



**“UNIÓN DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON
S.A.A: REPORTE DE VALORACIÓN”**

**Trabajo de Investigación presentado para optar al Grado Académico de Magíster
en Finanzas**

Presentado por

Sra. Cecilia Arce Regal

Sr. Hugo Barba Walters

Sr. Carlos Vilca Varillas

Asesor: Profesor Jorge Lladó Marquez

2015

Dedicamos el presente trabajo a nuestros padres
por su apoyo incondicional.

Agradecemos a todos nuestros profesores y, en especial, al profesor Jorge Lladó Marquez por su orientación, asesoramiento y dedicación.

Índice

Índice de tablas.....	vii
Índice de gráficos	viii
Índice de anexos	ix
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. Descripción del negocio.....	3
1. Líneas de negocio	4
1.1 Cervezas, gaseosas, aguas, bebidas nutritivas y licores	4
1.2 Transporte y otras actividades complementarias	4
2. <i>Drivers</i> de la demanda	4
3. Riesgo particular	5
4. Área geográfica.....	5
5. Operaciones	6
6. Proyectos	7
6.1 Ventas y <i>marketing</i>	7
6.2 Cadena de suministro.....	7
6.3 Distribución	7
6.4 Manufactura	8
Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....	9
1. Fuerzas competitivas de la industria cervecera.....	9
2. Canales de distribución de bebidas	10
2.1 Canal <i>off-trade</i>	11
2.2 Canal <i>on-trade</i>	11

3. Segmentación de la industria cervecera	11
---	----

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales 13

1. Posicionamiento competitivo	13
1.1 Fortalezas	13
1.2 Debilidades	13
1.3 Oportunidades.....	14
1.4 Amenazas	14
2. Factores organizativos y sociales.....	14
2.1 Gobiernos corporativo	14
2.2 Cultura corporativa	14
2.1.1 Visión	15
2.2.2 Misión	15
2.2.3 Valores	15
2.3 Entorno y responsabilidad social	15

Capítulo V. Análisis financiero 16

1. Análisis de la estructura financiera	16
1.1. Gasto de capital (capex).....	17
1.2 Financiamiento.....	17
2. Análisis de resultados	18
3. Análisis de ratios.....	19
3.1 Liquidez	19
3.2 Solvencia	19
3.3 Eficiencia	20
3.4 Rentabilidad	21

Capítulo VI. Características de inversión en la empresa	23
1. Tipo de acciones	23
2. Evolución del precio de las acciones	23
3. Política de dividendos	24
Capítulo VII. Riesgos financieros	25
1. Riesgos de mercado	25
2. Riesgo de crédito	25
3. Riesgo de liquidez.....	25
Capítulo VIII. Valorización.....	26
1. Flujos de caja descontados (DCF)	26
1.1 Supuestos generales	26
1.2 Costo promedio ponderado de capital (WACC).....	27
1.3 Valor estimado.....	28
2. Dividendos	28
3. Múltiplos de empresas comparables	28
4. Transacciones comparables	29
5. Resumen de valorizaciones por método.....	29
6. Análisis de escenarios.....	30
Capítulo IX. Resumen de inversión.....	31
1. Resultados	31
2. Recomendaciones	31
Bibliografía	32
Anexos	36

Nota biográfica 58

Índice de tablas

Tabla 1.	Niveles	9
Tabla 2.	Identificación y valoración de las variables y ponderación de la relevancia para UCPBJ.....	10
Tabla 3.	Segmentación de la Industria Cervecera SAB Miller	11
Tabla 4.	Tipo de acciones	23
Tabla 5.	Supuestos generales DCF	26
Tabla 6.	Precios por tipo de acción y escenario	30

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Distribución geográfica.....	5
Gráfico 2.	Exportaciones.....	6
Gráfico 3.	Fuerzas competitivas de la industria cervecera.....	9
Gráfico 4.	Estructura de la estructura financiera y activos.....	16
Gráfico 5.	Evolución de los gastos de capital	17
Gráfico 6.	Distribución de ingresos	18
Gráfico 7.	Indicadores de liquidez	19
Gráfico 8.	Indicadores de apalancamiento	20
Gráfico 9.	Distribución de pasivos.....	20
Gráfico 10.	Indicadores de eficiencia.....	21
Gráfico 11.	Indicadores.....	21
Gráfico 12.	Evolución de márgenes respecto de ingresos.....	22
Gráfico 13.	Evolución del precio de las acciones	24
Gráfico 14.	Valor de la empresa por método	29

Índice de anexos

Anexo 1.	Principales accionistas	37
Anexo 2.	Frecuencia de negociación de las acciones	38
Anexo 3.	La línea del tiempo.....	39
Anexo 4.	Portafolio de marcas	40
Anexo 5.	Plantas procesadoras	41
Anexo 6.	Riesgos financieros	42
Anexo 7.	Elección de empresas para la valorización por múltiplos y flujo de caja descontado.....	43
Anexo 8.	Flujo de caja proyectado (2015-2014)	45
Anexo 9.	Estimación del beta y de la estructura porcentual por tipo de acción	46
Anexo 10.	Cálculo de los costos promedios ponderados de capital (WACC)	47
Anexo 11.	Análisis de escenarios de flujo de caja descontado.....	48
Anexo 12.	Análisis de sensibilidad-modelo flujo de descontado	49
Anexo 13.	Valorización por dividendos descontados.....	50
Anexo 14.	Valorización por múltiplos	51
Anexo 15.	Valorización por transacciones comparables	53
Anexo 16.	Estado de situación financiera.....	55
Anexo 17.	Estado de resultados.....	56
Anexo 18.	Principales indicadores financieros.....	57

Resumen ejecutivo

El objetivo de este reporte es presentar los resultados de la valorización económica que se ha realizado a Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2014. Con este fin, se ha analizado los datos históricos de la empresa, realizado estimaciones de sus ingresos, gastos e inversiones por un periodo de diez años; además se han planteado supuestos que han sido utilizados en las metodologías aplicadas para sensibilizar los resultados obtenidos.

En base a la información pública de la empresa, noticias de la industria y la empresa –haciendo uso de fuentes que se consideran confiables y relevantes–, la entrevista que se mantuvo con uno de los ejecutivos, uso de herramientas financieras como Bloomberg y @risk, y supuestos y procedimientos, se concluye que, a la fecha de análisis, el valor de la empresa en un escenario base es de S/. 19.482 millones.

El valor presentado ha sido obtenido luego de realizar y promediar la valorización de la empresa a través de cuatro métodos usualmente utilizados en las valoraciones de empresas, como el de flujo de caja descontado DCF, múltiplos, dividendos descontados, y el de transacciones comparables. Luego de lo cual, se ha obtenido el promedio de las valorizaciones, lo que da como resultado un valor promedio de la empresa superior a su valor de capitalización bursátil a la fecha de evaluación en un 19,8%, por lo que nuestra recomendación es comprar/mantener las acciones de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Esta recomendación se refuerza si se toma en cuenta el valor de capitalización bursátil al 30 de setiembre de 2015, fecha en la que se puede apreciar un incremento de 6,2% con respecto a su valor al 31 de diciembre de 2014.

Según la calificación de Apoyo y Asociados, empresa asociada a Fitch Ratings, de fecha mayo 2015, sus acciones comunes presentan la calificación 1a (pe), lo que significa que sus acciones tienen el más alto nivel de solvencia y la empresa representa una mayor estabilidad en sus resultados económicos.

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. mantiene tres tipos de acciones en la Bolsa de Valores de Lima, acciones A y B desde el año 1997 y acciones de inversión desde febrero de 1979. Sus acciones muestran una frecuencia de negociación baja y pueden ser clasificadas como ilíquidas debido, además de su baja negociación, a que el 99,47% de sus

acciones con derecho a voto están en poder de su matriz SAB Miller, lo que deja solo un pequeño volumen para que sea negociado en la bolsa peruana.

Las acciones, según los cálculos realizados para este estudio, presentan un valor fundamental de S/. 143,52 en clase A (BACKUAC1), S/. 145,20 en clase B (BACKUBC1) y S/. 14,53 en acciones de inversión (BACKUSI1); lo que representa un 20,4%, 16,2% y 19,1% de incremento respectivamente sobre sus valores a la fecha de valorización.

Al interpretar y analizar la información incluida en el presente reporte, se debe tener en cuenta que la valorización realizada a Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.A. puede verse afectada por diversos riesgos, entre los principales figuran: (i) variación de las ventas de la empresa, lo que está relacionado con el crecimiento del mercado, ingreso de competidores, cambios de regulaciones tributarias y en el contexto actual los fenómenos naturales que podrían afectar el poder adquisitivo de las personas; (ii) margen de rentabilidad, que puede verse afectado por el incremento en el precio internacional de la cebada, la depreciación de la moneda local y manejo de la capacidad productiva y la eficiencia; (iii) tasa de descuento, variables que de presentar un cambio significativo afectarían el valor fundamental aquí presentado.

Capítulo I. Introducción

La industria cervecera en el país se inicia en el siglo XIX con la fundación de la cervecería Pilsen, con lo que se introduce en el mercado peruano una nueva bebida alcohólica que rápidamente logra convertirse en una de las principales opciones para los consumidores de este tipo de bebidas.

El mercado cervecero peruano actual representa una venta total de 13,7 millones de hectolitros, que agrupa a la cerveza industrial y a la cerveza artesanal. En la primera de ellas, es Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. la que mantiene el liderazgo. Esta empresa cuenta con 136 años de creación y mantiene el liderazgo en el segmento de cerveza con más de 95,0% de participación de mercado, apoyado por su presencia en más de 180.000 puntos de venta, en los que adicionalmente la empresa ofrece su segmento de bebidas no alcohólicas.

Es por el liderazgo en su sector, su potencial de crecimiento, el respaldo de una empresa líder a nivel mundial y su sólida posición financiera que se decidió valorizar a Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

Es destacable que Backus, además del liderazgo del mercado, mantenga, en el actual contexto de desaceleración económica por el que atraviesa el país, un crecimiento sostenido de sus ventas, lo cual ha logrado gracias a sus estrategias comerciales e innovación con el lanzamiento de nuevas marcas y productos, que buscan responder de manera oportuna a los cambios en los gustos de los consumidores y brindar productos acorde a las necesidades de cada segmento de mercado. Lo anterior ha permitido posicionar a Backus en la mente de los consumidores, con lo cual competidores importantes a nivel mundial, como Ambev de Brasil, no han logrado restarle mayores puntos en participación de mercado.

Las preferencias del consumidor y la competencia obligan a Backus a recurrir a innovaciones y lanzamientos de nuevas marcas en su segmento de cerveza con el objetivo de mantener e incrementar su volumen de ventas. Sin embargo, existen factores externos que lo afectan como el crecimiento o decrecimiento de la economía, el comportamiento del clima o el consumo de la población.

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. cuenta con múltiples reconocimientos: el de PwC y Revista G de Gestión, por ser una de las diez empresas más

admiradas del Perú por tercer año consecutivo; el premio por la mayor inversión, destinado a proyectos de infraestructura para el país por parte de ProInversión; el de Laborum y Arellano, por ser uno de los mejores lugares para trabajar; el premio Perú 2021 a la responsabilidad social y desarrollo sostenible de las empresas, en las categorías Clientes y Favorito del Público para Backus y Club Sporting Cristal, respectivamente. Asimismo, han ganado diversos premios internacionales por el proyecto de bancarización para la inclusión financiera de sus clientes, como el Golden Bridge Award, The International Business Award y The Financial World Innovation Award.

La Bolsa de Valores de Lima la ha reconocido como una de las empresas que poseen buenas prácticas de gobierno corporativo, a pesar de no estar considerada en el Índice de Buen Gobierno Corporativo, debido a que sus acciones no son muy líquidas.

Si bien la baja liquidez de sus acciones puede no ser atractiva para los inversionistas, para efectos del presente trabajo, significa una oportunidad para aprender en la práctica la mejor manera de valorizar empresas cuyos títulos tienen dicha particularidad, lo que otorga a este estudio la posibilidad de conocer a detalle a una empresa modelo con características únicas en el país y a su vez se convierte en un reto, debido a que no se cuentan con valoraciones en el mercado que puedan servirnos de guía en la ejecución de la presente valoración.

Este trabajo se inicia con la descripción del negocio de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. En él se revisa y analiza su posicionamiento competitivo, organizacional, resultados y riesgos financieros; las características principales de la Inversión en la Empresa para, luego en base a la información obtenida, ejecutar la valoración y obtener el valor fundamental de la empresa, realizar análisis de escenarios que permitan tener un grado de confianza sobre los resultados obtenidos a fin de, finalmente, llegar a las conclusiones.

Capítulo II. Descripción del negocio

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (UCPBJ) se constituyó el 10 de mayo de 1955, asumiendo el activo y pasivo de la empresa Backus & Johnston Brewery Company Limited, fundada en Londres el 13 de setiembre de 1889. Esta última a su vez adquirió, de los señores Jacobo Backus y Howard Johnston, la fábrica de cerveza establecida en el distrito del Rímac el 17 de enero de 1879.

Desde 1992, se inició un proceso de mejoramiento continuo de la calidad total (PMCT) a través de la mejora de procesos y operaciones, de adquisiciones y fusiones estratégicas que sumen sinergias a su operación. Es así que, en octubre de 2005, el grupo Bavaria se integró al grupo SAB Miller y, posteriormente, este grupo adquirió también la participación del grupo Cisneros en Backus; por lo que se incorporó de esta manera al segundo grupo cervecero del mundo.

SAB Miller, empresa anglo-sudafricana, tiene presencia en más de 75 países a través de más de 200 marcas y concentra sus operaciones principalmente en Latinoamérica, Sudáfrica, Europa y Norteamérica. Cuenta con una clasificación de riesgo internacional de largo plazo de A- con perspectiva estable otorgada por Fitch Ratings.

El capital de UCPBJ es de S/. 1.350.236,35, representado por 78.072.202 acciones clase A y B de un valor nominal de S/. 10,00 íntegramente suscritas y pagadas; y 569.514.715 acciones de inversión con un valor nominal de S/. 1,00. Los tres tipos de acciones cotizan en la bolsa de valores de Lima con los valores BACKUAC1 (A), BACKUBC1 (B) y BACKUSI1 (I)

La UCPBJ tiene como objetivo el mantenerse como la primera cervecera del país manejando estándares internacionales. Su objeto comercial está constituido por la elaboración, envasado, venta, distribución y toda otra clase de negociaciones relacionadas con bebidas malteadas y maltas, bebidas no alcohólicas y aguas gaseosas.

La empresa basa su estrategia en lo siguiente: (i) el desarrollo del portafolio y crecimiento de marcas, a través de nuevas propuestas de cerveza y bebidas no alcohólicas, dándole impulso a la innovación; (ii) el desarrollo y enfoque en el punto de venta a través de una segmentación de canales por tipo de negocio y oportunidades regionales; (iii) el desarrollo del recurso humano; (iv) el control de costos con la optimización de los procesos de distribución y comercialización buscando la competitividad y liderazgo en costos en todos los niveles de la producción; y, (v) el

desarrollo sostenible buscando consolidar el posicionamiento de la Empresa como una organización líder en el país.

Los principales activos de Backus son sus marcas (Cristal, Pilsen Callao, Cusqueña, Pilsen Trujillo, San Mateo, Guaraná, etc.); sus plantas industriales de Ate, Arequipa, Cusco, Motupe y Huarochirí, que incluyen terrenos, obras civiles, maquinarias y equipos dedicados a la elaboración y embotellamiento de cerveza; y los inmuebles, vehículos, botellas y cajas plásticas destinadas a la comercialización de sus productos.

A diciembre de 2014, la capacidad de planta de cerveza de Backus ascendió a 14,4 millones de hectolitros (hl) y su volumen de ventas de cerveza (nacional e internacional) ascendió a 11,9 millones de hl; del cual aproximadamente el 97% correspondía a las ventas de cerveza blanca.

1. Líneas de negocio

1.1 Cervezas, gaseosas, aguas, bebidas nutritivas y licores

Este rubro corresponde al 97,9% de sus ventas en los años 2013 y 2014, por lo que se destaca como el líder en el mercado cervecero nacional. El consumo anual *per cápita* de cerveza en el país se ha incrementado en los últimos 10 años, pasando de 20 litros por persona a 44,5 litros. Sin embargo, este nivel es aún bajo si se compara con el promedio de la región que es de 56 litros por persona. El consumo anual de cerveza en Sudamérica es de 64 millones de hl mientras que en el país es de 13,7 millones de hl, la UCPBJ participa con 13,34 millones.

1.2 Transporte y otras actividades complementarias

Conforman el 2,1% de las ventas del año 2014 y comprende los ingresos por regalías, por alquileres y otros servicios, así como la venta de maíz y materiales. En el año 2014, este rubro creció 4,9% comparado con el año anterior.

2. Drivers de la demanda

Entre las variables macroeconómicas, que afectan la demanda de cervezas, destacan la regulación de la industria (legislativas y normativas); el producto bruto interno (PBI) que, afecta directamente a la industria cervecera y sirve de base para estimar el crecimiento del consumo de

cerveza; las tasas de interés, ya que a mayor tasa de interés, menor estímulo para seguir invirtiendo; y el tipo de cambio que puede afectar a la UCPBJ, principalmente por las exportaciones que realiza y por las compras de inventarios que no estén cubiertas ante la exposición al riesgo de tipo de cambio.

3. Riesgo particular

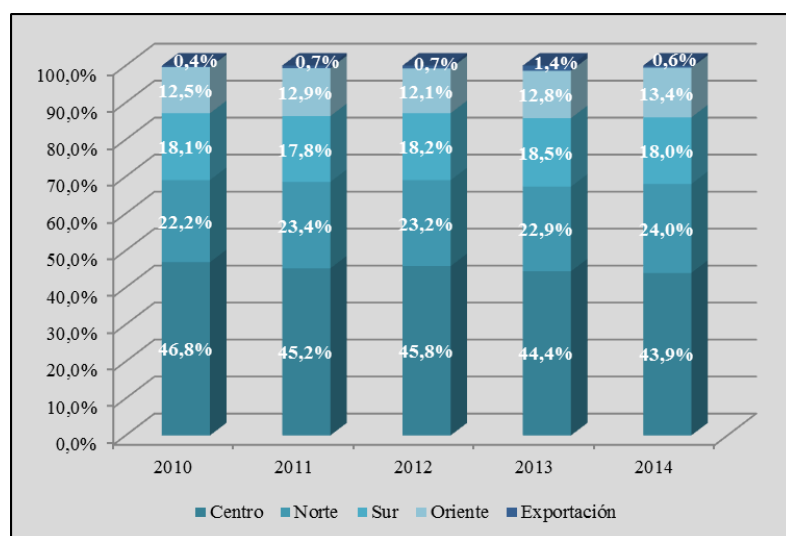
El impuesto selectivo al consumo, que desde mediados del 2013, es tributado en base a lo que resulte mayor entre S/. 1,25 por litro o una tasa del 30% sobre el precio del producto (sistema *ad valorem*) descontando el impuesto general a la ventas (IGV).

Esta nueva forma de calcular la tasa impositiva se ha adoptado tomando como referencia el estándar que rige en los países que conforman la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), de la cual el Perú no es miembro. Sin embargo, en la región Latinoamérica predomina el gravamen en función al grado de alcohol.

4. Área geográfica

La UCPBJ abastece de cerveza en las regiones norte, centro y sur del país contando con más de 180.000 puntos de venta; en donde la zona centro es la que cuenta con mayor participación geográfica 43,9% en 2014.

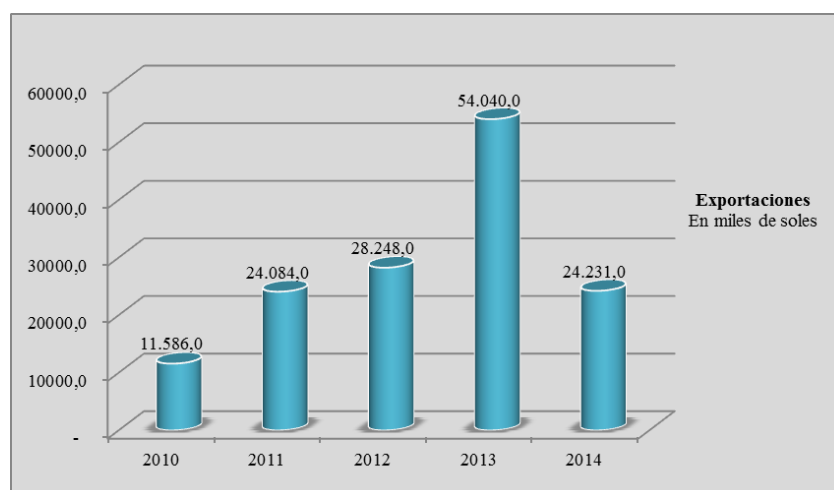
Gráfico 1. Distribución geográfica



Fuente: UCPBJ, 2014.

Las exportaciones de cerveza representan menos del 1% de la producción nacional. La marca Cusqueña es la más relevante del portafolio de exportaciones, ya que se envía a Inglaterra, EE.UU., España, Japón, Chile, Argentina, Suiza; y, recientemente, Panamá. El año 2014 se intensificó el trabajo en innovación a través del inicio de exportación de variedades y Cusqueña Quinoa a España, Japón, EE.UU. y Chile. Por otro lado, la marca Cristal continuó su consolidación en las colonias de residentes peruanos en España, EE.UU. y Japón.

Gráfico 2. Exportaciones



Fuente: UCPBJ, 2014.

5. Operaciones

Las oficinas administrativas de UCPBJ se encuentran en el distrito de Rímac y su domicilio legal está ubicado en la calle Nicolás Ayllón 3986, Ate, Lima. Esta empresa cuenta con cinco plantas productivas ubicadas en Lima (Ate y Huarochirí), Chiclayo (Motupe), Arequipa y Cusco, y una planta ubicada en Ñaña dedicada a la producción de malta. Adicionalmente, posee una planta de su subsidiaria Cerveza San Juan, ubicada en Pucallpa.

La cervecería tiene dos sectores de elaboración bien definidos: (i) la producción de malta, que es la materia prima fundamental para elaborar cerveza, y se produce a partir de la cebada; y (ii) la producción de cerveza que comprende la elaboración del mosto, la fermentación, filtración y envasado.

En el proceso de elaboración, se utilizan materias primas naturales, todas de origen vegetal y en la que la cebada es el principal *commodity*. Entre los principales productos, que se utilizan para la elaboración y envasado de la cerveza, se encuentran el agua, la cebada, el lúpulo, el trigo, los

envases de vidrio, las cajas de cerveza y las latas de aluminio, algunos de estos insumos son importados.

La UCPBJ tiene una capacidad de producción de bebidas en general de 14,35 millones de hectolitros, 89.000 toneladas de malta y 64.500 toneladas de maíz por año en sus plantas a nivel nacional.

6. Proyectos

Los principales proyectos en los que está enfocada la UCPBJ son los siguientes:

6.1 Ventas y *marketing*

- Mejorar el posicionamiento, diferenciación y mejora de la composición del portafolio de marcas
- Optimizar el canal de venta directa e indicadores de cobertura de puntos de venta y atención de pedidos
- Introducción de nuevos envases y presentaciones que incrementen las oportunidades de consumo

6.2 Cadena de suministro

Mejora de los niveles de predictibilidad, efectividad y eficiencia a través de lo siguiente:

- Integración de indicadores a nivel global
- Mejora de los indicadores de exactitud de pronósticos de demanda
- Globalización de la función de compras
- Mejora del proceso de planeamiento integrado de capacidades de largo plazo

6.3 Distribución

Se busca mejorar los indicadores de efectividad de entregas y OTIF (on time, in full) a través de lo siguiente:

- Mejora del proceso de facturación electrónica
- Ampliación de las capacidades de almacenamiento (medido por cajas de cerveza) de los centros de distribución

- Adquisición de montacargas y vehículos que generen ahorro de combustible

6.4 Manufactura

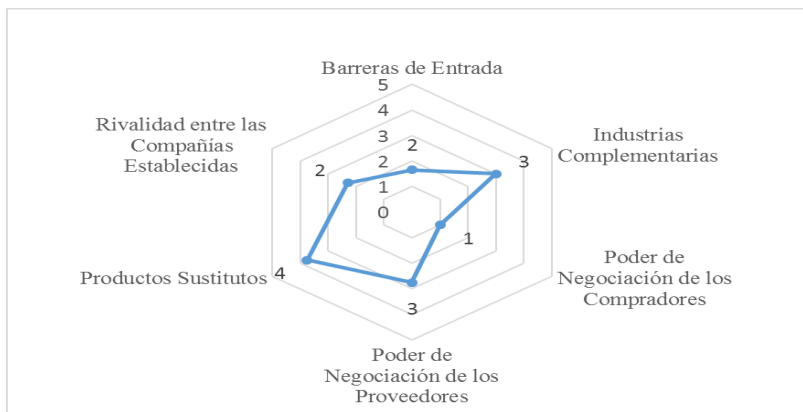
- Ampliación de la capacidad instalada
- Mejora de indicadores de desarrollo sostenible
- Implementación de metodología Six Sigma, metodología de mejora de procesos que identifica y elimina las causas de los problemas, lo que consigue la satisfacción de los clientes y optimizar los resultados
- Capacitación de los empleados para que desarrollen habilidades en múltiples funciones

Capítulo III. Descripción y análisis de la industria

1. Fuerzas competitivas de la industria cervecera

Al realizar el análisis, se identificaron oportunidades y amenazas en la industria cervecera que afecten a la UCPBJ. La amenaza significativa viene por el lado de los productos sustitutos. El poder de negociación de proveedores y las industrias complementarias muestran una amenaza moderada. La rivalidad de compañías establecidas así como el riesgo de entrada de nuevos competidores en estos momentos muestra una baja amenaza mientras que el poder de negociación de los compradores tiene una amenaza insignificante para la UCPBJ.

Gráfico 3. Fuerzas competitivas de la industria cervecera



Elaboración propia, 2015.

Tabla 1. Niveles

Valor	Descripción
0	NINGUNA amenaza para UCPBJ
1	Amenaza INSIGNIFICANTE para UCPBJ
2	BAJA amenaza para UCPBJ
3	Amenaza MODERADA para UCPBJ
4	Amenaza SIGNIFICANTE para UCPBJ
5	ALTA amenaza para UCPBJ

Elaboración propia, 2015.

Tabla 2. Identificación y valoración de las variables y ponderación de la relevancia para UCPBJ

Fuerza y variables	Puntaje	Importancia	Puntaje ponderado
Barreras de entrada	0	100%	1,7
Costo de intercambio de clientes	0	0%	0,0
Economías de escala	0	25%	0,0
Lealtad a la marca	1	25%	0,3
Regulaciones gubernamentales	4	35%	1,4
Ventajas de costo absoluto	0	15%	0,0
Industrias complementarias	3	100%	3,0
Calidad de los productos	3	60%	1,8
Nivel de demanda	3	40%	1,2
Poder de negociación de los compradores	1	100%	1,0
Amenaza de integración hacia atrás	1	40%	0,4
Cantidad y tamaño de compradores	1	30%	0,3
Volúmenes de compra	1	30%	0,3
Poder de negociación de los proveedores	0	100%	2,8
Amenaza de integración hacia adelante	0	15%	0,0
Cantidad de proveedores	2	15%	0,3
Capacidad de incrementar precios	4	35%	1,4
Provisión de insumos de baja calidad	3	35%	1,1
Productos sustitutos	3	100%	3,8
Bebidas alcohólicas informales	4	25%	1,0
Calidad comparativa del bien	4	10%	0,4
Elasticidad cruzada	3	25%	0,8
Preferencia generacional	4	20%	0,8
Similitud en satisfacer la necesidad	4	20%	0,8
Rivalidad entre las compañías establecidas	0	100%	2,3
Barreras de salida	0	10%	0,0
Condiciones de costo	3	20%	0,6
Estructura competitiva de la industria	2	40%	0,8
Nivel de demanda	3	30%	0,9

Elaboración propia, 2015.

2. Canales de distribución de bebidas

El negocio de distribución de bebidas está mundialmente clasificado en dos grandes canales que pueden tener distintos grados de preferencia, evolución o desarrollo a nivel local, regional o nacional.

2.1 Canal *off-trade*

En este canal, el producto se compra para ser consumido posteriormente. Comprende vías tradicionales de distribución como bodegas y supermercados. Mundialmente, este canal tiende a la centralización.

2.2 Canal *on-trade*

En estos canales se realiza el consumo directo del producto (bares, hoteles, cafés, *food courts*, discotecas, entre otros). Es normal que en este canal se carguen precios superiores al consumidor final.

3. Segmentación de la industria cervecera

La UCPBJ compite en todos los segmentos de la industria cervecera. La tabla 3 muestra la clasificación de SAB Miller por clientes y precio al público ordenado de forma descendente, se incluyen los productos de la UCPBJ y sus principales competidores en territorio peruano.

Tabla 3. Segmentación de la Industria Cervecerera SAB Miller

N°	Segmento	Producto UCPBJ	Competencia
6	Super premium: Está dirigido a consumidores que buscan calidad y estatus	Miller Genuine Draft Peroni Nastro Azzurro Grosch	Corona Extra Stella Artois Heineken
5	Premium: Está dirigido a consumidores que buscan calidad y estatus en el producto sin ser un factor determinante el precio	Cusqueña Dorada Cusqueña Roja Cusqueña Trigo Cusqueña Negra Cusqueña Quinoa	Budweiser
4	Upper mainstream: Está dirigido al público que busca calidad considerando el factor precio y es asociada principalmente al público joven con sus campañas “Jueves de Patas”, “Trae a tu Pata” y “Enamorados”.	Pilsen Callao Backus Ice	Tres Cruces Löwenbräu
3	Mainstream: Incluye las marcas regionales. Está dirigido a segmentos que buscan mayor rendimiento del producto a bajo precio.	Cristal Pilsen Trujillo Arequipeña San Juan	Brahma

N°	Segmento	Producto UCPBJ	Competencia
2	Económico: Está dirigido a consumidores que buscan bajo precio.	Fiesta Real	Anpay
1	No alcohólicos: Está dirigido a consumidores en general que buscan mayor rendimiento del producto a bajo precio.	Maltin Power Guaraná Backus San Mateo	

Fuente: UCPBJ, 2014.

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales

1. Posicionamiento competitivo

La UCPBJ tiene como estrategia conservar y mantener su posición de primera cervecera del país, así como desarrollar su presencia internacional apoyándose en los recursos y las buenas prácticas del grupo SAB Miller. Cuenta con fuentes seguras de abastecimiento de materias primas, insumos y materiales.

Todas sus marcas, así como los activos que sustentan el sistema de distribución (inmuebles, vehículos y sistemas), son propios o se encuentran bajo modelos de tercerización sólidos y su relación con los distribuidores está respaldada contractualmente.

Su sistema de distribución está enfocado en mejorar la atención de los clientes, optimizar recursos y realizar operaciones eficaces; mientras que su sistema de reparto está orientado a brindar seguridad a través de los proveedores que son responsables del transporte a nivel nacional.

1.1 Fortalezas

- Ser el principal productor de cerveza en el Perú
- Tener un departamento de *marketing*
- Sólido respaldo
- Marcas posicionadas en el mercado local y en las colonias peruanas
- Importante conocimiento de la industria y del proceso productivo
- Uso de lúpulo importado reconocido con la mejor calidad de Alemania
- Mantener alianzas estratégicas con empresas alemanas para garantizar la calidad de los productos
- Disponibilidad de las cervezas para ser adquiridas por sus clientes

1.2 Debilidades

- Capacidad de planta menor a la de sus competidores latinoamericanos
- Elevada dependencia del mercado interno, debido a su bajo nivel de exportaciones
- Mayor precio de algunas de sus cervezas a diferencia de los demás.

1.3 Oportunidades

- Recuperación del poder adquisitivo de la población
- Potencial de penetración en mercados externos
- Su marca San Mateo podría tomar el liderazgo en el mercado de agua mineral

1.4 Amenazas

- Mayor penetración de productos importados por supermercados
- Ingreso de productos de contrabando por frontera del sur del país
- Cambios en las políticas tributarias
- Falta de barreras arancelarias para el ingreso de productos importados
- Oligopolios en los mercados latinoamericanos, con posicionamiento de marcas regionales
- Presencia de sustitutos cercanos

2. Factores organizativos y sociales

2.1 Gobiernos corporativo

El Comité de Gobierno Corporativo fue creado por la sesión de directorio del 27 de enero de 2009. Está basado en principios de transparencia, confianza, equidad, responsabilidad social, fluidez e integridad de la información. Entre las principales funciones del comité se encuentran las siguientes: (i) definir los sistemas de seguimiento y establecer índices de cumplimiento del Código de Buen Gobierno, (ii) evaluar periódicamente el cumplimiento y proponer ajustes y reformas al Código de Buen Gobierno, (iii) recomendar de manera previa las modificaciones a las políticas sobre el funcionamiento de la Gerencia de Valores encargada de la Atención al Accionista e Inversionista, y (iv) recomendar de manera previa las modificaciones al Reglamento Interno del Directorio y Junta de Accionistas.

2.2 Cultura corporativa

Está basada en la confianza y respeto entre jefes, equipo y pares. Trabaja en establecer una cultura de solución de problemas con el control estadístico de procesos, y con el desarrollo de proyectos Six Sigma de alto impacto.

2.1.1 Visión

Ser la compañía peruana más admirada, así como un importante contribuidor de valor y reputación para SAB Miller

2.2.2 Misión

Mantener un portafolio de marcas globales y nacionales que sea la primera opción de los consumidores así como fomentar que sus marcas nacionales invoquen un fuerte sentido de peruanidad

2.2.3 Valores

- Su gente es la ventaja más duradera.
- La responsabilidad es clara e individual.
- Es importante para la empresa trabajar y ganar en equipo.
- Entender y respetar a sus clientes y consumidores.
- Su reputación es indivisible.

2.3 Entorno y responsabilidad social

La UCPBJ entiende que ellos prosperan cuando las comunidades locales, las economías y el ambiente prosperan. Es por esta razón que lanzaron la estrategia “Prosperar” para generar un mayor impacto sostenible. Asimismo, desarrollan cadenas productivas con pequeños agricultores de maíz amarillo duro de los valles de Jequetepeque y Barranca; promueven el estilo de vida saludable a través de la práctica del deporte en diferentes provincias a nivel nacional; y realizan esfuerzos para reducir los residuos y emisiones de carbono.

Capítulo V. Análisis financiero

El 2014 no fue un año muy favorable para la economía peruana, con un crecimiento anual del PBI de 2,6%, siendo el nivel más bajo de los últimos cinco años. Además, cerró el año con una inflación de 3,2%, por encima del rango meta establecido por el Banco Central de Reserva del Perú.

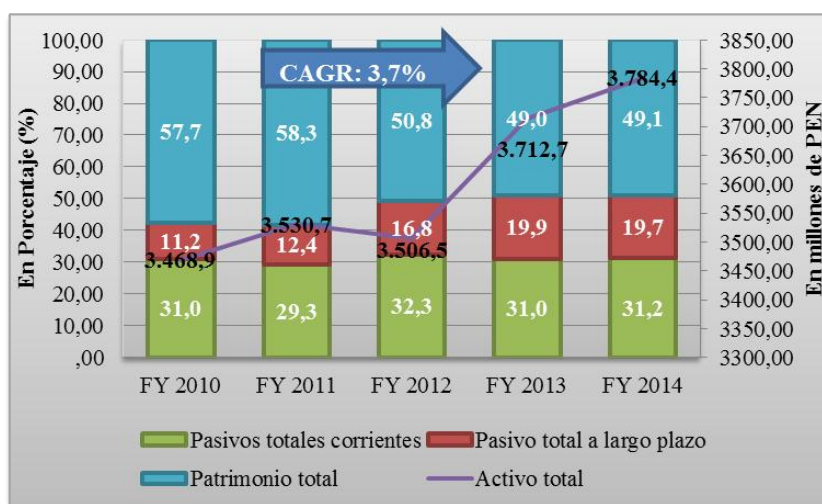
A pesar de lo anterior, Backus logró mantener su ritmo de crecimiento en ventas gracias a las labores de mercadeo realizadas y la revisión de precios, por lo que sus ventas en volumen de cerveza (principal segmento de la compañía) crecieron en 2,5%, por encima del crecimiento de 1,6% del total del mercado cervecero.

En términos generales, presentan adecuados indicadores financieros, considerando como comparativo a la empresa AMBEV S.A. de Brasil, empresa líder en el mercado cervecero de Brasil.

1. Análisis de la estructura financiera

El análisis de la estructura financiera se presenta en el siguiente gráfico:

Gráfico 4. Estructura de la estructura financiera y activos



Elaboración propia, 2015.

En el 2014, los activos de la entidad crecieron un 1,9%, por lo que alcanzó los S/. 3.784 millones, por debajo del crecimiento obtenido en 2013, es decir, 5,9% y del promedio de los

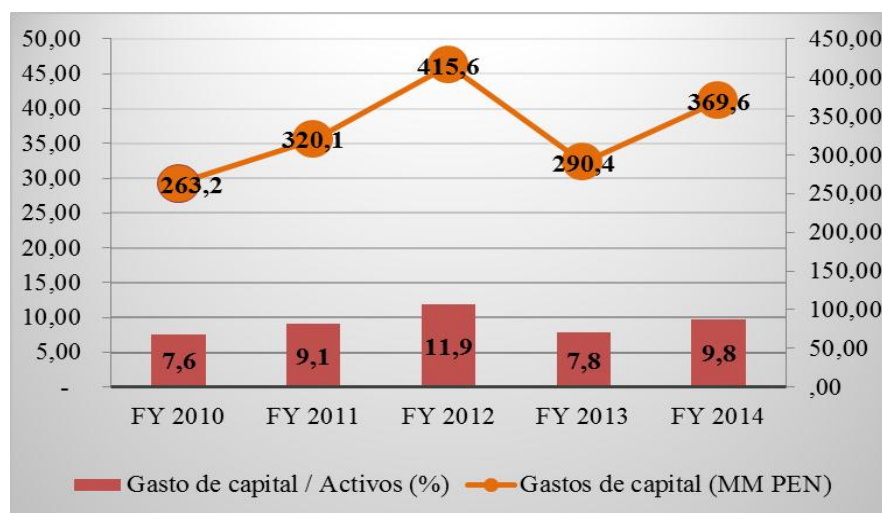
últimos cinco años, el cual fue 3,7%. Esto se debió a que, si bien se observó un incremento de los activos fijos en 6,3%, se observó a su vez una disminución de las cuentas por cobrar en 12,9% y de los inventarios en 11,7%. Esto último, debido a la optimización de los niveles de inventario de materiales y productos terminados, lo cual hizo que el crecimiento total de los activos sea menor.

Por otro lado, en los últimos años la entidad ha ido incrementando sus niveles de deuda, principalmente a largo plazo. De esta manera, el patrimonio ha pasado a representar de 57,7% en el 2010 a 49,1% en el 2014; mientras que la deuda a plazo pasó de 11,2% en el 2010 a 19,7% en el 2014.

1.1. Gasto de capital (capex)

En el 2014, se realizaron gastos de capital por S/. 369,6 millones, destinados principalmente a la ampliación de la capacidad de las plantas cerveceras, incrementar las cajas plásticas y envases de vidrio para la comercialización, adquisición de equipos de refrigeración, e incremento de la flota de transporte.

Gráfico 5. Evolución de los gastos de capital



Elaboración propia, 2015.

1.2 Financiamiento

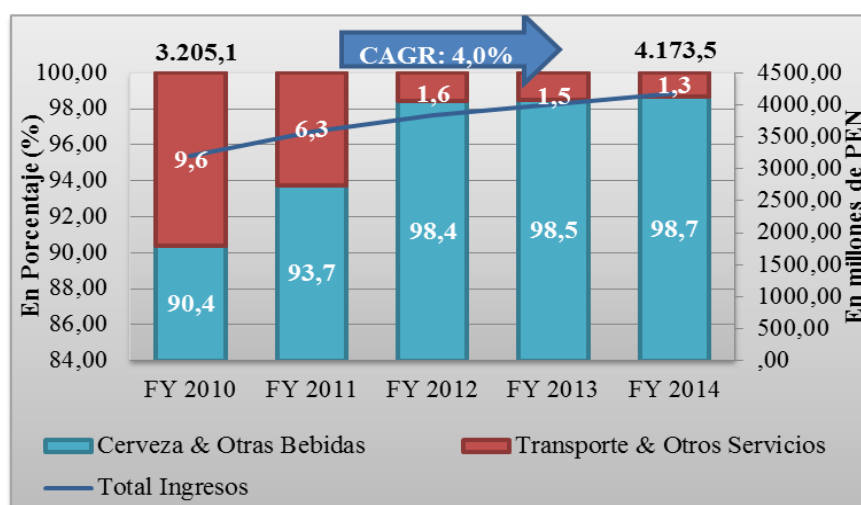
Al cierre de 2014, Backus tenía una deuda financiera por S/. 491,0 millones. Los principales acreedores son el Banco Continental BBVA y el Banco de Crédito del Perú, que representaron

el 75,5% de la deuda financiera y con tasas efectivas anuales entre 5,10% y 6,03%, siendo la tasa ponderada de 5,64%. Cabe resaltar que no se cuenta con información respecto de los préstamos de arrendamiento financiero o deuda bancaria indirecta.

2. Análisis de resultados

Al cierre de 2014, Backus obtuvo una utilidad neta ascendente a S/. 935,1 millones, lo cual representó un 22,4% del total de ingresos, por lo que fue ligeramente superior a la obtenida en el 2013, es decir, S/. 934,7 millones. Si bien la utilidad neta se mantuvo similar, es destacable que los ingresos tuvieron un ritmo de crecimiento aceptable, por lo que se logró obtener el 4,2% frente al 4,5% del año anterior. El estancamiento de las utilidades se vio explicado por los mayores gastos operativos que se dieron a su vez principalmente por el incremento de los gastos de venta y *marketing* por las campañas publicitarias realizadas, lo cual les permitió obtener mayores ingresos en un contexto de desaceleración económica a nivel nacional.

Gráfico 6. Distribución de ingresos



Elaboración propia, 2015.

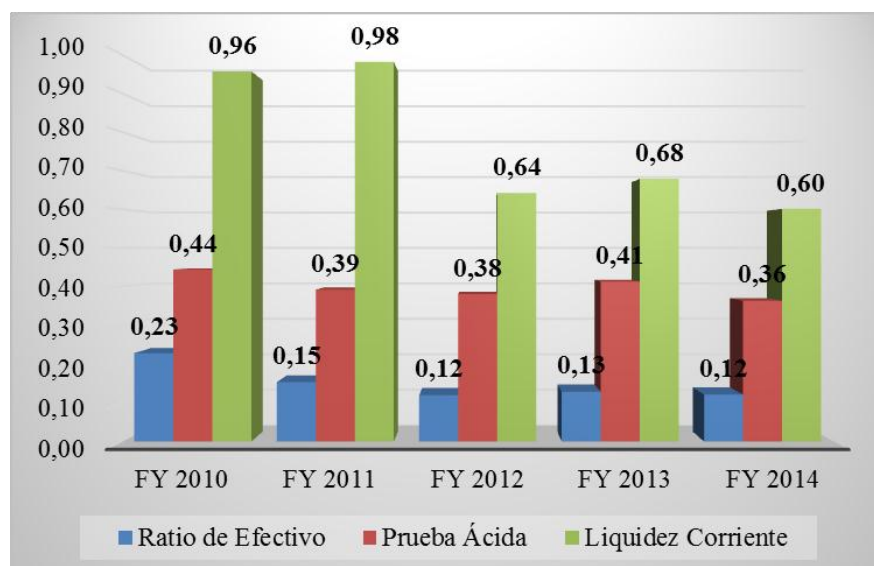
Es importante precisar que los ingresos de Backus provienen principalmente de la venta de cervezas y bebidas gaseosas (98,7% al cierre de 2014), mientras que la diferencia la obtienen de transporte y otros servicios (1,3%). Asimismo, cabe precisar que son los únicos conceptos de ingresos desde el año 2009.

3. Análisis de ratios

3.1 Liquidez

El ratio de liquidez corriente se situó en 0,60 veces por debajo de las 0,68 veces del año anterior; mientras que el ratio de prueba ácida se ubicó en 0,36 veces y el de efectivo en 0,12 veces. Se observa una tendencia decreciente en los niveles de liquidez, lo que la sitúa por debajo de lo obtenido por Ambev (liquidez corriente: 0,95; prueba ácida: 0,74; y *cash* ratio: 0,53). La disminución de la liquidez se ve explicada principalmente por la mejora de los indicadores de eficiencia, por lo cual son menores las necesidades de caja al corto plazo, al haber disminuido el periodo medio de cobro e incrementado el periodo medio de pago de la entidad.

Gráfico 7. Indicadores de liquidez

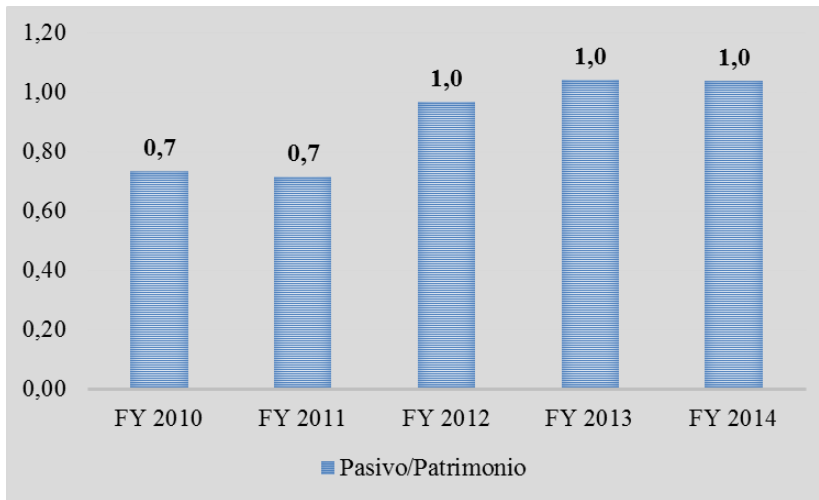


Elaboración propia, 2015.

3.2 Solvencia

Los últimos años la estructura de capital de la empresa ha variado, por lo que se han incrementado sus deudas de largo plazo. Es así que el ratio de endeudamiento patrimonial alcanzó 1,04 veces frente a las 0,73 veces del 2010, por lo que se sitúa por encima de las 0,71 veces presentadas por Ambev.

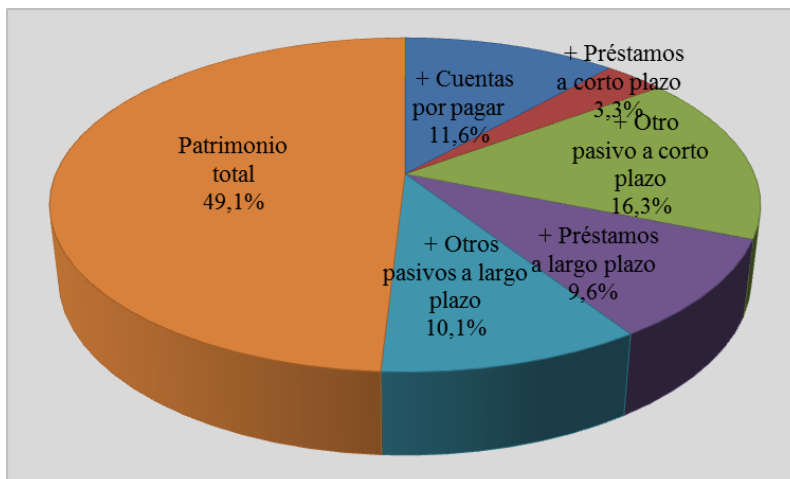
Gráfico 8. Indicadores de apalancamiento



Elaboración propia, 2015.

Los pasivos de la entidad representaron, al cierre de 2014, el 51,9% de la estructura de fondeo, y estuvo conformado principalmente por préstamos a corto y largo plazo (12,9%) y cuentas por pagar a proveedores (11,6%). Dentro de los préstamos obtenidos, destacan las operaciones de arrendamiento financiero.

Gráfico 9. Distribución de pasivos



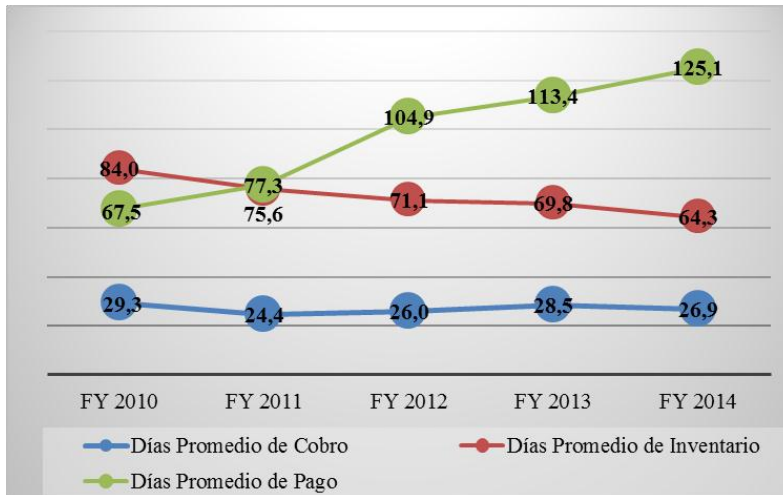
Elaboración propia, 2015.

3.3 Eficiencia

Se observa una mejora clara en los indicadores de eficiencia de la entidad, pasando de un ciclo de conversión de efectivo de 45,80 días en el 2012 a -33,8 días en el 2014, lo que indica que ya no tiene necesidades de financiamiento en el corto plazo. Dicha mejora la ha logrado,

principalmente, aprovechando el poder de negociación con sus proveedores incrementando los días promedios de pago de 67,51 días a 125,05 días en el periodo mencionado, así como también por la optimización de los inventarios en los tres últimos años.

Gráfico 10. Indicadores de eficiencia

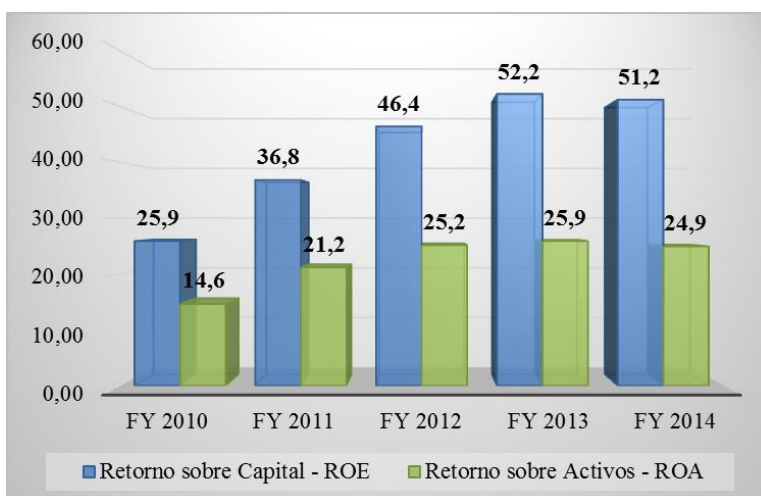


Elaboración propia, 2015.

3.4 Rentabilidad

En los últimos diez años, Backus ha mostrado una mejora considerable en sus indicadores de rentabilidad, el ROE a cierre de 2014 ascendió a 51,2% y el ROA 24,9%, muy por encima de lo obtenido por AMBEV (ROE: 29,3% y ROA: 17,1%). Se destaca el incremento del ROE por el mayor apalancamiento por el que han optado los últimos años.

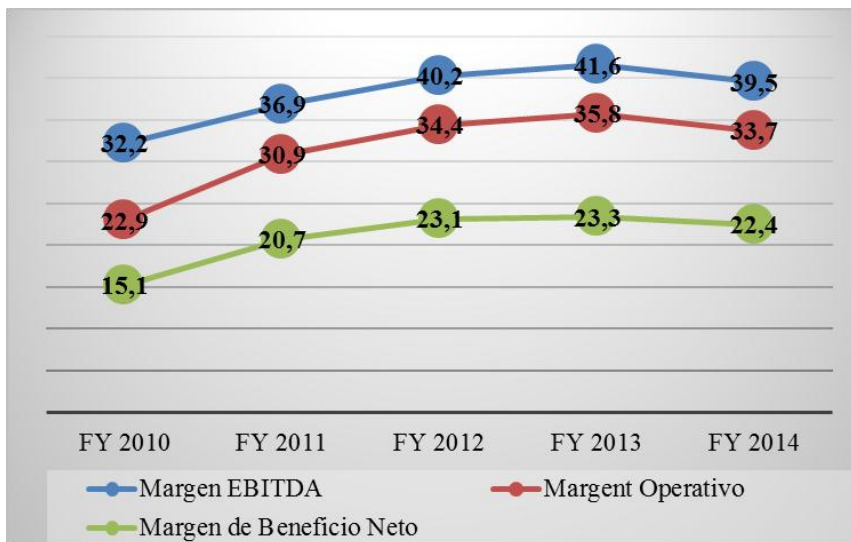
Gráfico 11. Indicadores



Elaboración propia, 2015.

En cuanto a los márgenes, presentaron un ratio de EBITDA sobre ventas de 39,5%, ligeramente por debajo del obtenido por Ambev, es decir, 41,3%. No obstante, luego de la crisis de estados unidos (2007–2008), se han observado importantes mejoras en los márgenes. En el siguiente gráfico, se aprecia la evolución de los principales márgenes respecto a sus ingresos.

Gráfico 12. Evolución de márgenes respecto de ingresos



Elaboración propia, 2015.

Capítulo VI. Características de inversión en la empresa

1. Tipo de acciones

El capital social de Backus es de S/. 780,7 millones, representado por 78.072,202 acciones con un valor de S/. 10,00 cada una. Cuentan con tres tipos de acciones:

Tabla 4. Tipo de acciones

Tipo de acciones	Valor nominal	Valor de mercado al 31/12/2014	Características principales	Monto registrado y en circulación
Clase "A"	S/. 10,00	S/. 119,20	Con derecho a voto.	76.046.495,00
Clase "B"	S/. 10,00	S/. 125,00	Sin derecho a voto, pero con el privilegio de recibir una distribución preferencial de utilidades, consistente en un pago adicional de 10% por acción sobre el monto de los dividendos en efectivo pagados a las acciones Clase "A" por acción.	2.025.707,00
Acciones de inversión	S/. 1,00	S/. 12,20	Sin derecho a voto	569.514.715,00

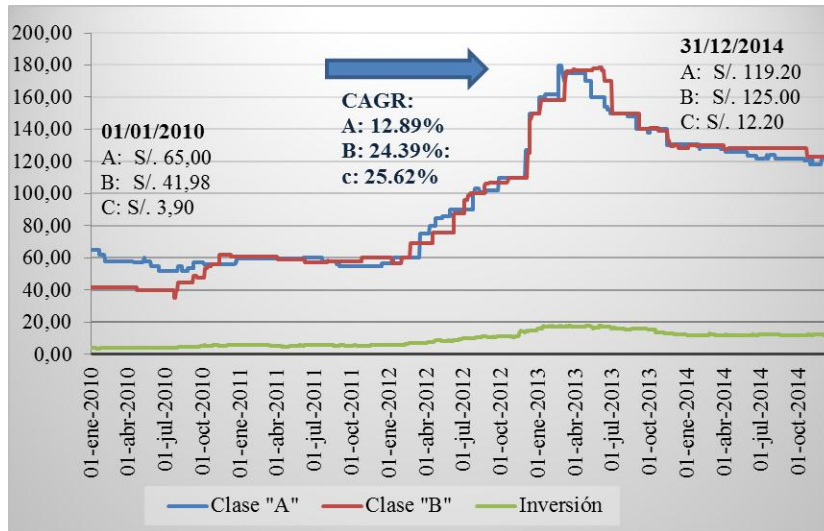
Elaboración propia, 2015.

Las acciones de la UCPBJ no son líquidas, porque un pequeño porcentaje de ellas se encuentran en el mercado secundario y el 99,47% de las acciones con derecho a voto son poseídas por la matriz AB-InBev, para mayor detalle revisar el anexo 2.

2. Evolución del precio de las acciones

Si bien en los últimos cinco años, en promedio, las acciones de Backus han tenido un incremento importante, con crecimientos promedios anuales de 12,9% para la clase "A", 24,4% para la clase "B" y 25,62% para las acciones de inversión. Durante el 2013, presentaron una clara tendencia a la baja que se estabilizó en el 2014, tal como se aprecia en el siguiente gráfico:

Gráfico 13. Evolución del precio de las acciones



Elaboración propia, 2015.

3. Política de dividendos

La UCPBJ no tiene publicada una política de pago de dividendos. Sin embargo, busca repartir dividendos anuales en efectivo, luego de reservar fondos suficientes para realizar mejoras en eficiencia, calidad y competitividad. El porcentaje de utilidades a entregarse dependerá de la liquidez, endeudamiento y flujo de caja proyectado.

La empresa declarara dividendos una o más veces en el transcurso de cada ejercicio tratando de no exceder las utilidades obtenidas al momento del acuerdo.

Las acciones clase A reciben alrededor de un 56% de las utilidades; las acciones de inversión, un 42% y el saldo restante es destinado a las acciones clase B.

En el 2014, se repartieron dividendos por 918,2 millones de soles, ligeramente inferior a lo repartido durante el 2013 que fue de 927,0 millones de soles (-1,0%). El promedio de dividendos pagados respecto a la utilidad antes de impuestos en los últimos cinco años fue de 71,5%.

Capítulo VII. Riesgos financieros

El programa general de administración de riesgos de la UCPBJ se concentra principalmente en lo impredecible de los mercados financieros y trata de minimizar potenciales efectos adversos en el desempeño financiero. El directorio aprueba los principios para la administración general de riesgos.

1. Riesgos de mercado

- Riesgo de cambio por sus actividades y endeudamiento en moneda distinta a su moneda funcional, y uso de contratos a futuro (*forwards*) y cobertura de sus flujos de efectivo comprometidos en otra moneda hasta los próximos dieciocho meses
- Riesgo de precios por el cambio de los valores de inversiones mantenidas para la venta, y por el cambio de precios de mercancías (*commodities*) necesarios para la producción. Estas variaciones no son significativas con relación al total de sus activos
- Riesgo de tasa de interés sobre el valor razonable por los pasivos a tasa fija y riesgo de tasa de interés sobre los flujos de efectivo por los endeudamientos a largo plazo a tasa variable

2. Riesgo de crédito

Este riesgo se origina por sus operaciones con el efectivo y equivalente de efectivo, instrumentos financieros derivados y depósitos en instituciones financieras, así como por la exposición al crédito de los clientes mayoristas y minoristas. La UCPBJ mitiga estos riesgos estableciendo líneas de crédito; a clientes minoristas otorga crédito a siete días; y solo acepta operaciones con instituciones financieras cuyas calificaciones de riesgo independientes sean como mínimo "A".

3. Riesgo de liquidez

El área de finanzas supervisa las proyecciones de flujo de efectivo realizadas sobre los requisitos de liquidez del grupo para asegurar que haya suficiente efectivo para alcanzar las necesidades operacionales, manteniendo suficiente margen para las líneas de crédito. Los excedentes de efectivo y saldos por encima del requerido para la administración del capital de trabajo son invertidos en cuentas corrientes que generan intereses y depósitos a plazo, escogiendo instrumentos con vencimientos apropiados o de suficiente liquidez.

Capítulo VIII. Valorización

La valorización de la compañía fue realizada por los siguientes cuatro métodos: (i) flujos de caja descontados (DCF), (ii) dividendos, (iii) múltiplos de empresas comparables y (iv) transacciones comparables. Los dos primeros métodos buscan determinar el valor fundamental del patrimonio de la compañía a partir de la capacidad de generación de efectivo de esta, mientras que en los siguientes métodos se busca analizar la percepción del mercado sobre el valor de empresas que resultan comparables. Considerando los métodos mencionados, la recomendación se realizará a partir del valor promedio obtenido de las valorizaciones.

1. Flujos de caja descontados (DCF)

La valorización a través de flujos de caja descontados, se realiza considerando a la compañía como empresa en marcha, para lo cual se plantean los siguientes supuestos:

1.1 Supuestos generales

Los supuestos generales se plantean en la siguiente tabla:

Tabla 5. Supuestos generales DCF

Ingresos
Cerveza
* La proyección de la venta de cerveza se realiza en función a las estimaciones de incremento del consumo <i>per cápita</i> en el país y del crecimiento de la población.
* Para la estimación, se considera el crecimiento de las ventas en el mercado mexicano para periodos de diez años, ya que dicho mercado tiene una cultura similar, en el cual se observaron crecimientos entre 1,4% y 4,1% para intervalos de diez años desde 1994 al 2013, siendo la media de 2,79%.
* El dato de crecimiento anual promedio considerado para la valorización fue de 2,55%, que fue el observado en México durante el periodo 1999 al 2009, el cual se encuentra por debajo de la media actual de UCPBJ de 2,9%, por lo cual se está siendo conservador. Con esto, el consumo <i>per cápita</i> estimado para Perú al año 2024 es de 57,2 litros, el cual se encuentra ligeramente por encima al promedio de la región a la fecha de 56 litros.
*La proyección supone un incremento de 12,7 litros en el consumo <i>per cápita</i> para los próximos diez años, que se encuentra por debajo de los crecimientos para este mismo rango de tiempo en el Perú al 2012 (22,5 lt.), 2013 (20,3 lt.) y 2014 (15,5 lt.), siendo coherente que sea menor al mostrarse una desaceleración en el crecimiento en el consumo en los últimos años.
* A partir de ello, se asume que se mantiene una participación de mercado de Backus promedio de 95,0%.
* Finalmente, en función a la participación en volumen y la variación porcentual del precio de venta se determinan las ventas anuales.

Gaseosas, malta
* La proyección de ventas de gaseosas y malta se realiza en función al crecimiento histórico, al no ser muy representativas en los ingresos, en promedio en los últimos cinco años representan el 6% de la venta total.
Otros ingresos
* En cuanto a otros ingresos, como alquileres, regalías, entre otros; se considera un monto similar al último año.
Costo de ventas
* En el costo de ventas, existen cuatro variables principales: gastos de personal, consumo de materias primas, servicios recibidos de terceros y depreciación.
* En el caso de depreciación, se realizará una proyección en base al histórico y a las nuevas inversiones.
* En servicios recibidos por terceros, se asume una disminución debido a la mayor eficiencia.
* Para el consumo de materias primas y gastos de personal, se asume un porcentaje de las ventas.
* De acuerdo con la política de la empresa cualquier aumento en consumo de materiales debido al incremento de costos es compensado con las otras partidas lo componen.
Gastos de administración
Se asume un porcentaje sobre las ventas y se incrementa con la inflación.
Gastos de ventas
Se asume un porcentaje sobre las ventas.
Otros ingresos y gastos operativos
Se asume un porcentaje sobre las ventas.
Capital de trabajo
En base a los días de cobranza, pago e inventarios (ciclo de conversión de efectivo)
Gastos de capital (capex)
* En entrevista realizada en febrero de 2015 al CEO, se estimó inversiones en el orden de los trescientos millones por año, luego del tercer año se ajusta por inflación.
* Esta cifra fue ajustada de acuerdo con la necesidad de crecimiento de las plantas para cubrir la demanda proyectada.
* Asimismo, la política de la empresa es autofinanciar sus inversiones, solo en caso sea necesario toman financiamientos para cubrir sus inversiones.
Perpetuidad
Se asume 2% correspondiente al crecimiento de la población.

Elaboración propia, 2015.

1.2 Costo promedio ponderado de capital (WACC)

Se consideran dos WACC, el primero para los años 2015 al 2017 y el segundo para los siguientes siete años. Esto debido a las perspectivas de crecimiento de las tasas de interés. De acuerdo con los supuestos utilizados para el cálculo de las tasas WACC, se obtiene 8,9% para los tres primeros años y 10,3% del año cuarto en adelante (ver anexo 10)

1.3 Valor estimado

Luego de los cálculos realizados, se obtuvo como valor de la empresa S/. 19.134 millones, a lo cual descontando la deuda neta y agregando el disponible se tiene como valor de capital S/. 18.912 millones (para mayor detalle ver anexo 8). Con dicho valor, se procedió a calcular el valor fundamental por acción, considerando además la estructura de precios por cada tipo de acuerdo con lo indicado en el anexo 9, con lo que se obtuvo un precio de acción “A” de S/.139,32, “B” S/.140,95 e “T” S/.14,10.

2. Dividendos

La valorización por dividendos descontados se realizó a partir de la proyección del estado de resultados a diez años, considerando lo siguiente:

- El ratio Payout promedio de los últimos dos años ascendente a 98,7%.
- La tasa de rendimientos exigidos por los accionistas calculadas para la metodología de flujos de caja descontados de 9% para los tres primeros años y 10% del año 4 al 10.
- Los ratios de rentabilidad obtenidos a partir de la proyección del estado de resultados y del balance general.
- Se realizó el descuento de las utilidades a distribuirse en los primeros nueve años y en el décimo año se estimó el valor de la empresa a perpetuidad con una tasa del 1,4% mediante el modelo de Gordon–Shapiro.

El valor de la empresa estimado a partir de este método es de S/. 17.842 millones, con lo cual se obtuvo un precio de acción “A” de S/. 131,44, “B” de S/. 132,98 e “T” de S/. 13,31 (ver anexo 13).

3. Múltiplos de empresas comparables

Para la valorización por este método, se seleccionaron cinco empresas con estructuras similares a la de Backus, de acuerdo con la metodología explicada en el anexo 14.

Considerando el promedio de los ratios P/E y EV/EBITDA y a partir de los datos de Backus, se calculó el valor de la compañía dando igual peso a cada múltiplo, y se obtuvo el valor de S/. 21.254 millones, a lo cual se descontó la deuda total y se añadió el disponible, lo que dio como

resultado el valor del capital en S/. 21.477 millones; con lo cual resultó un precio de acción “A” de S/. 158,21, “B” de S/. 160,06 e “T” de S/. 16,02.

4. Transacciones comparables

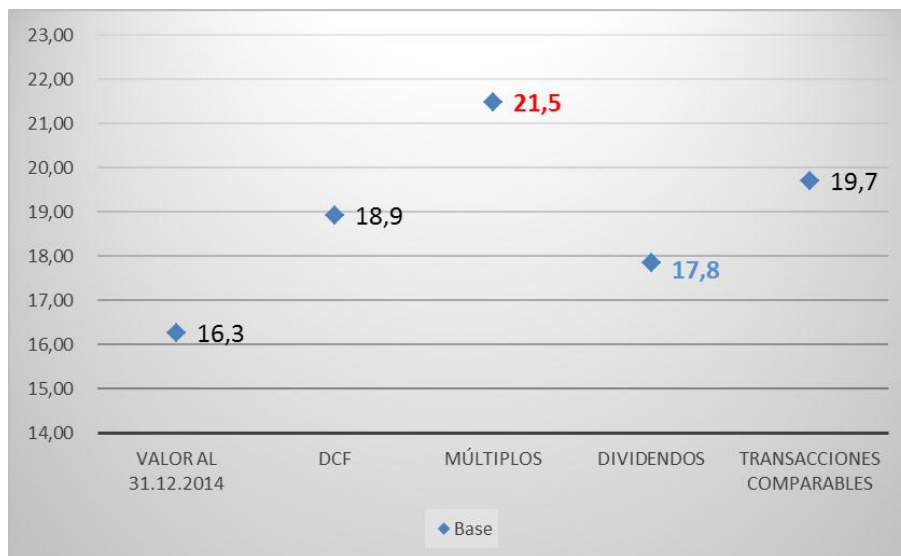
La valorización por este método, se realiza a partir de transacciones comparables identificadas de empresas del rubro. Para el análisis presentado en este trabajo, se han identificados tres transacciones, el detalle de estas puede encontrarse en el anexo 15.

A partir del promedio del indicador EV/EBITDA de las transacciones antes descritas se obtuvo como valor de la empresa la suma de S/. 19.919 millones, a lo cual descontando la deuda neta y agregando el disponible se tiene como valor de capital S/. 19.697 millones; con lo que resultó un precio de acción “A” de S/. 145., 10, “B” de S/. 146,80 e “T” de S/. 14,69.

5. Resumen de valorizaciones por método

A partir de las cuatro metodologías de valorización utilizadas, se tiene como valor de la empresa entre S/. 17.842 millones y S/. 21.476 millones, siendo el valor promedio de S/. 19.482 millones. En el gráfico 14, se presenta el valor promedio obtenido por método en comparación al valor de la empresa a cierre de 2014 es S/. 16.266 millones.

Gráfico 14. Valor de la empresa por método



Elaboración propia, 2015.

6. Análisis de escenarios

El análisis de escenarios se realizó sobre los resultados obtenidos en la valorización mediante flujos de caja descontados (DCF). Se consideraron variaciones en el WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad y el consumo *per cápita* de cerveza. En el primer caso, se simuló variaciones de un punto porcentual por debajo y por encima de las tasas bases planteadas, mientras que para la perpetuidad se asumieron variaciones de hasta un punto porcentual por encima y debajo. Para el caso del consumo *per cápita*, se asumieron variaciones porcentuales de acuerdo con los máximos y mínimos observados en el mercado mexicano para periodos de diez años que fueron 1,4% y 4,1%.

Tabla 6. Precios por tipo de acción y escenario

Tipo acción	Base	Optimista	Pesimista
A	143,52	170,93	123,55
B	145,20	172,93	125,00
I	14,53	17,30	12,51

Elaboración propia, 2015.

Capítulo IX. Resumen de inversión

1. Resultados

Al 31 de diciembre de 2014, considerando los precios de los tres tipos de acciones de la empresa cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima, la capitalización de mercado de Backus es de S/. 16.266 millones. Mientras que, a partir de las cuatro metodologías de valorización utilizadas, se tiene que valor de la empresa se encuentra entre S/. 17.842 millones y S/. 21.476 millones, por lo que el valor promedio es S/. 19.482 millones.

Es importante señalar que del análisis de escenarios realizado se concluye que, incluso en el escenario pesimista, los precios de las acciones son similares a los valores de mercado al 31 de diciembre de 2014.

2. Recomendaciones

La recomendación es comprar/mantener las acciones de la UCPBJ, ya que se observa que existe un potencial de apreciación de entre 16,2% y 20,4% comparado con los precios a cierre de 2014, de acuerdo con el tipo de acción. Aunque este potencial de apreciación se ha reducido, ya que al 30 de setiembre del 2015 los precios se incrementaron, por lo que el potencial de apreciación actual se encuentra entre 11,3% y 13,9%.

El potencial de apreciación de las acciones de Backus se sustenta en lo siguiente:

- Mercado potencial alto, debido a que el consumo *per cápita* de cerveza en el Perú se encuentra por debajo al promedio de la región Sudamericana, y al mercado informal de alcohol que se estima concentra más del 30,0% de las ventas de bebidas alcohólicas en el Perú
- Inversiones para mejoras y capacidad productiva en planta permanentes
- Crecimiento potencial en el mercado de bebidas sin alcohol
- Valores de mercado bajo en comparación a empresas similares de otros países
- Sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía local

Bibliografía

Agriculture and Agri-Food Canada (2015). “The Canadian Brewery Industry”. En: *Portal de Agriculture and Agri-Food Canada*. Fecha de consulta: 02/11/2015. <<http://www.agr.gc.ca/eng/industry-markets-and-trade/statistics-and-market-information/by-product-sector/processed-food-and-beverages/the-canadian-brewery-industry/?id=1171560813521>>

Bloomberg (2014). “AB InBev to Pay \$ 5.8 Billion for Korea’s Oriental Brewery”. En: *Portal Bloomberg Business*. 20 de enero de 2014. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-01-20/ab-inbev-to-pay-5-8-billion-to-reacquire-oriental-breweryZ>>

Bolsa de Valores de Lima (2015). “Empresas con valores listados”. En: *Portal de la Bolsa de Valores de Lima*. Fecha de consulta: 02/11/2015. <http://www.bvl.com.pe/inf_financiera21802_QkFDS1VBQzE.html>

Bolsa de Valores de Lima (2015). “Empresas con valores listados. Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.”. En: *Portal de la Bolsa de Valores de Lima*. Fecha de consulta: 02/11/2015. <http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa21802_QkFDS1VBQzE.html>

DECRETO SUPREMO N° 167-2013-EF Modifican el Literal D del Nuevo Apéndice IV del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo y se dictan medidas para facilitar su aplicación

Diario de Fusiones & Adquisiciones (2013). “AB InBev concluyó la adquisición del 44,5% de Grupo Modelo de México por US\$ 17.995,7 millones”. 10/06/2013. Fecha de consulta: 03/11/2015. <http://www.diariodefusiones.com/?AB_InBev_concluyo_la_adquisicion_del_44%2C5%25_de_Grupo_Modelo_de_Mexico_por_US__17.995%2C7_millones&page=ampliada&id=656&_s=&_page=tags>

El Comercio (2015). “Zavala: Backus lanzará dos nuevas cervezas premium este año”. En: *Diario El Comercio*. 2 de febrero de 2015. Fecha de consulta: 03/11/2015.

<<http://elcomercio.pe/economia/negocios/backus-lanzaremos-dos-nuevas-marcas-este-ano-noticia-1788702>>

El Comercio (2014). “Tres cervezas que no llegaron a tener éxito en el Perú”. En: *Diario El Comercio*. 5 de agosto de 2014. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://elcomercio.pe/economia/negocios/tres-cervezas-que-no-llegaron-tener-exito-peru-noticia-1747059>>

El Comercio (2014). “Planta Backus en Arequipa es la número uno para SAB Miller”. En: *Diario El Comercio*. 24 de mayo de 2014. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://elcomercio.pe/economia/negocios/planta-backus-arequipa-numero-uno-sab-miller-noticia-1732366>>

El Comercio (2014). “Jóvenes gastan en promedio S/. 25 en consumo de ronés”. En: *Diario El Comercio*. 14 de marzo de 2014. Fecha de consulta: 02/11/2015. <http://elcomercio.pe/economia/negocios/jovenes-gastan-promedio-s25-consumo-rones-noticia-1715763?ref=nota_economia&ft=mod_leatambien&e=titulo>

El Comercio (2014). “Incremento del ISC a licores golpea el mercado cervecero”. En: *Diario El Comercio*. 8 de octubre de 2014. Fecha de consulta: 02/11/2015. <http://elcomercio.pe/economia/peru/incremento-isc-licores-golpea-al-mercado-cervecero-noticia-1762514?ref=nota_economia&ft=mod_leatambien&e=titulo>

El Comercio (2013). “Pilsen Callao: 150 años de la primera cerveza del Perú”. En: *Diario El Comercio*. 10 de octubre de 2013. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://elcomercio.pe/blog/huellasdigitales/2013/10/pilsen-callao-150-anos-de-trad>>

Finance Asia (2014). “AB InBev regains Oriental Brewery for \$ 5.8bn”. En: *Portal Finance Asia*. 20 de enero de 2014. Fecha de consulta: 03/11/2014. <<http://www.financeasia.com/News/370030,ab-inbev-regains-oriental-brewery-for-58bn.aspx>>

Gestión (2015). “Abraxas pone a Perú como primero en la región en entrar a ultrapremium”. En: *Diario Gestión*. 26 de febrero de 2015. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://gestion.pe/empresas/abraxas-pone-peru-como-primero-region-entrar-ultrapremium-2124555>>

Gestión (2014). “La cerveza y el impuesto que evita la competencia por precios”. En: *Diario Gestión*. 2 de octubre de 2011. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://gestion.pe/economia/cerveza-y-impuesto-que-evita-competencia-precios-2110139>>

Gestión (2014). “Cerveceros artesanales se unen para fortalecer sus condiciones de competencia”. En: *Diario Gestión*. 3 de diciembre de 2014. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://gestion.pe/tendencias/cerveceros-artesanales-se-unen-mejorar-sus-condiciones-competencia-2115685>>

Instituto Nacional de Estadística y Geografía (2015). *Estadísticas históricas de México 2014-2015*. México D.F.: Instituto Nacional de Estadística y Geografía.

Market Wired (2013). “Euromonitor International identifica las 5 principales tendencias de bebidas alcohólicas en países del continente americano”. En: *Portal Market Wired*. 7 de mayo de 2013. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://www.marketwired.com/press-release/euromonitor-international-identifica-las-5-principales-tendencias-de-bebidas-alcoh%C3%B3licas-1787634.htm>>

Reuters (2015). “Kirin buys \$560 million stake in Myanmar's top brewer from F&N”. En: *Portal Reuters*. 19 de agosto de 2015. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://www.reuters.com/article/2015/08/19/us-kirin-holdings-myanmar-idUSKCN0Q00AE20150819>>

Robinson, Thomas R.; Henry, Elaine; Pirie, Wendy L; Broihahn (2012). *International Financial Statement Analysis*. 2^a ed. Nueva Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Pinto, Jerald; Henry, Elaine; Robinson, Thomas R.; Stowe, John (2010). *Equity Asset Valuation*. 2^a ed. Nueva Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (2015). *Informe anual de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Apoyo & Asociados*. Lima: Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (2015). “Historia”. En: *Portal de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* Fecha de consulta: 02/11/2015. <<http://backus.pe/nosotros/historia/>>

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (2015). “Gobierno corporativo y transparencia”. En: *Portal de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* Fecha de consulta: 02/11/2015. <<http://backus.pe/nosotros/gobierno-corporativo-y-transparencia/>>

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (2006). *Informe de valorización de acciones con derecho a voto para OPA UCPBJ y subsidiarias*. Lima: Enfoca.

Wakabayashi, José Luis (2015). “Pilsen Callao vs. Tres Cruces ¿Está por comenzar una guerra en el Callao?”. En: *Conexión Esan*. 25/03/2015. Fecha de consulta: 03/11/2015. <<http://www.esan.edu.pe/conexion/bloggers/el-critico-del-marketing/2015/03/pilsen-callao-vs-tres-cruces-esta-por-comenzar-guerra-callao/>>

Entrevista

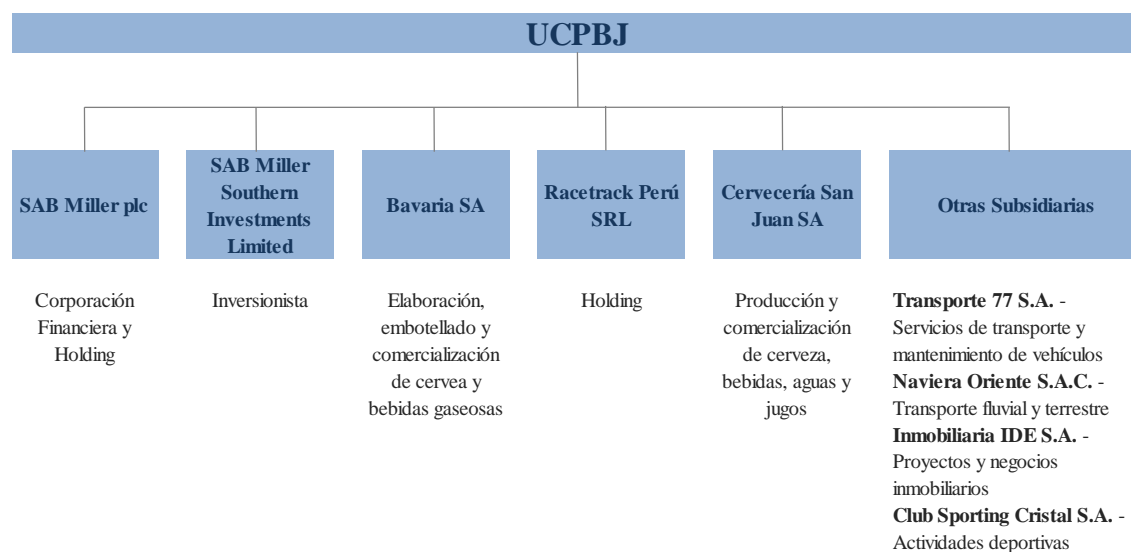
Sr. Javier Hiu Fai Mak (Agosto 2015) Ejecutivo del área de Planeamiento empresarial de Unión de Cervecerías Backus y Johnston, Lima

Anexos

Anexo 1. Principales accionistas

Accionista	Tenencia	Porcentaje	Nacionalidad
Racetrack Perú S.R.L. ¹	51.879.879	68,2213%	Peruana
Bavaria S.A.	23.761.797	31,2464%	Colombiana
Otros	404.819	0,53230%	
Total Acciones Clase A	76.046.495	100,0000%	
Fondo Popular 1 Renta Mixta	1.044.273	51,5510%	Peruana
Cervecería San Juan S.A.	173.747	8,5771%	Peruana
Otros	807.687	39,87190%	
Total Acciones Clase B	2.025.707	100,0000%	
Racetrack Perú S.R.L.	506.286.391	88,8979%	Peruana
Otros	63.228.324	11,1021%	
Total Acciones de Inversión	569.514.715	100,0000%	

Elaboración propia, 2015.



Elaboración propia, 2015.

¹ Con el objetivo de expandir sus operaciones en Latinoamérica, SAB Miller constituyó la empresa Racetrack LLC (Racetrack) bajo las leyes de Delaware -Estados Unidos como vehículo legal para efectuar adquisición de Bavaria S.A. (Bavaria) y de sus empresas relacionadas en América Latina.

Anexo 2. Frecuencia de negociación de las acciones

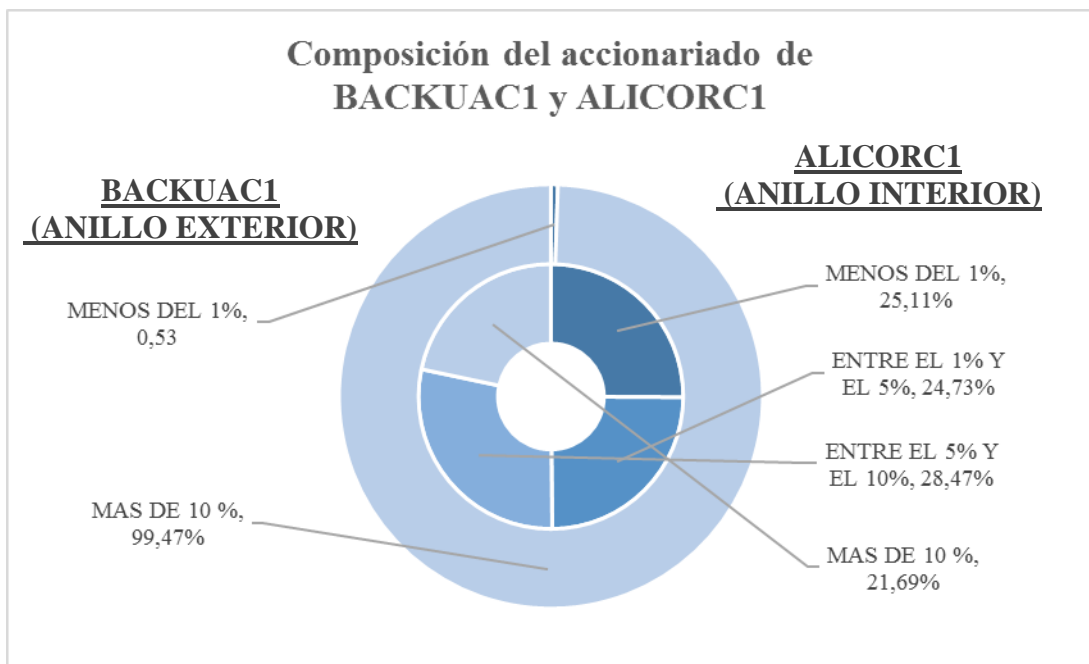
En el presente año, las acciones de Backus con derecho a voto muestran una frecuencia de negociación trimestral promedio del 21%. A modo de comparación, se revisó la frecuencia de negociación de las acciones de Alicorp. Estas acciones son las más líquidas del sector consumo y forman parte del índice S&P-BVL LIMA 25 (que agrupa las veinticinco acciones más líquidas del mercado peruano). En el gráfico adjunto, se observa que estas acciones bordean casi el 100% de frecuencia de negociación.

Las acciones de inversión de Backus (BACKUSI1) también son altamente líquidas mientras que las acciones del tipo B muestran una tendencia oscilante de alta a mediana negociación.

Por otro lado, el valor negociado de las acciones de Alicorp con derecho a voto desde el 1 de enero de 2015 hasta el 21 de agosto de 2015 ascendió a más de 405 610MM. En cambio el volumen negociado de las acciones de Backus para el mismo periodo solo ascendió a 1 743M, es decir, el valor negociado de Alicorp es 232 veces el monto negociado de Backus.

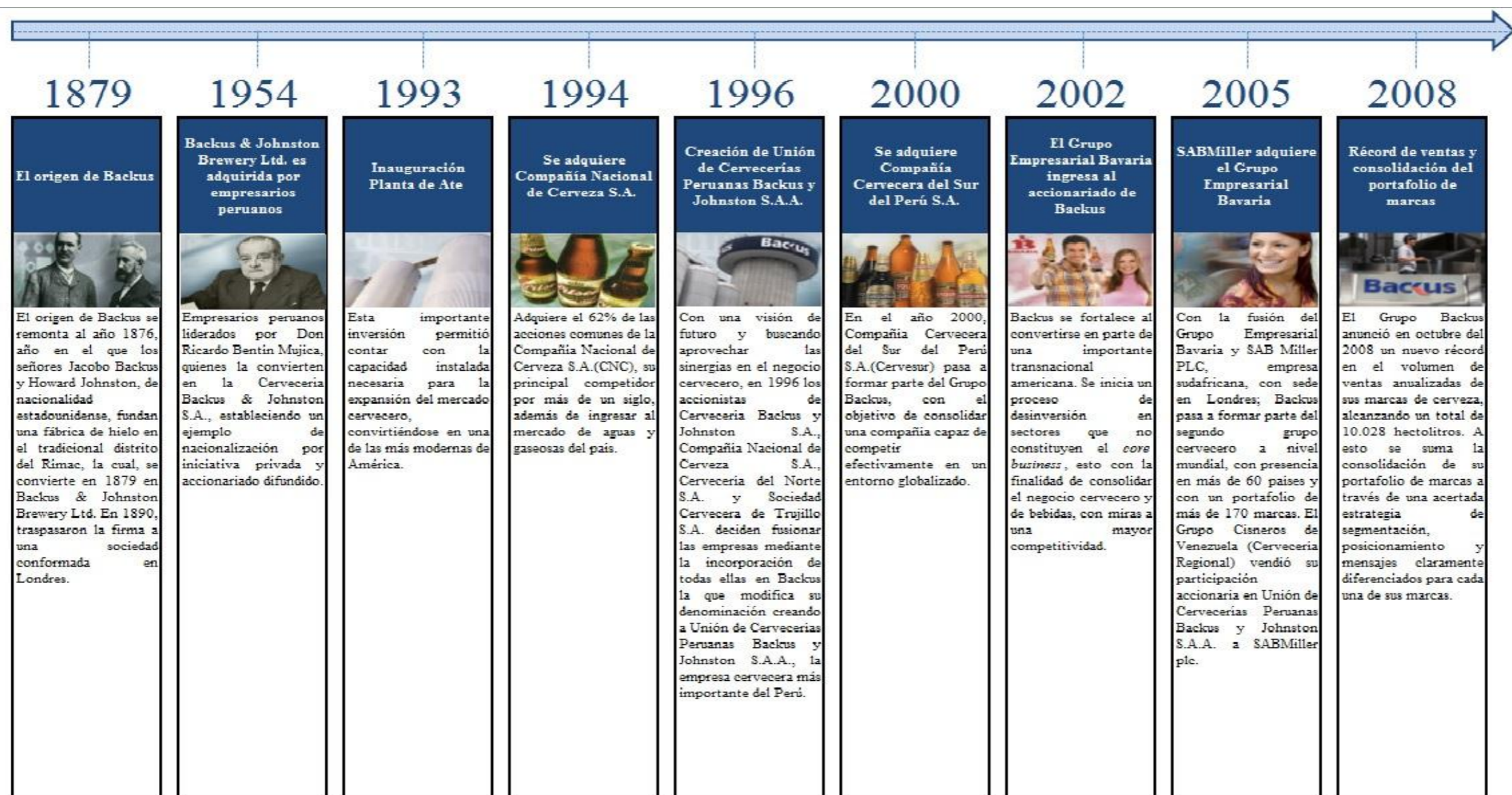
Las acciones tipo B y de inversión si bien muestran mayores valores negociados que las del tipo A, también se encuentran muy por debajo de los volúmenes negociados por Alicorp.

A modo de comparación, en el gráfico siguiente se muestra la composición de accionariado de las acciones de la UCPBJ y Alicorp con derecho a voto.



Elaboración propia, 2015.




Anexo 3. La línea del tiempo



Elaboración propia, 2015.


Anexo 4. Portafolio de marcas

Bebidas alcoholicas

<i>Mainstream</i>			
			

<i>Upper mainstream</i>	<i>Premium</i>	<i>Super premium</i>	
			

Bebidas no alcoholicas (aguas y gaseosas)

Malta	Gaseosas	Agua
		

Elaboración propia, 2015.

Anexo 5. Plantas procesadoras

PLANTAS DE PRODUCCION BACKUS			
UBICACIÓN	CIUDAD	CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN EN HECTOLITROS POR AÑO	MARCAS
Ate	Lima	6.100.000	Cristal, Pilsen Callao, Cusqueña , Barena, Malta Cusqueña y Pilsen Polar
Motupe	Lambayeque	3.400.000	Cristal y Pilsen Callao
Arequipa	Arequipa	1.560,00	Arequipeña, Cusqueña, Cristal, Pilsen Callao, Malta Cusqueña.
Cusco	Cusco	740.000	Cusqueña, Cristal y Pilsen Callao
San Juan	Pucallpa	1.050.000	San Juan, Cristal y Pilsen Callao
San Mateo	Huarocharí - Lima	1.500.000	San Mateo
PROCESO	CIUDAD	CAPACIDAD DE PRODUCCION EN TONELADAS POR AÑO	PRODUCTOS
Maltería	Ñaña	89.000	Malta
Maltería	Ñaña	64.500	Maíz

Elaboración propia, 2015.

Anexo 6. Riesgos financieros

Riesgo de tipo de cambio	2014		2013	
	US\$000	EUR 000	US\$000	EUR 000
Activos financieros				
Efectivo y equivalente de efectivo	8.294	3.228	6.51	6.842
Cuentas por cobrar comerciales	2.667	0	7.868	0
Otras cuentas por cobrar	4.548	319	6.233	29
	15.509	3.547	20.652	6.871
Pasivos financieros				
Cuentas por pagar comerciales	(60.393)	(6,.84)	(48.740)	(10.267)
Otras cuentas por pagar	(936)	0	(1.972)	0
	(61.329)	(6.784)	(50.712)	(10.267)
Pasivo neto	(45.820)	(3.237)	(30.060)	(3.396)
Pérdida de cambio neta del ejercicio en S/.	(13.521)		(17.676)	
Impacto potencial en el estado de resultados del año¹				
Aumento del 5% en la moneda funcional	4.099	383	2.576	387
Disminución del 5% en la moneda funcional	(4.099)	(383)	(2.576)	(387)

¹ Manteniendo el resto de variables constantes

	Menos de 1 año S/.000	Entre 1 y 2 años S/.000	Entre 2 y 5 años S/.000	Mayor a 5 años S/.000	TOTAL S/.000
Al 31 de diciembre de 2014					
Obligaciones financieras	132.674	25.501	305.793	42.960	506.928
Cuentas por pagar entidades relacionadas	26.010	0	0	0	26.010
Provisión por beneficio de empleados	990	1.030	3.406	30.188	35.614
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	510.595	0	0	130.033	640.628
	670.269	26.531	309.199	203.181	1.209.180
Al 31 de diciembre de 2013					
Obligaciones financieras	135.318	133.322	145.771	42.825	457.236
Cuentas por pagar entidades relacionadas	20.026	0	0	0	20.026
Provisión por beneficio de empleados	1.286	1.260	3.510	26.932	32.988
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	434.119	0	0	149.470	583.589
	590.749	134.582	149.281	219.227	1.093.839

Anexo 7. Elección de empresas para la valorización por múltiplos y flujo de caja descontado

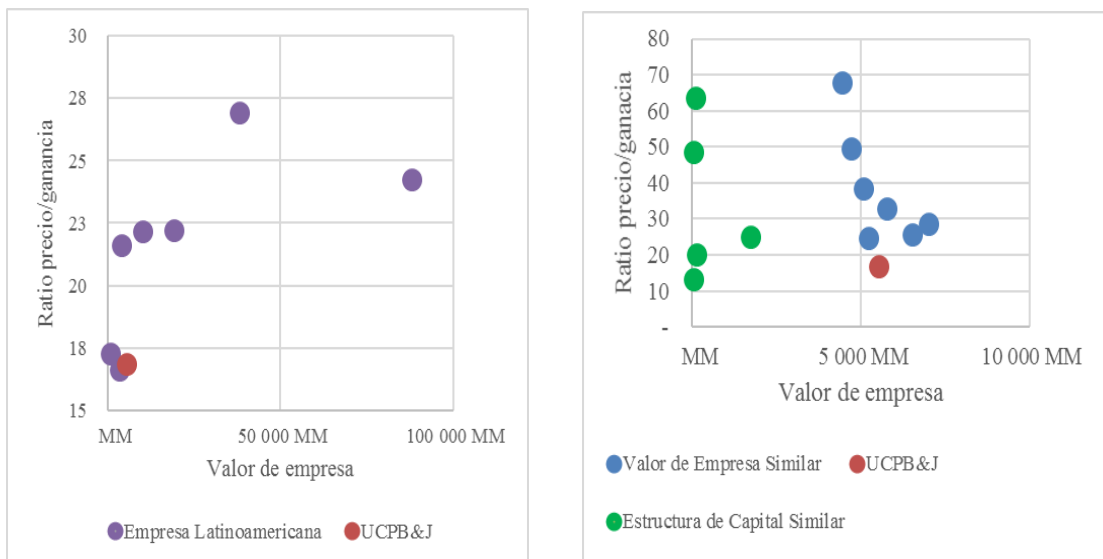
Para el análisis de comparables, se recomienda identificar empresas de la misma industria o industrias cercanas que tengan el mismo grado de apalancamiento financiero y tamaño. En la base de datos de Bloomberg, (441 compañías, en las cuales se incluyen empresas productoras y/o embotelladoras de vinos, bebidas gaseosas, alcoholes destilados, jugos, té y café) no se encuentran empresas que sean del mismo tamaño y a la vez tengan la misma estructura de capital que UCPBJ. Por lo tanto, se procedió a comparar estas variables de manera separada.

Las empresas de similar tamaño (medido por su valor de empresa) a UCPBJ se muestran con puntos azules en el gráfico siguiente. Estas tienen P/E mucho más altos, lo cual imposibilita el análisis de UCPBJ. Las empresas con el mismo grado de apalancamiento financiero se grafican con puntos verdes. También se puede observar que estas son de un tamaño mucho menor al de UCPBJ y a su vez, sus P/E muestran mayor dispersión con respecto al P/E actual de UCPBJ, con lo cual también se imposibilita el análisis de comparación.

Análisis de comparables con empresas latinoamericanas

Dada la alta dispersión de P/E que tienen las empresas con el mismo tamaño o estructura de capital de UCPBJ, procederemos a realizar el análisis con empresas latinoamericanas. Observamos que las empresas del sector embotellador de bebidas gaseosas y cervecero presentan P/E bastantes similares al de la UCPBJ.

Análisis de comparables – principales ratios



Por lo tanto, para realizar el análisis se siguieron los siguientes criterios:

- Se incluyen empresas productoras y/o embotelladoras de cerveza o bebidas gaseosas.
- Se excluyen empresas vitivinícolas o relacionadas a la producción de jugos.
- Se excluyen los datos de la empresa cervecera GRUPO MODELO S.A.B.-SER C de México (productora de Corona) por tener un P/E de 76,54, un valor atípico (*outlier*) y lejano del rango en que se encuentran las empresas tomadas como punto de comparación.

Las siguientes empresas resultan ser los mejores comparables para efectos de la valorización:

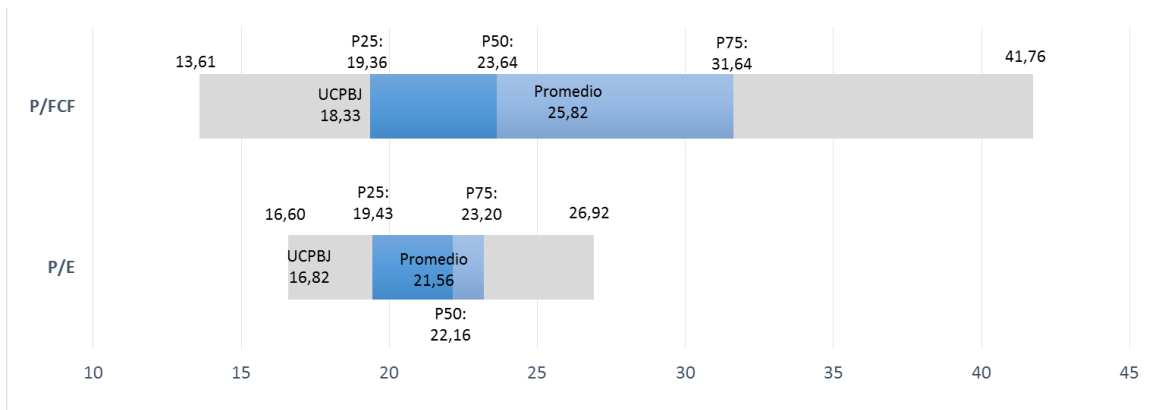
Principales indicadores de empresas comparables

Nombre	País	P/E	EV/TM EBITDA	EV/EBIT DA FY1	EV/EBIT DA FY2
ARCA CONTINENTAL SAB DE CV	México	22,16	11,62	11,00	10,22
COCA-COLA FEMSA SAB-SER L	México	22,18	10,55	10,43	9,67
AMBEV SA	Brasil	24,21	15,36	14,01	12,94
FOMENTO ECONOMICO MEXICA-UBD	México	26,92	14,54	13,60	12,25
CIA CERVECERIAS UNIDAS SA	Chile	21,62	10,39	10,29	9,41

Elaboración propia, 2015.

Los resultados obtenidos se grafican en el cuadro siguiente:

Análisis de comparables



Elaboración propia, 2015.

Anexo 8. Flujo de caja proyectado (2015-2014)

Flujo de caja descontado																	
(en miles de soles)	Actual					CAGR (10 - 14)	Proyección										CAGR (15- 24)
	2010	2011	2012	2013	2014		2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
Ventas	3.205	3.586	3.833	4.004	4.174	7%	4.370	4.683	5.022	5.389	5.787	6.218	6.686	7.197	7.753	8.362	7%
<i>Cerveza</i>	2.784	3.215	3.564	3.675	3.820	8%	3.963	4.214	4.481	4.764	5.064	5.381	5.717	6.072	6.449	6.847	6%
<i>Gaseosas, malta y agua</i>	119	169	238	267	323	28%	376	438	510	594	692	806	939	1.093	1.274	1.483	16%
<i>Otros Ingresos</i>	302	202	31	62	31	-43%	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	0%
<i>% crecimiento</i>		11,9%	6,9%	4,5%	4,2%		4,7%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	
Costo de ventas	-1.133	-1.115	-1.100	-1.136	-1.193	1%	-1.234	-1.322	-1.417	-1.482	-1.535	-1.636	-1.756	-1.885	-2.013	-2.145	6%
Margen bruto	2.072	2.471	2.733	2.867	2.980	10%	3.137	3.361	3.605	3.907	4.251	4.582	4.930	5.311	5.740	6.217	8%
<i>% margen bruto</i>	64,6%	68,9%	71,3%	71,6%	71,4%		71,8%	71,8%	71,8%	72,5%	73,5%	73,7%	73,7%	73,8%	74,0%	74,4%	
Gastos de ventas	-944	-958	-1.019	-1.047	-1.103	4%	-1.185	-1.271	-1.364	-1.456	-1.551	-1.665	-1.791	-1.929	-2.075	-2.234	7%
Gastos de administración	-393	-413	-403	-437	-528	8%	-504	-540	-579	-620	-663	-712	-766	-825	-888	-957	7%
Otros gastos operativos	-38	-32	-56	-64	-47	6%	-50	-53	-57	-61	-66	-71	-76	-82	-88	-95	7%
Otros ingresos operativos	38	39	63	112	104	28%	99	105	112	119	126	134	143	151	161	171	6%
Margen operativo	735	1.106	1.319	1.431	1.406	18%	1.498	1.602	1.717	1.889	2.097	2.268	2.439	2.628	2.849	3.101	8%
<i>% margen operativo</i>	22,9%	30,9%	34,4%	35,8%	33,7%		34,3%	34,2%	34,2%	35,1%	36,2%	36,5%	36,5%	36,5%	36,7%	37,1%	
Depreciación & amortización:	-	-	-	-	-		-241	-265	-290	-268	-224	-231	-253	-275	-284	-283	
<i>% ventas</i>	9,3%	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%												
EBITDA	1.032	1.322	1.542	1.665	1.650	12%	1.739	1.868	2.007	2.158	2.321	2.499	2.692	2.903	3.133	3.384	7%
<i>% EBITDA / Ventas</i>	32,2%	36,9%	40,2%	41,6%	39,5%		39,8%	39,9%	40,0%	40,0%	40,1%	40,2%	40,3%	40,3%	40,4%	40,5%	
<i>Tasa efectiva del impuesto</i>	32,8%	32,5%	32,3%	32,2%	30,5%		28,0%	28,0%	27,0%	27,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	
Impuestos	-239	-358	-423	-447	-413		-412	-440	-455	-500	-536	-581	-625	-674	-731	-797	
Capex		-320	-417	-378	-385		-330	-335	-341	-350	-359	-368	-377	-386	-396	-406	
<i>% sales</i>		8,9%	10,9%	9,4%	9,2%		7,6%	7,2%	6,8%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%	5,4%	5,1%	4,9%	
Variación de capital de trabajo		30	24	7	-7		1	2	2	3	3	3	3	4	4	4	
Flujo de caja libre despalancado		674	726	847	845		999	1.094	1.213	1.310	1.429	1.554	1.694	1.847	2.010	2.186	

Elaboración propia, 2015.

Anexo 9. Estimación del beta y de la estructura porcentual por tipo de acción

Estimación del beta

Empresa	Beta apalancado (1)	Valor de mercado de la deuda (2) %	Valor de mercado del Equity (3)	Deuda/Equity	Equity/total activos	Tasa de impuesto marginal	Beta desapalancado (4)
ARCA CONTINENTAL SAB DE CV	0,80	24,22	100,00	24,2%	80,5%	30%	0,68
COCA-COLA FEMSA SAB-SER L	1,03	37,48	100,00	37,5%	72,7%	30%	0,82
AMBEV SA	0,61	5,67	100,00	5,7%	94,6%	25%	0,59
FOMENTO ECONOMICO MEXICA-UBD	1,05	26,86	100,00	26,9%	78,8%	30%	0,88
CIA CERVECERIAS UNIDAS SA	0,97	14,82	100,00	14,8%	87,1%	23%	0,87
Mediana	0,97			24,2%	80,5%		0,82
Promedio	0,89			21,8%	82,8%		0,77

(1) De Bloomberg

(2) Porcentaje respecto a Equity

(3) Base para el cálculo de porcentaje de deuda.

(4) Beta desapalancado = beta apalancado / (1 + Deuda/Equity) x (1-t)

Elaboración propia, 2015.

Año / Acción	"A"	"B"	"I"
Promedio 2010	61,6%	1,3%	37,1%
Promedio 2011	56,9%	1,5%	41,5%
Promedio 2012	55,1%	1,4%	43,5%
Promedio 2013	55,3%	1,5%	43,2%
Promedio 2014	56,8%	1,6%	41,6%
N° Acciones	76.046.495	2.025.707	569.514.715
Promedio 2011-2014	56,0%	1,5%	42,5%

Elaboración propia, 2015.

Anexo 10. Cálculo de los costos promedios ponderados de capital (WACC)

Modelo FCD			
WACC 1		WACC 2	
Cálculo del WACC (1)		Cálculo del WACC	
Estructura de capital (2)		Estructura de capital	
Deuda a valor de mercado	491	Deuda a valor de mercado	825,00
Capitalización de mercado	16,266	Capitalización de mercado	16.266
Deuda sobre capital total	2,9%	Deuda sobre capital total	2,9%
Equity sobre capital total	97,1%	Equity sobre capital total	97,1%
Ratio deuda/ Equity	3,0%	Ratio deuda/ Equity	3,0%
Costo de capital		Costo de capital	
Tasa libre de riesgo (3)	2,2%	Tasa libre de riesgo (8)	3,2%
Market risk premium (4)	4,6%	Market risk premium	4,6%
Beta apalancado (5)	0,89	Beta apalancado (9)	1,00
Riesgo país (6)	2,7%	Riesgo país	2,7%
Cost of Equity	9,0%	Cost of Equity	10,5%
Costo de la deuda		Costo de la deuda	
Costo de la deuda (7)	6,0%	Costo de la deuda	6,0%
Impuestos	28,0%	Impuestos	28,0%
Costo de la deuda después de impuestos	4,3%	Costo de la deuda después de Impuestos	4,3%
WACC	8,86%	WACC	10,35%

(1) Se consideran dos WACC: El primero para los años 2015 al 2017 y el segundo para los siguientes 7 años; esto debido a las perspectivas de crecimiento de las tasas de interés.

(2) Se mantiene la estructura al cierre de 2014, 2.9% sobre el capital; con esto se confirma la política de autofinanciamiento de Backus.

(3) Rendimiento de bonos a 10 años del Tesoro.

(4) Se obtiene de Damodaran 1932 - 2014.

(5) Estimado en función a datos de principales empresas cerveceras regionales o mundiales.

(6) *Credit default swap* de bonos peruanos. (Ajustado por relación de volatilidad de acciones entre volatilidad de bonos).

(7) Tasa promedio de principales préstamos.

(8) Se asume 100pb de incremento

(9) Se considera que el beta a largo plazo tiende a 1.

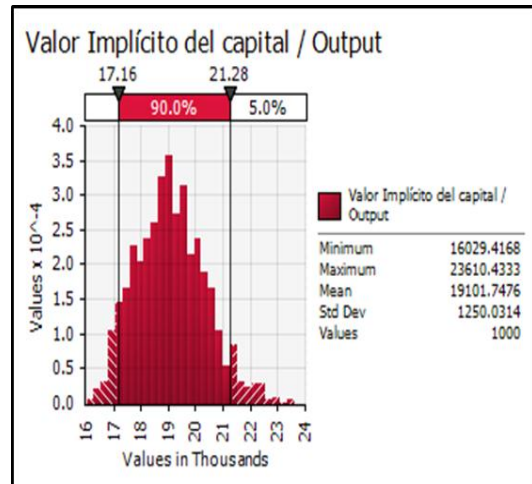
Elaboración propia, 2015.

Anexo 11. Análisis de escenarios de flujo de caja descontado

@RISK Output Report for Valor Implícito del capital / Output

Performed By: User

Date: lunes, 05 de octubre de 2015 08:42:58 p.m.

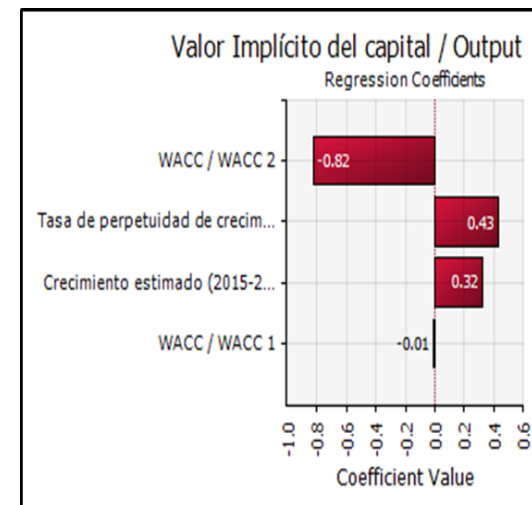
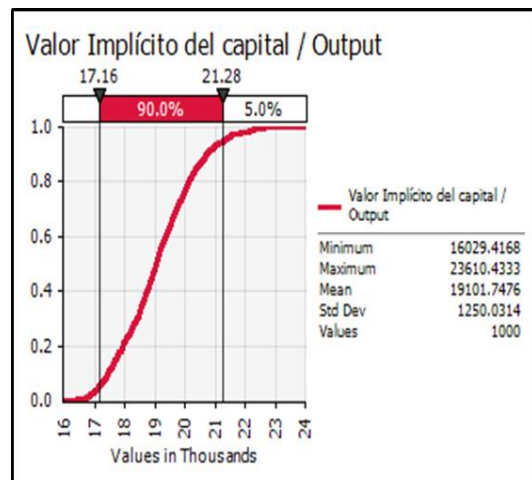


Simulation Summary Information

Workbook Name	Modelo FCD Backus 2015-10-05 risk.xlsx
Number of Simulations	1
Number of Iterations	1000
Number of Inputs	4
Number of Outputs	1
Sampling Type	Latin Hypercube
Simulation Start Time	10/5/15 20:42:07
Simulation Duration	00:00:25
Random # Generator	Mersenne Twister
Random Seed	1898753721

Summary Statistics for Valor Implícito del capital / Output

Statistics		Percentile	
Minimum	16.029	5%	17.159
Maximum	23.610	10%	17.447
Mean	19.102	15%	17.705
Std Dev	1.250	20%	17.951
Variance	1562578.532	25%	18.194
Skewness	0,303974748	30%	18.406
Kurtosis	2,861964117	35%	18.579
Median	19.058	40%	18.745
Mode	18.953	45%	18.908
Left X	17.159	50%	19.058
Left P	5%	55%	19.190
Right X	21.283	60%	19.380
Right P	95%	65%	19.548
Diff X	4.124	70%	19.713
Diff P	90%	75%	19.945
#Errors	0	80%	20.135
Filter Min	Off	85%	20.383
Filter Max	Off	90%	20.728
#Filtered	0	95%	21.283



Regression and Rank Information for Valor Implícito del capital / Output

Rank	Name	Regr	Corr
1	WACC / WACC 2	-0.821	-0,839
2	Tasa de perpetuidad de crecimiento / 2010	0.433	0,442
3	Crecimiento estimado (2015-2024) / 2003	0.325	0,320
4	WACC / WACC 1	-0.012	-0,024

Anexo 12. Análisis de sensibilidad-modelo flujo de descuento

Modelo FCD						
Análisis de Sensibilidad						
% Crecimiento de Perpetuidad						
WACC	18.912	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	8,3%	23.199	24.255	25.477	26.908	28.607
	9,3%	20.135	20.882	21.730	22.702	23.827
	10,3%	17.757	18.302	18.912	19.600	20.381
	11,3%	15.864	16.272	16.723	17.226	17.788
	12,3%	14.326	14.638	14.979	15.355	15.772

% Crecimiento Promedio de Ventas						
% Crecimiento Costo de Venta	18.912	4,3%	5,3%	6,3%	7,3%	8,3%
	5,3%	16.233	17.925	19.735	21.670	23.737
	5,8%	15.803	17.495	19.305	21.239	23.307
	6,3%	15.357	17.050	18.912	20.794	22.862
	6,8%	14.897	16.590	18.400	20.334	22.402
	7,3%	14.422	16.114	17.924	19.859	21.926

Elaboración propia, 2015.

Anexo 13. Valorización por dividendos descontados

Datos para el valor terminal

g	1,36%	ROE	103,0%
r	10,53%	Payout	98,7%

Pago de dividendos

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10 (valor terminal)
Dividendo total	1.034,81	1.106,79	1.201,51	1.321,64	1.491,26	1.614,82	1.737,27	1.871,77	2.030,47	2.212,19
Tiempo	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
Re	9,00%	9,00%	9,00%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%
Valor Actual	991,16	972,57	968,61	930,96	950,37	931,07	906,25	883,39	866,99	9.441,48

Valor implícito del capital	17.842.85
-----------------------------	------------------

	Distribución	Nº Acciones (En MM)	Valor por tipo	Valor acción
Acción A	56%	76	9.995,77	131,44
Acción B	2%	2	269,38	132,98
Acción I	42%	570	7.577,70	13,31
	100%	648	17.842,85	

Elaboración propia, 2015.

Anexo 14. Valorización por múltiplos

Empresa	P/E	EV/TTM EBITDA	EV/EBITDA FY1	EV/EBIT DA FY2
ARCA CONTINENTAL SAB DE CV	22,16	11,62	11,00	10,22
COCA-COLA FEMSA SAB- SER L	22,18	10,55	10,43	9,67
AMBEV SA	24,21	15,36	14,01	12,94
FOMENTO ECONOMICO MEXICA-UBD	26,92	14,54	13,60	12,25
CIA CERVECERIAS UNIDAS SA	21,62	10,39	10,29	9,41

Media	23,42	12,49	11,87	10,90
Mediana	22,18	11,62	11,00	10,22

Data Backus

2014

Utilidad neta	935,09
EBITDA	1.649,91

Price/Earnings (P/E)

Valor de la empresa	21.897,91	Mas: Caja y equivalentes de caja	143
Menos: Deuda total	365,18	Valor implícito del capital	22.120,13

	Distribución	Nº Acciones (En MM)	Valor por tipo	Valor Acción
Acción A	56%	76	12.391,95	162,95
Acción B	2%	2	333,95	164,86
Acción I	42%	570	9.394,23	16,50
	100%	648	22.120,13	

EV/EBITDA

<i>Enterprise value</i>	20.610,69	Mas: Caja y equivalentes de caja	143
Menos: Deuda Total	365,18	Valor implícito del capital	20.388,47

	Distribución	Nº Acciones (En MM)	Valor por tipo	Valor acción
Acción A	56%	76	11.421,85	150,20
Acción B	2%	2	307,81	151,95
Acción I	42%	570	8.658,81	15,20
	100%	648	20.388,47	

Promedio P/E y EV/EBITDA

<i>Enterprise value</i>	21,254.30	Mas: Caja y equivalentes de caja	143
Menos: Deuda total	365.18	Valor implícito del capital	21,476.52

	Distribución	Nº Acciones (En MM)	Valor por tipo	Valor acción
Acción A	56%	76	12.031,39	158,21
Acción B	2%	2	324,24	160,06
Acción I	42%	570	9.120,89	16,02
	100%	648	21.476,52	

Elaboración propia, 2015.

Anexo 15. Valorización por transacciones comparables

Datos de empresas

Transacción SABMiller - Bavaria

Mediante acuerdo de fusión del 15 de julio de 2005, SAB Miller adquiere Bavaria por un valor empresa de US\$ 7.806 millones. Aplicando los múltiplos implícitos a esta transacción a los resultados de la UCPBJ y subsidiarias resulta un valor derivado.

Transacción AB Inbev – South Korea’s Oriental Brewery Co. Ltd.

AB Inbev alcanzó un acuerdo para adquirir South Korea’s Oriental Brewery Co. Ltd. en el 2014, por un total de US\$ 5,8 billones, por lo que es la operación de venta más grande de una compañía privada en Asia.

Transacción Kirin – Fraser and Neaves’s

El *holding* japonés Kirin compró en el 2015 el 55,0% de la empresa Birmana Fraser and Neave’s en una operación de US\$ 560 millones. Esta transacción fue realizada de manera estratégica por la empresa dada las débiles ventas en el mercado local, por lo que al igual que otras empresas japonesas buscaban crecer en el extranjero.

Transacciones comparables

Año	Adquiriente	Adquirida	Precio (MM \$)	EBITDA año anterior (MM \$)	EV/EBITDA
2005	SAB Miller	Bavaria	7.806,00	767,07	10,18
2014	AB Inbev	South Korea’s Oriental Brewery Co. Ltd.	5.800,00	500,00	11,60
2015	Kirin	Fraser and Neave's	560,00	38,78	14,44

Fuente: Bloomberg

EBITDA 2014	1.649,91
<i>Enterprise value</i>	19.919,23
Menos: Deuda total	365,18
Mas: Caja y equivalentes de caja	142,96
Valor implícito del capital	19.697,01

	Distribución	N° Acciones (En MM)	Valor por tipo	Valor Acción
Acción A	56%	76	11.034,49	145,10
Acción B	2%	2	297,37	146,80
Acción I	42%	570	8.365,15	14,69
	100%	648	19.697,01	

Anexo 16. Estado de situación financiera

(en millones de soles)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Activo corriente															
Efectivo y equivalente de efectivo	246	158	135	148	143	177	70	39	1	0	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar	233	247	297	328	286	299	321	344	369	397	426	458	493	531	573
Inventario	246	216	212	223	197	211	221	237	247	256	274	294	316	337	359
Otras cuentas por cobrar - no comerciales	276	342	46	38	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Gastos pagados por adelantado y otros	30	51	39	45	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Total activo corriente	1.030	1.014	728	782	709	770	695	704	701	735	783	836	892	951	1.015
Activo no corriente															
Goodwill	0	0	350	349	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Intangibles	531	562	267	285	286	286	286	286	286	286	286	286	286	286	286
Activo fijo neto	1.900	1.934	2.144	2.277	2.421	2.512	2.605	2.681	2.789	2.952	3.119	3.275	3.421	3.571	3.735
Otros activos no corrientes	9	20	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Total activo no corriente	2.439	2.516	2.779	2.930	3.075	3.167	3.260	3.335	3.443	3.606	3.773	3.930	4.076	4.225	4.389
TOTAL ACTIVO	3.469	3.531	3.507	3.713	3.784	3.937	3.955	4.039	4.144	4.342	4.556	4.765	4.968	5.177	5.404
Pasivo corriente															
Sobregiros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	99	219	331	417	495	582
Cuentas por pagar	184	276	352	361	439	448	427	464	497	533	557	577	615	660	708
Otras cuentas por pagar	135	17	29	20	26	25	24	25	24	24	25	24	24	24	24
Provisiones por pagar	162	229	145	124	60	110	98	89	99	96	95	96	96	96	96
Préstamos (parte corriente)	232	111	116	129	126	123	126	125	125	125	125	125	125	125	125
Otros pasivos corrientes	363	401	492	518	529	513	520	521	518	520	520	519	520	520	519
Total pasivo corriente	1.076	1.033	1.133	1.152	1.180	1.220	1.195	1.224	1.263	1.396	1.540	1.674	1.796	1.920	2.055
Pasivo no corriente															
Impuestos diferidos	237	246	242	240	210	306	328	352	377	405	435	468	504	543	585
Préstamos	0	0	134	319	365	330	335	341	350	359	368	377	386	396	406
Otros pasivos no corrientes	153	193	215	181	171	189	180	180	183	181	182	182	182	182	182
Total pasivo no corriente	390	439	591	740	746	825	844	873	910	945	984	1.027	1.072	1.120	1.173
Total pasivo	1.467	1.472	1.724	1.892	1.926	2.045	2.038	2.097	2.174	2.341	2.524	2.700	2.868	3.040	3.228
Patrimonio															
Capital	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350
Capital adicional	6	11	26	36	47	57	67	77	87	97	107	117	127	137	147
Acc en tesorería e intereses	24	2	9	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Minoritarios															
Reservas	244	244	234	251	260	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270
Utilidades acumuladas	378	451	163	171	189	203	217	233	251	271	293	316	341	368	397
Total patrimonio	2.002	2.059	1.782	1.821	1.858	1.892	1.917	1.943	1.970	2.000	2.032	2.065	2.100	2.137	2.176
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.469	3.531	3.507	3.713	3.784	3.937	3.955	4.039	4.144	4.342	4.556	4.765	4.968	5.177	5.404

Elaboración propia, 2015.

Anexo 17. Estado de resultados

<i>(en millones de soles)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ingreso	3.205	3.586	3.833	4.004	4.174	4.370	4.683	5.022	5.389	5.787	6.218	6.686	7.197	7.753	8.362
- Coste de ingreso	1.133	1.115	1.100	1.136	1.193	1.234	1.322	1.417	1.482	1.535	1.636	1.756	1.885	2.013	2.145
Beneficio bruto	2.072	2.471	2.733	2.867	2.980	3.137	3.361	3.605	3.907	4.251	4.582	4.930	5.311	5.740	6.217
+ Otros ingresos operacionales	38	39	63	112	104	99	105	112	119	126	134	143	151	161	171
- Gastos operativos	1.375	1.403	1.478	1.548	1.678	1.738	1.864	2.000	2.137	2.280	2.448	2.634	2.835	3.052	3.286
Ingreso operativo	735	1.106	1.319	1.431	1.406	1.498	1.602	1.717	1.889	2.097	2.268	2.439	2.628	2.849	3.101
- Gastos de intereses	14	14	16	26	37	28	28	29	29	30	31	31	32	32	33
- <i>Pérdida cambiaria</i>	-1	2	-5	18	14	5	7	8	10	9	8	8	8	9	8
- Pérdida neta no operacional	-5	-13	-6	-2	-1	-5	-6	-4	-4	-4	-5	-4	-4	-4	-4
Ingreso antes de impuestos	727	1.104	1.314	1.389	1.357	1.470	1.573	1.685	1.853	2.063	2.234	2.404	2.591	2.812	3.064
- Gasto de impuesto al ingreso	239	358	423	447	413	412	440	455	500	536	581	625	674	731	797
Tasa efectiva de impuesto (%)	32,8%	32,5%	32,2%	32,1%	30,4%	28,0%	28,0%	27,0%	27,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
- P/G de inflación	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ingreso antes de PE	488	745	891	943	944	1.058	1.132	1.230	1.353	1.526	1.653	1.779	1.918	2.081	2.268
- Pérdida extraordinaria neta antes de impuestos	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
- Intereses minoritarios	4	4	5	8	9	10	11	12	14	15	17	19	21	23	26
Ben neto	485	741	886	935	935	1.049	1.122	1.218	1.339	1.511	1.636	1.760	1.897	2.058	2.242
Pago de utilidades	525	690	1.163	927	918	1.035	1.107	1.202	1.322	1.491	1.615	1.737	1.872	2.030	2.212
	108.2%	93.1%	131.3%	99.2%	98.2%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%	98,7%
Utilidad retenida			-277	8	17	14	15	16	18	20	22	23	25	27	30

Elaboración propia, 2015.

Anexo 18. Principales indicadores financieros

	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014
	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
<u>Rentabilidad</u>					
Retorno sobre capital - ROE	25,91	36,84	46,43	52,24	51,21
Retorno sobre activos - ROA	14,63	21,18	25,17	25,90	24,95
Margen bruto	64,65	68,91	71,31	71,62	71,41
Margen EBITDA	32,21	36,87	40,24	41,58	39,53
Margen operativo	22,94	30,86	34,40	35,75	33,69
Margen de beneficio neto	15,13	20,67	23,11	23,35	22,41
Tasa impositiva efectiva	32,84	32,47	32,22	32,14	30,44
<u>Apalancamiento</u>					
Pasivo/patrimonio	0,73	0,71	0,97	1,04	1,04
Total deuda/patrimonio	11,56	5,37	14,01	24,56	26,42
Total deuda/capital	30,31	5,10	12,29	19,72	20,90
Total deuda/activo total	0,42	3,13	7,12	12,05	12,97
<u>Eficiencia</u>					
Rotación de cuentas por cobrar	12,46	14,95	14,10	12,82	13,59
Días promedio de cobro	29,29	24,41	25,96	28,47	26,85
Rotación de inventarios	4,34	4,83	5,15	5,23	5,67
Días promedio de inventario	84,03	75,59	71,13	69,83	64,32
Rotación de cuentas por pagar	5,41	4,72	3,49	3,22	2,92
Días promedio de pago	67,51	77,27	104,93	113,41	125,05
Ciclo de conversión de efectivo	45,80	22,73	-7,84	-15,11	-33,88
<u>Liquidez</u>					
Disponible/activo total	7,08	4,49	3,85	3,99	3,78
Ratio de efectivo	0,23	0,15	0,12	0,13	0,12
Prueba ácida	0,44	0,39	0,38	0,41	0,36
Liquidez corriente	0,96	0,98	0,64	0,68	0,60

Elaboración propia, 2015.

Nota biográfica

Cecilia Arce Regal

Nació en Lima el 6 de agosto de 1973. Contadora pública colegiada y certificada, licenciada en Ciencias Financieras y Contables por la Universidad de San Martín de Porres. Cuenta con un diplomado en Normas Internacionales de Información Financiera, realizado en la Universidad de Lima y con un diplomado en Recursos Humanos de la Universidad Ricardo Palma.

Tiene más de quince años de experiencia en empresas privadas internacionales y organismos no gubernamentales en las áreas de contabilidad, finanzas, administración, cadena de suministros y gestión del talento. Actualmente, desempeña el cargo de Gerente de Administración y Finanzas de la empresa comercializadora de Sistemas de Riego de origen Israelí e Indú “Naandan Jain Perú SAC.”

Hugo Barba Walters

Nació en Lima, el 13 de noviembre de 1987. Licenciado en Administración de Negocios por la Universidad Privada Telesup. Cuenta con un diplomado en Microfinanzas en la Universidad del Pacífico y un diplomado en Dirección de Entidades Financieras de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (Ceca).

Cuenta con más de cinco años de experiencia en banca. Se ha desempeñado satisfactoriamente en labores en el área de créditos, riesgos financieros y fideicomisos. Actualmente, ocupa el cargo de coordinador de Fideicomisos en el Banco de la Nación.

Carlos Vilca Varillas

Nació en Lima, el 19 de julio de 1976. Licenciado en Administración de Empresas por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Cuenta con un postgrado en Gestión de Empresas del Sector Hidrocarburos de Centrum Católica Graduate Business School y con estudios de especialización en Gestión de Procesos en ESAN Graduate School of Business.

Posee doce años de sólida experiencia en temas relacionados con la gestión de capital de trabajo: tesorería, facturación masiva, recaudación, créditos y cobranzas. En los últimos cuatro

años, se está desempeñando en planificación financiera y gestión presupuestal en empresas con importantes inversiones en *capital expenditure* (capex)