.589	41.150	59.512	44.210	57.455	112.188	75.288	44.310
<i>2. Otros acreedores</i>	18.577	25.407	36.865	35.612	63.388	59.117	94.743	98.501	119.003
V. Periodificaciones a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VI. Deuda con características especiales a corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Patrimonio Neto y Pasivo (A+B+C)	371.470	370.873	400.700	516.475	530.230	907.247	1.110.987	1.271.012	1.014.530

Tabla Suplementaria 1B. Balance de situación de la compañía durante el período 2011-2019: Patrimonio Neto y Pasivo

Datos en Euros

Pérdidas y Ganancias	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
1. Importe neto de la cifra de negocios	356.373	415.033	584.698	633.457	784.838	991.882	1.028.731	1.255.682	1.156.918
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Aprovisionamientos	-133.809	-123.167	-195.512	-198.983	-272.285	-328.129	-327.616	-399.225	-417.032
Margen Bruto	222.564	291.866	389.185	434.474	512.553	663.753	701.115	856.457	739.887
5. Otros ingresos de explotación	38.828	625	19.040	-	-	-	-	126	171
6. Gastos de personal	-129.611	-138.106	-163.116	-195.660	-235.447	-304.482	-316.047	-355.907	-352.789
7. Otros gastos de explotación	-137.354	-158.995	-145.900	-165.141	-194.422	-247.149	-266.733	-298.123	-308.364
8. Amortización del inmovilizado	-35.268	-39.178	-35.872	-39.383	-52.668	-71.180	-102.936	-146.001	-163.298
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras .	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10. Excesos de provisiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	720	2.321	1	525	2	11.084	5.341	437	1.107
12. Otros resultados	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A) Resultado de Explotación o BAII (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12)	-40.121	-41.466	63.339	34.814	30.018	52.026	20.740	56.988	-83.287
13. Ingresos financieros	3	3	57	25	25	258	-	-	-
a) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	-	-	-	-	-	-	-	-	-
b) Otros ingresos financieros	3	3	57	25	25	258	-	-	-
14. Gastos financieros	-4.979	-4.228	-1.978	-2.793	-5.134	-8.675	-16.756	-19.505	-20.559
15. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	-	-1.005	-920	-696	-563	-451	-338	-225	-112
16. Diferencias de cambio	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-3.292	-	-	-255	-	-	-	-	-
18. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	-	-	-	-	-	-	-	-	-
a) Incorporación al activo de gastos financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-
b) Ingresos financieros derivados de convenios de acreedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-
c) Resto de ingresos y gastos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B) Resultado Financiero (13+14+15+16+17+18)	-8.267	-5.231	-2.842	-3.719	-5.672	-8.869	-17.094	-19.730	-20.671
C) Resultado Antes de Impuestos o BAI (A+B)	-48.389	-46.697	60.497	31.095	24.345	43.158	3.646	37.258	-103.957
19. Impuestos sobre beneficios	12.097	11.674	-15.124	-7.774	-6.086	-10.789	-912	-9.315	25.989
D) Resultado del Ejercicio o BN (C+19)	-36.291	-35.023	45.373	23.321	18.259	32.368	2.735	27.944	-77.968
Cash Flow Económico	-1.743	1.834	81.243	62.180	70.926	92.464	100.330	173.508	85.330

Tabla Suplementaria 2. Cuenta de resultados de la compañía durante el período 2011-2019

PyG por Litro de Cerveza - CDirecto

PyG Producto Indv.	IPA	BLAT	NEGRA	MALTA	LUPULUS	ECOLUPULUS	LAGER	MALA VIDA	HIVERNALE	FLORALE	ESTIVAL	CASTANYA	E ESPECIAL
Precio medio Venta	3,63 €	3,17 €	3,53 €	3,37 €	3,24 €	3,58 €	2,66 €	5,27 €	3,20 €	3,47 €	2,11 €	3,84 €	4,08 €
Costes Directo	-0,41 €	-0,22 €	-0,23 €	-0,20 €	-0,27 €	-0,36 €	-0,26 €	-0,52 €	-0,28 €	-0,97 €	-0,42 €	-0,70 €	-0,82 €
Margen Operativo	3,22 €	2,95 €	3,30 €	3,17 €	2,97 €	3,22 €	2,40 €	4,75 €	2,92 €	2,50 €	1,69 €	3,14 €	3,26 €
Costes Indirectos	-2,64 €	-1,44 €	-1,51 €	-1,32 €	-1,75 €	-2,37 €	-1,69 €	-3,37 €	-1,84 €	-6,32 €	-2,71 €	-4,55 €	-5,34 €
Resultado de Explotación	0,58 €	1,51 €	1,78 €	1,85 €	1,22 €	0,85 €	0,71 €	1,38 €	1,08 €	-3,81 €	-1,01 €	-1,41 €	-2,08 €

PyG por Litro de Cerveza - CDirecto

PyG con Envase - Litros	IPA	BLAT	NEGRA	MALTA	LUPULUS	ECOLUPULUS	LAGER	MALA VIDA	HIVERNALE	FLORALE	ESTIVAL	CASTANYA	E ESPECIAL
Botella 33cl - Coste Envase	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €	-0,53 €
Total Coste Directo	-0,94 €	-0,76 €	-0,77 €	-0,74 €	-0,80 €	-0,90 €	-0,79 €	-1,05 €	-0,82 €	-1,50 €	-0,95 €	-1,23 €	-1,35 €
Margen Operativo	2,69 €	2,41 €	2,76 €	2,63 €	2,44 €	2,68 €	1,87 €	4,22 €	2,38 €	1,97 €	1,16 €	2,61 €	2,73 €
Total Coste Indirecto	-2,64 €	-1,44 €	-1,51 €	-1,32 €	-1,75 €	-2,37 €	-1,69 €	-3,37 €	-1,84 €	-6,32 €	-2,71 €	-4,55 €	-5,34 €
Resultado de Explotación	0,05 €	0,97 €	1,25 €	1,31 €	0,69 €	0,31 €	0,18 €	0,84 €	0,55 €	-4,35 €	-1,55 €	-1,94 €	-2,62 €
Lata 33cl - Coste Envase	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €	-0,40 €
Total Coste Directo	-0,81 €	-0,62 €	-0,63 €	-0,61 €	-0,67 €	-0,77 €	-0,66 €	-0,92 €	-0,68 €	-1,37 €	-0,82 €	-1,10 €	-1,22 €
Margen Operativo	2,82 €	2,55 €	2,90 €	2,76 €	2,57 €	2,81 €	2,00 €	4,35 €	2,52 €	2,10 €	1,29 €	2,74 €	2,86 €
Total Coste Indirecto	-2,64 €	-1,44 €	-1,51 €	-1,32 €	-1,75 €	-2,37 €	-1,69 €	-3,37 €	-1,84 €	-6,32 €	-2,71 €	-4,55 €	-5,34 €
Resultado de Explotación	0,18 €	1,10 €	1,38 €	1,44 €	0,82 €	0,45 €	0,31 €	0,98 €	0,68 €	-4,22 €	-1,42 €	-1,81 €	-2,49 €
Barril 20L - Coste Envase	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €	-0,61 €
Total Coste Directo	-1,01 €	-0,83 €	-0,84 €	-0,81 €	-0,87 €	-0,97 €	-0,87 €	-1,12 €	-0,89 €	-1,58 €	-1,02 €	-1,30 €	-1,43 €
Margen Operativo	2,62 €	2,34 €	2,69 €	2,56 €	2,37 €	2,61 €	1,79 €	4,15 €	2,31 €	1,89 €	1,09 €	2,54 €	2,65 €
Total Coste Indirecto	-2,64 €	-1,44 €	-1,51 €	-1,32 €	-1,75 €	-2,37 €	-1,69 €	-3,37 €	-1,84 €	-6,32 €	-2,71 €	-4,55 €	-5,34 €
Resultado de Explotación	-0,02 €	0,90 €	1,18 €	1,24 €	0,62 €	0,24 €	0,11 €	0,77 €	0,48 €	-4,42 €	-1,62 €	-2,02 €	-2,69 €
Barril 30L - Coste Envase	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €	-0,49 €
Total Coste Directo	-0,90 €	-0,71 €	-0,72 €	-0,69 €	-0,76 €	-0,86 €	-0,75 €	-1,01 €	-0,77 €	-1,46 €	-0,91 €	-1,19 €	-1,31 €
Margen Operativo	2,73 €	2,46 €	2,81 €	2,68 €	2,48 €	2,72 €	1,91 €	4,26 €	2,43 €	2,01 €	1,20 €	2,65 €	2,77 €
Total Coste Indirecto	-2,64 €	-1,44 €	-1,51 €	-1,32 €	-1,75 €	-2,37 €	-1,69 €	-3,37 €	-1,84 €	-6,32 €	-2,71 €	-4,55 €	-5,34 €
Resultado de Explotación	0,09 €	1,01 €	1,29 €	1,35 €	0,73 €	0,36 €	0,22 €	0,89 €	0,59 €	-4,31 €	-1,50 €	-1,90 €	-2,57 €

Tabla Suplementaria 3. Rentabilidades por producto aplicando el sistema de costes por secciones usando los datos del ejercicio 2019

Peer Group - Montseny												
Nº	Empresa	Ticker	País	Moneda	Cap. Bursátil (M)	Cap. Bursátil (M€)	Beta Apalancada (mensual) 5Y	Beta Desapalancada 5Y	Tipo impositivo	E% 5Y	D% 5Y	D/E5Y
1	Royal Unibrew A/S	(CPSE:RBREW)	Dinamarca	DKK	26.550	3.554	0,46x	0,18x	22,00%	34,25 %	65,75 %	191,97%
2	Anheuser-Busch InBev SA/NV	(ENXTBR:ABI)	Bélgica	€	72.500	72.500	1,27x	0,45x	25,00%	29,22 %	70,78 %	242,23%
3	Carlsberg A/S	(CPSE:CARLB)	Dinamarca	DKK	120.750	16.161	0,76x	0,34x	22,00%	38,73 %	61,27 %	158,20%
4	Heineken N.V.	(HEIA.AS)	Holanda	€	41.710	41.710	0,72x	0,29x	25,00%	33,84 %	66,16 %	195,51%
5	Chongqing Brewery Co.	(SHSE:600132)	China	Yen	25.147	206	0,77x	0,37x	25,00%	40,37 %	59,63 %	147,71%
6	La Boston Beer Company, Inc.	(SAM)	EEUU	USD	4.550	4.050	0,79x	0,62x	27,00%	72,15 %	27,85 %	38,60%
7	Molson Coors	(TAP)	EEUU	USD	7.940	7.068	0,91x	0,47x	27,00%	43,30 %	56,70 %	130,95%
8	Craft Brew Alliance	(BREW)	EEUU	USD	322	286	0,74x	0,48x	27,00%	57,55 %	42,45 %	73,76%
9	Gage Roads Brewing Co.	(GRB.AX)	Australia	AUD	63	39	1,59x	1,24x	30,00%	71,09 %	28,91 %	40,67%
							Promedio	0,91x	0,49x	46,72 %	53,28 %	114,03%
							Mediana	0,78x	0,46x	40,37 %	59,63 %	147,71%

Tabla Suplementaria 4. Datos individuales de las empresas comparables seleccionadas para el ejercicio 2019

Variación Fondo de Maniobra Operativo	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	Promedio
Existencias	7.890	7.567	24.197	6.917	16.087	68.211	29.058	3.355	20.410
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	-26.685	55.265	-16.162	28.874	91.195	41.027	47.485	- 68.951	19.006
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	-11.409	29.019	17.109	12.474	8.976	90.358	- 33.142	- 10.476	12.864
NOF	- 7.386	33.812	- 9.074	23.317	98.306	18.880	109.685	- 55.120	26.553

Variación Inversiones en AnC	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	Promedio
I. Inmovilizado intangible	- 270	-	-	172	1.909	4.668	28.627	- 31.481	453
II. Inmovilizado material	15.708	6.333	9.251	4.381	187.508	148.738	- 35.682	-105.471	28.846
CAPEX	15.438	6.333	9.251	4.552	189.417	153.406	- 7.055	-136.952	29.299

Tabla Suplementaria 5. Estudio histórico de la evolución del NOF y el CAPEX del periodo 2011-201