



“VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA SABMILLER PLC”

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

Presentado por:

Sr. Gianfranco Musso Lázaro de Ortecho

2016

Resumen ejecutivo

El presente documento se ha realizado bajo los estándares exigidos por la Universidad del Pacífico para la elaboración de una propuesta de valorización de una empresa cervecera de alcance multinacional con la intención de obtener el grado de Magister en Finanzas. La valorización describe el cálculo y determinación del valor estimado de Sab Miller PLC para una propuesta de compra realizada por la empresa AB InBev.

Es importante comentar que una valorización tiene una parte objetiva sobre la base de la información pública relevante con que se cuenta; asimismo, tiene una parte subjetiva, que es la que normalmente genera diferencias de criterio, y, por ende, resultados u valorizaciones diferentes entre los analistas, a pesar de que todos puedan disponer de la misma información.


En primer lugar, como parte de la metodología empleada para realizar esta valorización se recopiló información del mercado en el cual se ubica la empresa por valorizar; en este caso, la información relevante es aquella que tiene un alcance global por ser una empresa multinacional. Dentro de este alcance, también es importante conocer los principales actores/competidores del negocio cervecero y cómo es el entorno competitivo de esta industria. En el caso de la empresa por valorizar, se cuenta con información pública que permite concebir una idea del derrotero de las próximas decisiones de la empresa. Sin embargo, existen hechos y/o decisiones que no necesariamente son públicos, y que, al ser manejados por la plana gerencial de la empresa adquiriente, podrían impactar en los resultados de la empresa evaluada y, naturalmente, generarían una brecha entre los resultados obtenidos en la presente investigación y los reales resultados de AB InBev.

En segundo lugar, es importante conocer las tendencias del negocio en cuanto a los productos, marcas, empaques y tipos de innovaciones que están apareciendo, y cómo podrán estas iniciativas impactar en los flujos económicos de la compañía evaluada.

La principal conclusión con respecto a la información analizada en esta valorización es que el negocio de la venta de cervezas es la principal fuente de ingresos dentro de las unidades de negocio de Sab Miller PLC. Esta industria maneja unos márgenes muy importantes que son fuentes de recursos líquidos para sus accionistas; esta es la razón por la cual existe presión entre las empresas del sector por consolidar en pocas compañías a todo el negocio cervecero del mundo.

Según Sab Miller (2015), el Ebita histórico de esta compañía a nivel región es el presentado en la Tabla 1.

Tabla 1. Ebita Sab Miller año por año (millones US\$)



EBITA (US\$'m)						
Región Análisis	2015	2014	2013	2012	2011	US\$/HI
Latinoamérica	2,224	2,192	2,112	1,865	1,620	50.3
África	1,907	1,954	1,957	1,911	1,714	39.4
Asia - Pacífico	768	845	854	321	92	10.8
Europa	700	703	784	836	887	16.1
América del Norte	858	804	740	756	741	22.3
Corporate	-122	-161	-202	-190	-147	n.a.
Resultados Acumulados	6,335	6,337	6,245	5,499	4,907	n.a.
Sudáfrica: Hoteles y Casinos	32	123	134	135	137	n.a.
	6,367	6,460	6,379	5,634	5,044	25.9

Fuente: Sab Miller, 2015.

Otra conclusión que se rescata de la Tabla 1 es que Latinoamérica y África manejan los mejores márgenes y son adicionalmente fuente de volumen fresco para la industria, tal como se observará en los análisis posteriores.

Por otro lado, de lo observado en la Tabla 1, se puede inferir que AB InBev, en caso de lograr una oferta satisfactoria para Sab Miller, asumirá el reto de mejorar los márgenes de las operaciones de Sab Miller PLC, sobre todo en Latinoamérica y África, con lo cual lograría recuperar la inversión efectuada en los plazos necesarios.

Índice

Capítulo I. Descripción del negocio	1
1. Líneas del negocio	1
2. Tipos de clientes.....	2
3. Áreas geográficas	4
3.1 Visión del negocio	4
3.2 Sab Miller PLC.....	5
Capítulo II. Análisis del macroambiente	7
1. Macroambiente internacional	7
2. Macroambiente regional.....	9
Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....	11
1. Análisis de Porter	11
1.1 Amenazas de nuevos competidores	11
1.2 Poder de negociación de los clientes.....	12
1.3 Amenaza de productos sustitutos.....	12
1.4 Poder de negociación de proveedores	13
1.5 Rivalidad entre los competidores existentes.	13
1.6 Análisis FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas).	13
1.6.1 Fortalezas	13
1.6.2 Oportunidades	14
1.6.3 Debilidades.....	15
1.6.4 Amenazas	15
Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales	16
1. Posicionamiento competitivo	16
2. Factores organizativos y sociales	16
2.1 Crecimiento acelerado y desarrollo social a lo largo de la cadena de valor.....	16
2.2 Posicionar la cerveza como un producto natural y como una opción saludable para el consumidor moderado y responsable	17
2.3 Cuidar el recurso hídrico en beneficio de la empresa y de las comunidades donde opera	17
2.4 Crear valor buscando reducir la emisión de carbono	18

2.5 Dar soporte y generar conciencia en el adecuado uso y mantenimiento de las tierras de cultivo	18
---	----

Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión.....19

1. Análisis financiero de la empresa.....	19
1.1 Análisis horizontal y vertical	19
1.2 Análisis de los principales ratios financieros	20
2. Características de la inversión en la empresa.....	22
2.1 Tipo de inversión.....	22

Capítulo VI. Valorización de Sab Miller PLC.....23

1. Supuestos de proyecciones.....	23
2. Costo de capital de Sab Miller.....	23
3. Métodos de valorización.....	24
3.1 Valor contable neto	24
3.2 Múltiplos de Ebitda.....	24
3.3 Valor bursátil.....	27
3.4 Flujo de caja descontado	29

Capítulo VII. Análisis de riesgos.....40

1. Análisis de sensibilidad.....	40
2. Análisis de escenarios	41
3. Riesgos no considerados en la valorización	43

Capítulo VIII. Resumen de la inversión.....45

1. Resultados.....	45
2. Conclusiones	45
3. Recomendaciones	46

Anexos 49

Índice de tablas

Tabla 1.	Ebita Sab Miller año por año.....	iii
Tabla 2.	Comparativo volumen y mix por línea de negocio.....	1
Tabla 3.	Principales marcas de Sab Miller.....	2
Tabla 4.	Consumo en litros per cápita (on/off).....	3
Tabla 5.	Mix de canal on/off (Cervecería Backus & Johnston SAA a febrero de 2016).....	3
Tabla 6.	Consumo en litros per cápita split (on/off).....	4
Tabla 7.	Market share de las principales diez compañías.....	5
Tabla 8.	Comparativo volumen y mix por región de ventas.....	6
Tabla 9.	Crecimiento en ventas años 2015 y 2014 de Sab Miller PLC.....	8
Tabla 10.	Ganancias y pérdidas Sab Miller PLC.....	19
Tabla 11.	Balance General Sab Miller PLC.....	20
Tabla 12.	Principales ratios financieros de Sab Miller PLC.....	21
Tabla 13.	Inversión en CAPEX de Sab Miller PLC.....	22
Tabla 14.	Rentabilidad promedio año por año.....	23
Tabla 15.	Valor contable Neto Sab Miller (año por año).....	24
Tabla 16.	Múltiplos de Ebitda para el sector de bebidas.....	25
Tabla 17.	Resultados Sab Miller a Marzo 2015.....	25
Tabla 18.	Valorización de Sab Miller a valores de marzo 2015.....	25
Tabla 19.	Tabla de múltiplos de Ebitda/Ebit por sector.....	26
Tabla 20.	Precio por acción en dólares americanos (US\$).....	28
Tabla 21.	Calculo valor bursátil.....	28
Tabla 22.	Crecimiento promedio de las ventas AB InBev.....	29
Tabla 23.	Oportunidades a través de la innovación	30
Tabla 24.	Aumento promedio bianual de precio de AB InBev.....	30
Tabla 25.	Calculo de Optimización de Costos en Sab Miller PLC.....	33

Tabla 26.	Comportamiento de los costos unitarios año por año de AB InBev.....	33
Tabla 27.	Composición deuda/capital de AB InBev.....	35
Tabla 28.	Rentabilidad de AB InBev US\$'m	36
Tabla 29.	Tasa WACC de AB InBev.....	37
Tabla 30.	Flujo de Caja Financiero.....	39
Tabla 31.	Análisis de riesgos al valor actual neto de la valorización de Sab Miller en millones de dólares americanos (US\$).....	40
Tabla 32.	Análisis de los riesgos críticos al valor actual neto en millones de dólares americanos (US\$) (Tabla doble entrada)	41
Tabla 33.	Análisis de Escenarios.....	42
Tabla 34.	Resultado del análisis de escenarios.....	42
Tabla 35.	Volatilidad por tipo de Cambio en Sab Miller PLC en US\$m	43
Tabla 36.	Resumen de los resultados obtenidos de las valorizaciones US\$m	45

Índice de gráficos

Gráfico 1. Ubicación de Sab Miller en el mapa mundial.....	6
Gráfico 2. Mapa mundial de la crisis 2008.....	7
Gráfico 3. Mercado de bebidas alcohólicas 2015.....	8
Gráfico 4. Matriz de Porter.....	11

Índice de anexos

Anexo 1.	Hitos históricos en el crecimiento de Sab Miller PLC.....	50
Anexo 2.	Mapa mundial posfusión AB InBev y Sab Miller PLC.....	51
Anexo 3.	Visión regional según Euromonitor Internacional.....	52
Anexo 4.	Principales ratios de AB INBEV.....	56
Anexo 5.	Múltiplos de EBITDA según Just-Drinks.....	57
Anexo 6.	Betas por Industria / Sector	58
Anexo 7.	Tasas del Tesoro Americano.....	59
Anexo 8.	Flujo de Caja con efecto de tipo de cambio escenario pesimista (+20% volatilidad).....	60
Anexo 9.	Flujo de Caja con efecto de tipo de cambio escenario optimista (-20% volatilidad).....	61
Anexo10.	Evolución Ebita por HI en el flujo de caja.....	62

Capítulo I. Descripción del negocio

1. Líneas del negocio

Sab Miller es una empresa industrial que produce y comercializa diferentes tipos de bebidas y tiene como su más cercano competidor a la empresa de capitales belga-brasileños AB InBev en diferentes mercados del mundo. Dentro del mercado de bebidas, Sab Miller atiende principalmente el de cervezas *lager* y el de gaseosas. El negocio cervecero es el más importante, pues genera una rentabilidad mayor si se compara con los otros negocios que maneja el grupo. Al cierre del año legal londinense (marzo de 2015), el volumen vendido año por año por categoría fue el que se observa en la Tabla 2.

Tabla 2. Comparativo de volumen y mix por línea de negocio

Volumen Vendido (a Marzo)	2013	2014	2015
Volumen <i>Lager</i> (Hl'm)	242	245	246
Volumen Bebidas (Hl'm)	64	73	78
Volumen Total (Hl'm)	306	318	324
<hr/>			
Volumen MIX	2013	2014	2015
Volumen <i>Lager</i>	79%	77%	76%
Volumen Bebidas	21%	23%	24%
Volumen Total	100%	100%	100%

Fuente: Sab Miller, 2015.
Elaboración: Propia.

Revisando la Tabla 2, se puede observar que las principales líneas de negocio son las de cerveza (*lager*) con el 76% de la participación en las ventas de la compañía y la diferencia corresponde a la venta de gaseosas, aguas y otras bebidas.

Por otro lado, es importante anotar que Sab Miller ha crecido en ventas en los últimos años a través de adquisiciones de empresas (Foster's en el 2012), o por medio de la celebración de asociaciones, o *join ventures*, con empresas del rubro (China Resources Beer, que produjo la marca Snob en 1994); de esta manera, ha logrado obtener mayor participación de mercado (ver Anexo 1). Sin embargo, por reglamentaciones de algunos países (normas antimonopólicas), existen operaciones de Sab Miller que se traslapan con las de AB Inbev; por lo tanto, estas deberán escindirse, tal como informó en los medios (EFE 2016).

En diciembre de 2004, las marcas más importantes que manejaba el portafolio de Sab Miller eran las siguientes (ver Tabla 3).

Tabla 3. Principales marcas de Sab Miller

Localidad	Categoría	Marcas	Compañía
Mundo	Bebidas alcohólicas	Miller Lite	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Castle	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Chibuku	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Carling Black Label	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Aguila	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Pilsen	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Poker	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Hansa Pilsner	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Miller	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Cristal	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Tyskie	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Zubr	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Pilsener	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Velkopopovicky Kozel	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Miller Genuine Draft	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Haywards	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Milwaukee's Best	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Pilsner Urquell	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Timisoreana	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Grosch	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Gambrinus	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Costeña	SABMiller Plc
Mundo	Bebidas alcohólicas	Zolotaya Bochka	SABMiller Plc

Fuente: Euromonitor Internacional, 2015a.
Elaboración: Propia.

2. Tipos de clientes

La industria cervecera se caracteriza a nivel global por ser multicanal. Esto quiere decir que existen diferentes tipos de medios para vender los productos, y mucho depende del país o región; pues cada país, por las diferentes razones o formas como alcanzó su crecimiento, tiene un determinado canal más desarrollado que otro. En ese sentido, y de manera general, se puede observar en una primera aproximación la Tabla 4, relacionada con el negocio cervecero.

Tabla 4. Consumo en litros per cápita (*on/off*)

Categoría	Geographies	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cerveza	World - Off-trade Volume	17.30	17.30	17.40	17.50	17.30	17.10
Cerveza	World - On-trade Volume	10.00	10.10	10.20	10.30	10.30	10.30
Cerveza	World - Total Volume	27.30	27.30	27.60	27.80	27.60	27.40

Fuente: Euromonitor Internacional, 2015a.

Elaboración: Propia.

De la Tabla 4, se desprende que, a nivel mundial, el tipo de cliente que vende más por persona es aquel que está catalogado dentro del canal *off-trade*, asociado a lugares o establecimientos donde se compra una cerveza para llevar. En este tipo de canal, se pueden encontrar negocios como supermercados o bodegas de barrio. Considerando el país en el que desarrolle la actividad comercial, podría tener una mayor participación el canal moderno (supermercados) o el canal tradicional (bodegas). Por ejemplo, en países como el Perú, la principal fuente de ventas ocurre a través del canal tradicional *off*. En efecto, los principales clientes de la Cervecería Backus son las bodegas de barrio y mayoristas que venden cerveza para llevar, tal como se aprecia en la Tabla 5.

Tabla 5. Mix de canal *on/off* (Cervecería Backus & Johnston SAA a febrero de 2016)

Canal	MIX
<i>OFF</i>	76%
<i>ON</i>	24%
Total	100%

Fuente: Sab Miller, 2015.

Elaboración: Propia.

De ello, se puede inferir que los consumidores buscan comprar sus marcas favoritas y disfrutarlas en una reunión privada entre sus amigos o familiares, y no en el lugar en donde decidieron comprar. Esta información también se puede aplicar en las regiones a nivel mundial para buscar ciertas similitudes y/o diferencias entre mercados (ver Tabla 6).

Tabla 6. Consumo en litros per capita *split* (on/off)

Categoría	Regiones	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cerveza	Asia Pacific - Off-trade Volume	8.60	8.90	9.20	9.30	9.50	9.40
Cerveza	Asia Pacific - On-trade Volume	7.30	7.60	7.90	8.10	8.30	8.30
Cerveza	Asia Pacific - Total Volume	15.80	16.50	17.10	17.40	17.80	17.70
Cerveza	Eastern Europe - Off-trade Volume	63.70	62.60	63.20	63.80	61.40	59.10
Cerveza	Eastern Europe - On-trade Volume	12.00	11.30	11.30	11.40	11.20	11.00
Cerveza	Eastern Europe - Total Volume	75.70	73.90	74.50	75.20	72.60	70.10
Cerveza	Latin America - Off-trade Volume	29.40	29.60	30.90	31.50	31.00	31.40
Cerveza	Latin America - On-trade Volume	19.30	20.00	20.60	20.90	20.30	20.80
Cerveza	Latin America - Total Volume	48.70	49.70	51.40	52.40	51.30	52.20
Cerveza	Middle East and Africa - Off-trade Volume	6.40	6.10	6.20	6.30	6.40	6.40
Cerveza	Middle East and Africa - On-trade Volume	3.80	3.80	4.00	4.00	4.00	4.00
Cerveza	Middle East and Africa - Total Volume	10.20	10.00	10.20	10.30	10.40	10.40
Cerveza	North America - Off-trade Volume	59.40	58.10	56.80	56.90	56.20	55.90
Cerveza	North America - On-trade Volume	20.70	19.70	19.70	20.20	19.70	19.70
Cerveza	North America - Total Volume	80.00	77.80	76.50	77.10	75.90	75.50
Cerveza	Western Europe - Off-trade Volume	35.30	35.00	34.80	34.50	34.00	34.00
Cerveza	Western Europe - On-trade Volume	26.10	24.90	24.30	23.50	22.90	22.80
Cerveza	Western Europe - Total Volume	61.50	59.90	59.10	58.00	56.90	56.90

Fuente: Euromonitor Internacional, 2015a.

Elaboración: Propia.

En la Tabla 6, se observa que en general el canal *off* es el que predomina en todos los mercados mostrados en el análisis. Por otro lado, y a manera de conocimiento general, se puede reconocer que los consumidores per cápita más entusiastas son los de Norteamérica, seguidos de los consumidores de Europa del Este, y que los menos entusiastas son los consumidores de Asia.

3. Áreas geográficas

3.1 Visión del negocio

El negocio cervecero que se observa en la actualidad ha experimentado una serie de cambios a través de compras y fusiones entre las diferentes empresas cerveceras. Este negocio se trasladó de un plano regional/país a uno global y ahora existen cuatro grandes empresas que relativamente dominan el mercado global, de acuerdo a lo que señalado por Sab Miller PLC (2015): AB InBev, Sab Miller, Heineken y Carlsberg.

Para conocer el posicionamiento de cada empresa, se presenta la Tabla 7, que muestra la participación a nivel de volumen vendido de las diez primeras empresas de bebidas a nivel mundial.

Tabla 7. Market share de las principales diez compañías

Localidad	Categoría	Compañía	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mundo	Bebidas alcohólicas	Anheuser-Busch InBev NV	14.60	14.50	14.20	14.10	15.60	16.30
Mundo	Bebidas alcohólicas	SABMiller Plc	7.00	7.30	7.70	7.60	7.60	7.60
Mundo	Bebidas alcohólicas	Heineken NV	5.30	6.80	6.90	7.30	7.20	7.30
Mundo	Bebidas alcohólicas	Carlsberg A/S	4.60	4.60	4.40	4.40	5.00	4.80
Mundo	Bebidas alcohólicas	China Resources Enterprise Ltd	3.50	3.90	4.20	4.20	4.80	4.70
Mundo	Bebidas alcohólicas	Tsingtao Brewery Co Ltd	2.50	2.60	2.90	3.20	3.50	3.70
Mundo	Bebidas alcohólicas	Molson Coors Brewing Co	2.10	2.20	2.10	2.60	2.50	2.50
Mundo	Bebidas alcohólicas	Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	2.00	2.10	2.20	2.10	2.30	2.20
Mundo	Bebidas alcohólicas	Kirin Holdings Co Ltd	1.60	1.50	2.10	2.10	2.00	1.90
Mundo	Bebidas alcohólicas	Diageo Plc	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.70

Fuente: Euromonitor Internacional, 2015a.

Elaboración: Propia.

El futuro es claro: seguirán observándose adquisiciones y, con ellas, se consolidarán dos o tres grandes empresas que dominarán el mercado en general. El paso que acaba de dar AB InBev al anunciar la compra de Sab Miller), lo consolida como la número uno del mundo con operaciones prácticamente en todos los continentes. Para ello, es importante identificar los mercados que Sab Miller estaría adjudicando a AB InBev y luego se explicará cómo ello repercutirá en el negocio combinado.

3.2 Sab Miller PLC

Dentro de su etapa de expansión, esta empresa, motivo de la valorización, ha ingresado a varios mercados y, con ello, en la actualidad administra un portafolio diversificado de marcas cerveceras que buscan satisfacer los diferentes gustos y estilos de sus consumidores. Gracias a su expansión, Sab Miller ha logrado que el 94% del volumen de cerveza vendida provenga de mercados en donde ella es la primera o la segunda empresa cervecera local (Sab Miller 2015).

Sab Miller se compone de una serie de subsidiarias y asociaciones en diferentes países del mundo, y para efectos de control y análisis los clasifica y agrupa de la siguiente manera:

- **Latinoamérica:** Colombia, Perú, Ecuador, Honduras y El Salvador
- **África:** Sudáfrica, Tanzania, Mozambique, Nigeria, Zambia, Botsuana y Zimbabue.
- **Asia - Pacífico:** Australia, China e India
- **Europa:** Republica Checa, Eslovaquia, Polonia, Reino Unido, Italia y Rumania
- **Norteamérica:** Estados Unidos (Miller Coors)

Capítulo II. Análisis del macroambiente

1. Macroambiente internacional

Para formar una visión general del macroambiente internacional de Sab Miller PLC, es necesario entender cómo la situación económica de los últimos años y las tendencias de los consumidores han impactado en el mercado cervecero internacional. El mundo todavía no ha podido recuperarse de la crisis financiera que comenzó en 2008 y que oficialmente se inició con la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers. En efecto, son pocos los países que muestran crecimientos a tasas previas al 2008; en realidad, se observa recesión (BBC 2008). Para ilustrar esta situación, obsérvese el Gráfico 2.

Gráfico 2. Mapa mundial de la crisis 2008



Fuente y elaboración: BBC, 2008.

En el Gráfico 2 se puede notar que, dentro de las pocas regiones (países) que han mostrado un comportamiento económico distinto, se ubica parte de Sudamérica y África, regiones en donde Sab Miller mantiene una presencia importante y que son las fuentes del crecimiento de las ventas de la empresa en los últimos años, tal como se observó en la Tabla 8. Esta información se complementará presentando los crecimientos de volumen de los años 2014 y 2015, datos relevantes para las aspiraciones de crecimiento de Sab Miller PLC, en la Tabla 9.

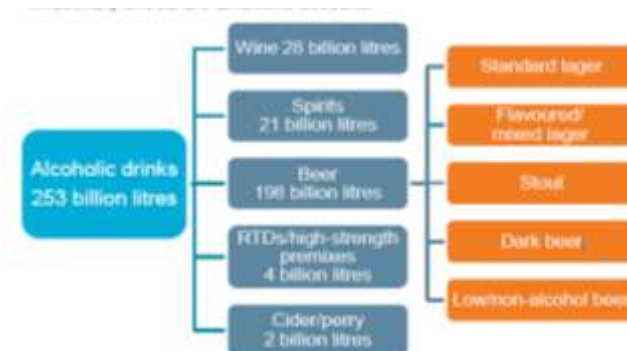
Tabla 9. Crecimiento en ventas años 2015 y 2014 de Sab Miller PLC

Región	2014	2015
Asia Pacífico	5.0%	-0.4%
África	2.4%	3.6%
Latinoamérica	1.0%	1.4%
Europa	-4.0%	0.0%
Norteamérica	-3.0%	-2.2%
	0.8%	0.5%

Fuente: Sab Miller, 2015.
Elaboración: Propia.

Otro aspecto por considerar son las tendencias globales de los consumidores con respecto al consumo de licor. Estas tendencias impactarán en los resultados de las empresas cerveceras y en Sab Miller, en especial. A continuación, en el Gráfico 3, para dimensionar el tamaño del mercado de licores, se presenta el mercado de bebidas alcohólicas durante 2015.

Gráfico 3. Mercado de bebidas alcohólicas 2015



Fuente y elaboración: Euromonitor Internacional, 2015b.

Del Gráfico 3, se observa que prácticamente el 78.3% del mercado de bebidas alcohólicas corresponde a la categoría cervezas y, dentro de esta categoría, la cerveza tipo lager es la más vendida. Sin embargo, la alta competencia y las tendencias del mercado están configurando un ambiente altamente dinámico para la industria en general. Con respecto a las tendencias a nivel mundial del consumidor de bebidas alcohólicas, Euromonitor (2015a) señaló lo siguiente:

- El rendimiento positivo del mercado cervecero no se deberá al incremento de volumen, sino por/al identificar incrementos de valor a través de mejorar los márgenes; en otras palabras, a través de eficiencias.

- El negocio de la cerveza tipo *lager* permanecerá paralizado por los problemas económicos y la alta competencia. Es importante la “premiurización” de las marcas para lograr mejores precios.
- El volumen de ventas de cervezas de sabores y de cervezas mezcladas se incrementará rápidamente.
- La cerveza negra soportada en la plataforma de las cervecías artesanales crecerá en ventas.
- China muestra una buena oportunidad para vender cerveza negra; tiene una gran oportunidad en todo el país.
- El concepto de cervecía artesanal está influenciando notoriamente al mercado y será motivo de muchas adquisiciones por parte de las cervecías multinacionales.
- Los mercados emergentes serán los que liderarán el incremento de ventas a nivel global.

Esta visión es la que marcará los próximos pasos y decisiones que tomarán las empresas cerveceras multinacionales de la talla de AB InBev o Sab Miller PLC.

2. Macroambiente regional

A partir de Euromonitor Internacional (2015b), quien realizó un análisis de todo el mercado de bebidas alcohólicas, se detallarán las principales variables que impactan en las regiones y, a partir de esa información, se puede inferir el futuro del mercado cervecero. A continuación, se presenta la clasificación del mercado e información relevante para la presente investigación (Euromonitor 2015b):

- Europa Occidental: La combinación de la anemia económica, madurez de los mercados y negativo crecimiento demográfico afectó y afectará a la industria. Los únicos países que crecieron son Dinamarca y Noruega. Existe una clara tendencia al consumo de sidras, vinos y bebidas de baja graduación alcohólica o no alcohólicas en detrimento del consumo de cerveza, que luce estancado.
- Asia - Australia: En este escenario, la categoría cerveza tiene la mayor participación frente a otras categorías de bebidas alcohólicas. Básicamente, el crecimiento de la categoría cervezas está explicado por el crecimiento del tipo de cerveza negra, cuya participación e incremento se da a través del desarrollo de las cervecías artesanales. El mercado de vinos se encuentra detenido.

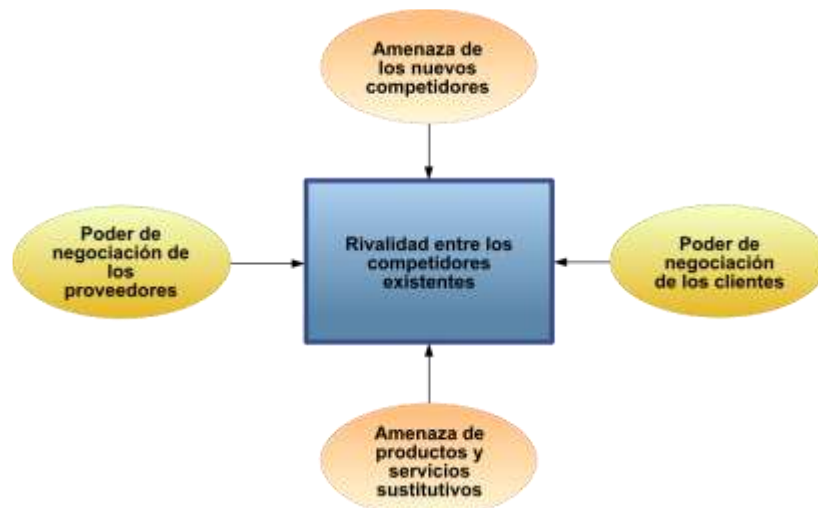
- Norteamérica: El mercado norteamericano ha mostrado un declive económico que ha impactado en la categoría cerveza en los últimos años (2010–2014). Adicionalmente, la categoría cerveza es considerada un producto maduro. Estos dos factores han influido notablemente para mantener prácticamente estático el crecimiento cervecero. Existen nichos en donde la velocidad del crecimiento es diferente (mayor), como por ejemplo, las cervecerías artesanales. Sin embargo, la categoría de vinos está mostrando señales favorables gracias a su sofisticación, al igual que el *champagne*. Otra categoría que está mejorando son las sidras y los *whiskys* ingleses, que están fortaleciendo sus atributos.
- Europa del Este: El área geográfica está afectada por los problemas económicos, principalmente en los países de gran influencia en la zona, como Rusia, debido a la baja en el precio de los *commodities*, del cual dependen sus economías; el incremento de los impuestos a las cervezas; y la excesiva regulación en la venta de cerveza.
- Oriente Medio y África: Durante 2013 y 2014, esta región ha mostrado fortaleza en el crecimiento de las ventas y ha sido fuente de volumen para la categoría a nivel global. Revisando con detalle, se puede observar que la cerveza de corte económico está creciendo considerablemente y favorece la estrategia que busca cubrir zonas de ingresos bajos con precios accesibles, *affordability*.
- Asia-Pacífico: La región ha enfrentado situaciones mixtas. Sin embargo, es notorio el impulso que las cervezas negras han obtenido, sobre todo en el este de China. Cervezas como Tsingtao o Guinness han logrado exitosas ventas por medio de campañas de marketing asociadas a los festivales de cervezas artesanales en donde se busca educar al consumidor sobre las bondades del producto. Este mercado es netamente cervecero.
- Latinoamérica: Se trata de un mercado con gran presencia de consumidores cerveceros. En los últimos años, la región ha experimentado problemas en su economía, principalmente Brasil y Argentina, así como una fuerte presión inflacionaria. No obstante, aparentemente habrá una recuperación de estos mercados, lo que favorecerá el consumo de cerveza. Como en otros mercados, el *driver* del crecimiento de la categoría cerveza lo liderarán las cervezas negras, puesto que la tendencia de las cervecerías artesanales también es fuerte en este mercado (para mayor información, véase el Anexo 3).

Capítulo III. Descripción y análisis de la industria

1. Análisis de Porter

Para analizar el mercado cervecero de Sab Miller PLC, se utilizará la herramienta de las Cinco Fuerzas Competitivas de Michael Porter propuestas en 1979 (Arbaiza 2012), con la cual se identificará y se analizará cada una de las fuerzas de su entorno; asimismo, se realizará el análisis FODA a fin de evaluar el atractivo del mercado. A continuación, en el Gráfico 4, se presenta la Matriz de Porter.

Gráfico 4. Matriz de Porter



Fuente: Arbaiza, 2012.

A partir del Gráfico 4, se puede desarrollar el siguiente análisis.

1.1 Amenazas de nuevos competidores

En la actualidad, la industria cervecera en general está mostrando una desaceleración en los volúmenes de venta. Los crecimientos de años anteriores han disminuido como consecuencia de factores como, por un lado, el aumento de la percepción de que la cerveza es un producto que ha envejecido y, por otro lado, la aparición de emprendimientos que buscan fomentar el consumo de cerveza no industrial, es decir, el segmento de cerveza artesanal que en los mercados europeos e incluso en mercados emergentes, como el peruano, está creciendo a tasas mayores al 10%. Estas cervecerías artesanales han encontrado un nicho en aquellos consumidores que buscan nuevos sabores. Considerando esta coyuntura, Sab Miller adquirió la empresa pionera de

este segmento, la británica Meantime Brewing Company (Forbes 2015). Es claro que, ante el escenario en que la cerveza es considerada un producto maduro, surgen competidores pequeños pero en número considerable que buscan una diferenciación para ocupar un espacio importante en la industria cervecera y demostrar que la barrera de entrada a la categoría “Cerveza” realmente es baja, puesto que no se requiere de mucha inversión para establecer una microcervecería.

1.2 Poder de negociación de los clientes

En general, los clientes de las cerveceras están clasificados entre canal *on* y *off*, que hace referencia a la forma de adquirir y consumir bebidas. El canal *off* es la principal fuente de volumen para Sab Miller PLC; en este canal, predominan las bodegas. Sab Miller tiene una gran cantidad de clientes en este segmento, pero son clientes pequeños y atomizados con poco poder de negociación. Las grandes empresas cerveceras están fortaleciendo sus vínculos con los clientes y esto forma parte de sus estrategias corporativas principales (Sab Miller 2015).

En el mismo canal *off*, se observa también una situación completamente distinta, la de las grandes cadenas de supermercados. Estos clientes se caracterizan por ser clientes de imagen y todas las empresas de las diferentes industrias pugnan por ofrecer sus productos en dichos supermercados. Se trata de grandes cadenas de supermercados que siguen políticas muy estrictas y duras frente a sus clientes. Ellos, al decidir y controlar qué marca y cuál de sus productos ofrecerán en sus tiendas, cuentan con un gran poder de negociación.

Por lo expuesto, se puede afirmar que existe en promedio un bajo poder de negociación de los clientes en general frente a Sab Miller PLC.

1.3 Amenaza de productos sustitutos

La amenaza de productos sustitutos es latente para la categoría de cerveza, en especial la de tipo *lager*. En promedio, la oferta de bebidas alcohólicas (licores en general) a nivel mundial ha crecido y se ha diversificado. Hoy en día, se observan tendencias de crecimiento de categorías, como, por ejemplo, la de bebidas espirituosas y otras, como la del mercado de *mixers* (mezclas de bebidas alcohólicas) con gaseosas o bebidas tipo *evervess-ginger ale*, lo cual está afectando a la categoría cervezas (Euromonitor 2015b).

Estas tendencias son las que indican que la competencia se ha extendido a otras categorías de licores y, definitivamente, la amenaza de productos sustitutos se evidencia muy fuerte.

1.4 Poder de negociación de proveedores

El poder de negociación de Sab Miller con sus proveedores es alto. La empresa tiene una amplia red de compras que busca establecer economías de escala para lograr mejores precios e insumos de alta calidad. Todo es perfectible y definitivamente en este campo podría mejorar sus procesos e indicadores financieros como el de capital de trabajo. En la actualidad, al proveedor en promedio se le paga a noventa días, lo que es parte de los logros en las negociaciones con grandes proveedores que han permitido a Sab Miller apalancarse o financiarse a través de ellos y lograr sus metas financieras. Por otro lado, Sab Miller ha establecido políticas de desarrollo de proveedores, que son muy alentadoras y han permitido una simbiosis exitosa en donde ambas partes ganan (Sab Miller 2015).

1.5 Rivalidad entre los competidores existentes.

En las últimas décadas, la competencia por el mercado cervecero ha sido muy intensa. Esto ha generado que el mercado se consolide en cinco grandes conglomerados, tal como se ha descrito. AB InBev duplica en tamaño a Sab Miller, lo cual es la principal preocupación de la administración de Sab Miller, pues, en poco tiempo, AB podría alcanzar el nivel económico para comprarlo. Parte de las razones para realizar esta valorización fue demostrar que los números financieros reflejan que una compra estaba muy cerca, como la realidad lo ha demostrado.

Otra forma complementaria de entender la situación y el entorno interno en el cual se desenvuelve Sab Miller es el análisis de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA).

1.6 Análisis FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas).

1.6.1 Fortalezas

- Marcas globales, regionales y locales líderes con mucho reconocimiento
- Cobertura y diversificación geográfica que disminuye riesgos

- Estructuras globales y regionales que brindan servicios, soporte y acceso a información a los países que conforman la región para generar beneficios en términos de optimización de procesos y costos
- Generación del 94% del volumen de Sab Miller en los mercados donde es líder. Los mercados de Sab Miller son complementarios para sus competidores.
- Presencia significativa en mercados de mayor crecimiento global (Latinoamérica y Sudáfrica) en un contexto de crecimiento reducido (o estancado) en el consumo de cerveza a nivel mundial
- Compras centralizadas que ayudan a economías de escala
- Mejores prácticas globales (usos de recursos, huella de carbono, energía, emisiones, reutilización de gases)
- Sistemas de transacciones integrados con conciliaciones regionales y globales
- Sostenibilidad del negocio a través de un recurso humano talentoso
- Manejo eficiente del gobierno corporativo en cada operación (estándares globales)
- Estrategia de sostenibilidad del negocio (autorregulación, seguridad, medio ambiente, etc.)
- Red de distribución eficiente en el uso de capacidad de transporte y almacenamiento
- Productos de alta calidad y elaborados con insumos naturales
- Sistemas de información y contactos al clientes sobre el estándar

1.6.2 Oportunidades

- Centralización de funciones a nivel global para buscar sinergias
- Integración vertical en mercados estratégicos para incrementar rentabilidad en largo plazo
- Acceso a ocasiones de consumo (frecuencia) que permitan incrementar el consumo per cápita en mercados bajo el promedio
- Compra de competidores complementarios
- Optimización de costos (*benchmarking* de costos)
- Incremento de alcance de atención directa de ventas en mercados clave
- Acceso a nuevas experiencias y tendencias de consumo globales (cervezas artesanales, *draft*, etc.)
- Ingreso y consolidación en otras categorías de bebidas alcohólicas y no alcohólicas

1.6.3 Debilidades

- Desaceleración de la tasa de crecimiento de ventas orgánica en mercados de grandes volúmenes (Europa, Estados Unidos y Asia)
- Baja tasa de innovación en generación de nuevos productos (NPD, por sus siglas en inglés)

1.6.4 Amenazas

- Ser comprados por el competidor más cercano al tener mercados complementarios
- Crecimiento del negocio cervecero artesanal
- Tendencia a lo saludable
- Estricta regulación al consumo y expendio de licor
- Incremento de tasas impositivas y/o regulatorias que generen mayores costos
- Restricción en la publicidad
- Consideración de la cerveza como un producto viejo/no renovado

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales

1. Posicionamiento competitivo

La estrategia de Sab Miller en los últimos años fue crecer en el mercado cervecero a través de adquisiciones y/o por medio de acuerdos llamados *join ventures*. El foco principal de sus inversiones fueron países o regiones emergentes, como los de América Latina y África. En estas dos regiones, el espacio para crecer es importante, pues el consumo per cápita es bajo, tal como se presentó en la Tabla 6 y las economías de los países de estas regiones están creciendo a tasas mayores que la de otras zonas, como ocurre en el caso sudamericano. Asimismo, China es otro mercado interesante en donde Sab Miller ha celebrado veinte años de su acuerdo comercial con China Resources Enterprise, empresa líder en uno de los mercados cerveceros más grandes del mundo.

Sab Miller, al ser la número dos del mercado cervecero global, está buscando vía adquisiciones lograr un mayor crecimiento al orgánico; incluso intentó comprar la compañía cervecera Heineken, pero la familia Heineken desistió de este acuerdo. Es claro que la visión de la administración de Sab Miller sigue esta política con la finalidad de seguir compitiendo y alejarse de la posibilidad de una adquisición por parte de su principal competidor.

2. Factores organizativos y sociales

Sab Miller mantiene una fuerte cultura basada en los principios de buen gobierno corporativo que busca el desarrollo sostenible de su negocio y el de la comunidad donde opera cuidando el medio ambiente. Esta visión está integrada en cinco pilares, que se explicarán a continuación (Sab Miller 2005).

2.1 Crecimiento acelerado y desarrollo social a lo largo de la cadena de valor

Sab Miller PLC desea y se preocupa por que en el mundo, en especial en los lugares donde opera, tanto sus consumidores como sus proveedores puedan percibir mejores ingresos y calidad de vida. En cuanto a los proveedores, se busca desarrollarlos y generar su crecimiento sostenido; además, se busca que la empresa se mantenga y que los proveedores sostengan un crecimiento constante. Como meta para 2020, la empresa se ha propuesto lograr lo siguiente:

- Dar soporte a medio millón de pequeñas empresas conexas con la finalidad de mejorar el crecimiento de sus negocios, y el de sus empleados y familias
- Generar asociaciones con empresas de auditoría para medir el crecimiento de las empresas a las que se apoya para mejorar la calidad y condiciones de trabajo, así como enfocarla en el desarrollo de posiciones para mujeres

2.2 Posicionar la cerveza como un producto natural y como una opción saludable para el consumidor moderado y responsable

En general, Sab Miller busca un mundo unido y sociable en torno al consumo responsable de cerveza de manera individual y en grupos. Las metas trazadas para el 2020 son las siguientes:

- Alcanzar al 100% de los consumidores de cerveza con buena y efectiva comunicación enfocada al consumo moderado y responsable de cerveza.
- Apoyar a 340,000 detallistas a enfocar su negocio bajo estos lineamientos para generar sostenibilidad al negocio y establecer estándares para la venta de licor en el canal *on* y *off*
- Generar conciencia de trabajo seguro dentro de la organización y del no consumo mientras se conduce
- Construir este mensaje dentro de la comunicación de cada marca

2.3 Cuidar el recurso hídrico en beneficio de la empresa y de las comunidades donde opera

Sab Miller se esfuerza para lograr que las comunidades donde opere el negocio y la población mundial en general puedan mantener el futuro acceso a los recursos hídricos saludables y limpios. Las metas propuestas en este segmento de cara al 2020 son dos:

- Asegurar que el agua de la comunidad y el negocio no sea una amenaza para la población
- Reducir el uso del agua en el proceso de producir bebidas. Sab Miller se compromete en reducir a 3 litros el uso de agua por cada litro de cerveza producida y a 1,8 litros el consumo de agua por cada litro de bebida no alcohólica producida.

2.4 Crear valor buscando reducir la emisión de carbono

Sab Miller desea un mundo limpio de emisiones de carbono o por lo menos que se produzca una reducción considerable de las emisiones. El cambio climático ya afecta a las comunidades en donde opera y, por ende, a su negocio. Sus metas para el 2020 en este aspecto son las siguientes:

- Reducir al 50% la emisión de las fábricas cerveceras
- Reducir en 25% la huella de carbono en los empaques que utiliza
- Reducir en 25% el uso de gas refrigerante en la operación

2.5 Dar soporte y generar conciencia en el adecuado uso y mantenimiento de las tierras de cultivo

Sab Miller desea un mundo productivo donde las tierras de cultivo sean usadas y tratadas adecuadamente respetando el medio ambiente y la biodiversidad. Para ello, es importante mejorar los ingresos y la productividad de estos terrenos. Las metas para el 2020 son las siguientes:

- Mejorar el rendimiento de la producción de cebada por hectárea reduciendo el uso fertilizantes y energía
- Mejorar el rendimiento de otros sembríos relacionados con el negocio

Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión

1. Análisis financiero de la empresa

Para desarrollar esta parte del análisis, se utilizará la información pública de Sab Miller PLC de los últimos tres años y, con esta información, se llevarán a cabo las mediciones y evaluaciones correspondientes. Inicialmente, se realizará el análisis horizontal y vertical de los estados financieros para medir tendencias y, posteriormente, se calcularán los ratios financieros necesarios a fin de revisar su liquidez, rentabilidad y solvencia.

1.1 Análisis horizontal y vertical

Este tipo de análisis ayuda a establecer magnitudes (análisis vertical) y tendencias con el análisis horizontal. En primer lugar, se revisará el estado de ganancias y pérdidas de Sab Miller PLC, de acuerdo a la Tabla 10.

Tabla 10. Ganancias y pérdidas Sab Miller PLC

Ganancias y Pérdidas (US\$m)	2015	%	2014	%	2013	%	2015 vs 2014	2014 vs 2013
Volumen (Hl'm)	246		245		243		0.5%	0.8%
Ventas Brutas	33,558	100.0%	34,084	100.0%	34,487	100.0%	-1.5%	-1.2%
Ventas - Impuesto Selectivo	26,288	78.3%	26,719	78.4%	26,932	78.1%	-1.6%	-0.8%
Ventas Netas	22,130	65.9%	22,311	65.5%	23,213	67.3%	-0.8%	-3.9%
Resultados Operativos	4,384	13.1%	4,242	12.4%	4,192	12.2%	3.3%	1.2%
Costos Financieros Netos	-637	-1.9%	-645	-1.9%	-726	-2.1%	-1.2%	-11.2%
Resultados antes de Impuestos	1,083	3.2%	1,226	3.6%	1,213	3.5%	-11.7%	1.1%
Impuestos	-1,273	-3.8%	-1,173	-3.4%	-1,192	-3.5%	8.5%	-1.6%
Interes Minoritario	-258	-0.8%	-269	-0.8%	-237	-0.7%	-4.1%	13.5%
Resultados Netos a distribuir	3,299	9.8%	3,381	9.9%	3,250	9.4%	-2.4%	4.0%
Resultados Ajustados	3,835	11.4%	3,865	11.3%	3,772	10.9%	-0.8%	2.5%
EBITDA Ajustado	6,367	19.0%	6,460	19.0%	6,386	18.5%	-1.4%	1.2%

Fuente: Sab Miller, 2015.
Elaboración: Propia.

En la Tabla 10, se puede observar, por ejemplo, que el Ebita de la empresa representa el 19% de sus ventas en promedio (análisis vertical) y los volúmenes muestran crecimientos, sin embargo, con tendencia a la baja al igual que el Ebita.

Ahora bien, a partir de la información del estado financiero llamado Balance General, se puede presentar la Tabla 11.

Tabla 11. Balance General Sab Miller PLC

Balance General (US\$m)	2015	%	2014	%	2013	%	2015 vs 2014	2014 vs 2013
Activos Fijos	40,552	90%	48,366	90%	50,588	90%	-16.2%	-4.4%
Activos Corrientes	4,359	10%	5,385	10%	5,683	10%	-19.1%	-5.2%
Total Activos	44,911	100%	53,751	100%	56,294	100%	-16.4%	-4.5%
Instrumentos financieros	-111	0%	-115	0%	-86	0%	-3.5%	33.7%
Préstamos	-12,544	28%	-17,047	32%	-18,548	33%	-26.4%	-8.1%
Otras cuentas y Provisiones	-7,901	18%	-9,107	17%	-10,199	18%	-13.2%	-10.7%
Total Pasivos	-20,556	46%	-26,269	49%	-28,834	51%	-21.7%	-8.9%
Activos Netos	24,355	54%	27,482	51%	27,460	49%	-11.4%	0.1%
Capital Social	23,172	52%	26,319	49%	26,372	47%	-12.0%	-0.2%
Interes Minoritario	1,183	3%	1,163	2%	1,088	2%	1.7%	6.9%
Total Patrimonio	24,355	54%	27,482	51%	27,460	49%	-11.4%	0.1%

Fuente: Sab Miller, 2015.
Elaboración: Propia.

De la Tabla 11, se puede observar, por ejemplo, que, en cuanto a las cifras de 2015, los activos de la empresa fueron financiados por deuda (46%) y capital propio (54%). Al realizar un análisis vertical y dentro del enfoque de un análisis horizontal, se observa que los activos fijos han disminuido año por año, lo que podría significar que la administración decidió no invertir en activo fijo en 2013 y 2014 con la finalidad de mejorar sus indicadores financieros, como, por ejemplo, disminuir su deuda, tal como se observa en la cuenta “Total Pasivos”, que cae 21,7% de 2014 a 2015, lo que representa disminuir la deuda en US\$ 5,713 mil millones.

1.2 Análisis de los principales ratios financieros

Con el detalle de la información disponible, no es posible determinar la totalidad de los ratios financieros de la empresa. Sin embargo, con los que se han calculado se puede obtener un panorama general de la situación financiera de la empresa, y se puede formar una clara idea de por qué el negocio cervecero es considerado uno de los más rentables y sanos de la industria en general. Cabe mencionar que, en la medida que la empresa logre manejar adecuadamente estos indicadores, podrá alcanzar mayor solidez financiera, con lo cual será mucho más fácil para ella acceder a financiamientos a través de los bancos o por intermedio de los mercados de capitales con costos financieros bajos. A continuación, en la Tabla 12, se presentan los principales ratios financieros de Sab Miller PLC.

Tabla 12. Principales ratios financieros de Sab Miller PLC

Ratios Financieros	2015	%	2014	%	2013	%	2015 vs 2014	2014 vs 2013
Liquidez								
Razón Circulante	1.81		1.69		1.79		7.2%	-5.8%
Capital de Trabajo (US\$m)	-3,542		-3,722		-4,516		-4.8%	-17.6%
Prueba Acida	1.81		1.69		1.79		7.2%	-5.8%
Solidez, Solvencia y Endeudamiento								
Grado de Endeudamiento	0.46		0.49		0.51		-6.3%	-4.6%
Grado de Propiedad	0.54		0.51		0.49		6.1%	4.8%
Razón Deuda/Patrimonio	0.84		0.96		1.05		-11.7%	-9.0%
Gestión: Actividad o Eficiencia								
Número de días								
Rotación Capital de Trabajo	9.47		9.16		7.64		3.5%	19.9%
Rotación de Activo Total	0.75		0.63		0.61		17.8%	3.5%
Rentabilidad								
ROA (Return on Assest)	9.8%		7.9%		7.4%		23.7%	6.0%
ROE (Return on Equity)	13.5%		12.3%		11.8%		10.1%	3.9%
ROI (Return on Investment)	23.3%		20.2%		19.3%		15.4%	4.7%
ROS (Return on Sales)	9.8%		9.9%		9.4%		-0.9%	5.3%

Fuente: Sab Miller, 2015.

Elaboración: Propia.

A partir de la información de la Tabla 12, se puede inferir lo siguiente:

- Sab Miller sigue una buena política de capital de trabajo. Tiene más deuda corriente que cuentas por cobrar, lo que se puede confirmar con la razón de circulante, que indica, para 2015, que el pasivo corriente es 1,81 veces el activo corriente.
- Otro punto importante, y que puede ser una de las razones por las cuales Sab Miller en 2013 y 2014 decidió cancelar deuda y no invertir tanto capital, es la razón deuda/patrimonio. Entonces, se trata de una empresa bien apalancada, pero al extremo de poder perder el control ante una situación de insolvencia. Sin embargo, ya para 2015, la deuda fue amortizada, con lo cual el indicador cayó a 0,84.
- Los ratios de rentabilidad dependerán de cuál cuenta del estado financiero Balance General, o del estado financiero de Ganancias y Pérdidas se utilice para medirlos. En el caso de Sab Miller, muestra una rentabilidad interesante; sin embargo, AB InBev presenta mejores indicadores financieros (ver Anexo 4).

2. Características de la inversión en la empresa

Sab Miller PLC enfoca sus inversiones en los países o regiones donde existen oportunidades de crecimiento para el negocio. La principal inversión se realizó en CAPEX con la finalidad de mejorar su capacidad de producción principalmente.

2.1 Tipo de inversión

Año por año, Sab Miller PLC ha mostrado un nivel alto de inversión y en constante crecimiento consecuente con las oportunidades que ofrece el mercado, tal como se observa en la Tabla 13.

Tabla 13. Inversión en CAPEX de Sab Miller PLC

Inversión (US\$'m)	2015	2014	2013	vs 2014	vs 2013
CAPEX	1,503	1,416	1,440	6.1%	-1.7%
Total	1503	1416	1440		
CAPEX vs Non-current assest	3.7%	2.9%	2.8%		
CAPEX vs Revenue	4.5%	4.2%	4.2%		

Fuente: Sab Miller, 2015.
Elaboración: Propia.

Principalmente, esta inversión se ha concentrado en la ampliación de plantas en África y América Latina siguiendo las fuentes de información (Sab Miller 2015).

Capítulo VI. Valorización de Sab Miller PLC

1. Supuestos de proyecciones

Dentro de los principales supuestos por considerar para realizar esta valorización, se presentan las siguientes tres:

- **Empresa en marcha.** No existen riesgos de que la empresa deje de funcionar y/o afronte problemas regulatorios que en el futuro impidan su continuidad.
- **Empresa solvente.** El negocio cervecero se caracteriza por su alta liquidez y por contar con márgenes muy interesantes. Adicionalmente, Sab Miller cuenta con planes de expansión interna.
- Considerando adicionalmente que Sab Miller PLC ha demostrado interés en seguir creciendo de manera inorgánica a través de compras de empresas del giro o asociándose en mercados donde no tiene presencia, se asume que la empresa está en capacidad financiera de continuar consolidándose como la segunda cervecera.

2. Costo de capital de Sab Miller

No se cuenta con la información del costo de capital de Sab Miller PLC. Sin embargo, se puede calcularlo o deducirlo con la información financiera disponible. Un primer dato para el cálculo es, como se señaló, la rentabilidad de la compañía. Teóricamente, esta rentabilidad es lo mínimo que un accionista de esta empresa requeriría para invertir en otro negocio. La tasa ROA de 9,8% en 2015 mostrada en la Tabla 14 puede considerarse como el costo de oportunidad para el accionista frente a otra posibilidad de inversión en otra empresa distinta o como para decidir seguir invirtiendo en Sab Miller. También es importante comentar que, por la dimensión de Sab Miller, un ROA de 9,8% implica una rentabilidad sobre las ventas de 19% en promedio, tal como se muestra en la Tabla 14.

Tabla 14. Rentabilidad promedio año por año (US\$'m)

Ganancias y Pérdidas	2015	2014	2013	2012	2011
Ventas Brutas	33,558	34,084	34,487	31,388	28311
EBITA	6,367	6,460	6,379	5,634	5,044
EBITA/VENTAS BRUTAS	19.0%	19.0%	18.5%	17.9%	17.8%

Fuente: Sab Miller, 2015.

Elaboración: Propia.

3. Métodos de valorización

Existen diferentes metodologías y/o formas de asignar u obtener un valor racional de una empresa. Sin embargo, para ello, es necesario combinar las metodologías de valoración con la información y conocimiento de los planes a futuro de dicha empresa para considerarlo dentro de la valorización. Entre algunos métodos que se encuentran a disposición, se pueden mencionar cuatro: (i) valor contable neto, (ii) múltiplos de Ebitda, (iii) valor de bursátil (+índex Price) y (iv) flujo de caja descontado. A continuación, se desarrollará cada una de estas metodologías aplicándolas en la valorización de Sab Miller PLC.

3.1 Valor contable neto

Este método busca identificar en los estados financieros de la empresa el valor contable de la empresa descrito en el balance general. La dinámica de esta valorización es reconocer los activos y restarles los pasivos. En buena cuenta, el valor contable neto de la empresa sería el patrimonio. Este método es muy criticado, pues considera los valores contables históricos a una fecha específica pasada y no los futuros planes de la empresa; por otro lado, los valores considerados en la contabilidad no necesariamente reflejan el valor real de los activos. Para efectos de este trabajo, se presenta la dinámica bajo este enfoque y los resultados obtenidos en la Tabla 15.

Tabla 15. Valor contable neto Sab Miller (año por año)

Balance General (US\$m)	2015	2014	2013	2012	2011
Activos Totales	44,911	53,751	56,294	55,928	39,114
Total Pasivos	-20,556	-26,269	-28,834	-29,896	-16,355
Valor Neto	24,355	27,482	27,460	26,032	22,759

Fuente: Sab Miller, 2015.
Elaboración: Propia.

3.2 Múltiplos de Ebitda

En la actualidad, muchos analistas financieros de gran experiencia consideran que las empresas pueden valorizarse en función de una cierta cantidad de veces del Ebitda (múltiplos de Ebitda). Para ello, se hace referencia a una tabla pública, construida en función de los valores históricos de ciertas compañías, y la experiencia que estos analistas en los mercados y en los diferentes sectores económicos. Sin embargo, la principal crítica que se le hace a esta metodología es no

reconocer los planes a futuro de la empresa y/o cualquier otro tipo de acontecimiento futuro que impactaría positiva o negativamente en los resultados financieros de la compañía evaluada hacia el futuro. Para corregir esta situación, podría tomarse adicionalmente un factor de ajuste que incorpore el impacto en los resultados financieros en diferentes situaciones futuras. A fin de calcular el valor de Sab Miller, se utilizará el múltiplo relacionado con las empresas del sector bebidas. Este múltiplo está basado en el análisis de la data histórica de 34 empresas del mercado norteamericano (ver Tabla 16).

Tabla 16. Múltiplos de Ebitda para el sector de bebidas

Sector	Compañías	Múltiplo
Bebidas	34	12.04

Fuente: Gurusblog, 2015.

Luego, se tomará la información financiera de Sab Miller al cierre de marzo de 2015 (ver Tabla 17).

Tabla 17. Resultados Sab Miller a marzo de 2015

2015 (US\$m) Full Year	LatAm	Africa	Asia Pacific	Europe	N.Am (sub)	Corporate	H&G	Subs	Share of Miller Coors JV	Subs + Share of Miller Coors JV	Other Associates / JVs	Total Group
Non GAAP summary table:												
Group Revenue	7,812	6,853	3,136	4,186	143	-	-	22,130	5,201	27,331	6,227	33,558
Excise and similar taxes	(2,044)	(1,334)	(1,203)	(1,011)	(4)	-	-	(5,596)	(658)	(6,254)	(1,016)	(7,270)
Group NPR	5,768	5,519	1,933	3,175	139	-	-	16,534	4,543	21,077	5,211	26,288
Group EBITDA (before exceptionals)	2,526	1,755	692	784	16	(83)	-	5,690	987	6,677	1,085	7,762
Depreciation	(302)	(275)	(66)	(214)	-	(39)	-	(896)	(145)	(1,041)	(354)	(1,395)
EBITA (before exceptionals)	2,224	1,480	626	570	16	(122)	-	4,794	842	5,636	731	6,367
less: Amortisation (excl. computer s/w)	(114)	(9)	(188)	(22)	(2)	-	-	(335)	(42)	(377)	(46)	(423)
EBIT (before exceptionals)	2,110	1,471	438	548	14	(122)	-	4,459	800	5,259	685	5,944
Exceptionals in EBIT	-	45	(452)	-	-	(69)	401	(75)	-	(75)	(63)	(138)
Operating profit	2,110	1,516	(14)	548	14	(191)	401	4,384	800	5,184	622	5,806

Fuente y elaboración: Sab Miller, 2015.

Con estos dos datos, se puede calcular que la valorización sería la multiplicación del Ebit anual actualizado por el múltiplo correspondiente (ver Tabla 18).

Tabla 18. Valorización de Sab Miller a valores de marzo 2015

Fecha	EBITDA US\$ m	Múltiplo	Valor US\$ m
Mar-15	7,762	12.04	93,454

Elaboración: Propia, 2016.

Para mayor información sobre otros mercados y/o empresas, se puede consultar la Tabla 19.

Tabla 19. Tabla de múltiplos de Ebitda/Ebit por sector

Sector	N ^o Empresas	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT(1-t)	Ejemplo
Publicidad	31	7.90	11.09	15.30	ValueClick Inc.
Aeroespacial/Defensa	64	7.41	9.14	12.69	General Dynamics
Transporte Aéreo	36	12.91	20.22	25.87	US Airways
Ropa	57	8.65	10.83	15.64	Guess
Aux. Automóvil	51	6.19	9.05	11.79	Goodyear
Automóvil	12	5.81	10.40	14.70	Ford Motors
Banca	426	4.37	4.37	5.41	CitiGroup
Bebidas	34	12.04	14.80	19.41	Pepsico
Biotecnología	158	NA	NA	NA	Helix Biopharma
Materiales Construcción	45	10.99	29.23	38.63	CEMEX
TV Cable	21	6.25	11.27	17.75	Comcast
Química Básica	16	8.90	12.60	15.94	Du Pont
Química diversificada	31	8.95	12.28	17.43	Celanese
Química Especialidad	70	9.84	14.06	19.83	Airgas
Carbón	20	7.34	11.14	14.16	Rhino Resource Partners
Software	184	8.64	9.81	12.49	Adobe Systems
Ordenadores y periféricos	87	8.11	9.85	12.88	Apple
Diversificadas	107	11.37	14.99	17.95	3M
Farma	279	9.35	13.02	16.82	AstraZeneca
e-commerce	57	22.08	31.60	41.83	Salesforce
Educación	34	4.62	5.47	8.81	Apollo Group
Elécticas	21	7.88	12.76	19.52	Duke Energy
Equipo Eléctrico	68	9.12	11.68	15.49	Emerson Electric
Electrónica	139	5.82	7.84	10.49	Flextonic
Ingeniería y Construcción	25	7.36	9.76	13.75	Babcock & Wilcox
Entretenimiento	77	8.03	10.67	15.54	Disney
Entretenimiento Tech	40	11.63	17.81	20.65	Electronics Arts

Fuente y elaboración: Gurusblog, 2015.

Para reforzar este criterio de valorización, es importante repasar eventos de compra de cerveceras en el pasado en los cuales se ha tomado como referencia este indicador. Cabe señalar que mucho dependerá del contexto económico, político y los planes futuros de la empresa en disputa. Por ejemplo, *Semana* (2005), cuando se negociaba la venta de Bavaria a Sab Miller, señaló que “las últimas transacciones del continente han tenido los siguientes múltiplos: SABMiller compró Cervecería Hondureña por 11 veces el Ebitda. Bavaria compró la peruana Backus por 10,8 veces y por la Cervecería Nacional de Panamá pagó 10,4 veces. Interbrew pagó 13 veces Ebitda cuando adquirió la brasileña Ambev. Sin embargo, esa transacción se pagó en acciones y no en efectivo, y en esos casos el múltiplo aumenta”. Sin embargo, con respecto a ello, también es importante comentar que existen otras fuentes para calcular y generar los múltiplos, según Just Drinks (2014) (ver Anexo 5).

3.3 Valor bursátil

Otra forma de valorizar una compañía son las cotizaciones de sus acciones, y la oportunidad se dimensiona al entender si dichas acciones están por debajo o por encima de su valor real en el momento de la transacción. Es decir, se deben monitorear las cotizaciones que aparecen en las diferentes bolsas (*stock markets*) de los distintos países y, de acuerdo a ello, ver la oportunidad de generar ganancias adicionales. En teoría, los mercados de capitales reconocen inmediatamente cualquier hecho que pueda impactar positiva o negativamente en el valor de las empresas que cotizan. Así, las bolsas cuentan con la capacidad de recoger la información relevante y traducirla en una mejor o menor cotización de las acciones que se negocian.

Sin embargo, lo mencionado en el párrafo anterior no es tan cierto, pues existen aspectos o información relevante confidencial en mano de pequeños grupos, lo cual genera expectativas en los demás interesados (seguir al que compra o vende); se origina así volatilidad que distorsiona los mercados, lo que, evidentemente, es aprovechado por los especuladores.

Siguiendo esta línea, la información confidencial de ciertas empresas, tales como los planes a futuro no revelados, ocasiona que algunos grupos manejen expectativas distintas a los demás y estos últimos se vuelvan seguidores de los primeros. Este ruido ocasiona que las cotizaciones varíen y, con ello, el valor de las empresas también; muchas veces la especulación genera tendencias al alza de ciertas acciones. En el caso de Sab Miller, la cotización de sus acciones tuvo los siguientes desempeños en los últimos meses del año 2015 (ver Tabla 20) y, con el anuncio de la oferta de compra por parte de su principal competidor, AB Inbev, las acciones llegaron a incrementarse en un 22%, tal como se esperaba (ver Tabla 20).

Tabla 20. Precio por acción en dólares americanos (US\$)

Fecha	Apertura	Valor Alto	Valor Bajo	Cierre	Vol Promedio	Adj Cierre*	Variación
4 Jan 2016	59.65	60.70	58.00	59.66	214,500	59.66	-0.5%
1 Dec 2015	60.90	61.40	59.76	59.93	61,500	59.93	-1.4%
24-nov-15	0.283 Dividend						
02-nov-15	61.53	62.29	59.91	60.80	141,000	60.80	-1.1%
01-oct-15	56.70	62.60	55.02	61.45	133,400	61.16	7.3%
01-sep-15	46.15	59.16	44.87	57.26	192,900	56.99	22.2%
5 Aug 2015	0.87 Dividend						
03-ago-15	53.73	54.34	43.92	46.86	115,000	46.64	-10.7%
01-jul-15	52.86	55.12	50.59	52.45	54,300	51.37	0.5%
01-jun-15	53.14	54.47	50.91	52.20	110,100	51.12	-2.9%
01-may-15	52.84	60.65	51.76	53.77	54,300	52.66	0.9%
01-abr-15	52.87	54.70	52.59	53.28	141,000	52.18	1.4%
02-mar-15	56.44	57.57	52.25	52.56	79,700	51.47	-7.3%
02-feb-15	54.33	57.33	52.56	56.67	145,500	55.50	3.6%
02-ene-15	51.35	55.29	48.52	54.72	345,300	53.59	6.1%

Fuente: Yahoo Finance, 2016.

Elaboración: Propia.

Siguiendo el análisis propuesto, con la información vertida en la Tabla 20, también es posible formarse una clara idea del valor de una empresa y del porqué del sobreprecio/pago que podría reconocer una empresa como AnBev por la toma de control de la otra compañía. El monto total de las acciones en bolsa de Sab Miller al 31 de marzo de 2015 fue de 1,675,670,012, según el reporte anual de Sab Miller. Asumiendo que el promedio del valor de las acciones entre enero y agosto es una buena referencia para calcular el precio o valor por pagar por las acciones de Sab Miller — este precio promedio no se encuentra influenciado por la especulación generada por los anuncios de un acercamiento de AB InBev—, se obtiene un valor total de la empresa de aproximadamente US\$ 88.498.418, tal como se calcula en Tabla 21.

Tabla 21. Cálculo de valor bursátil

Total Acciones	1,675,670,012
Cotización Prom. Ene-Agt 2015	52.81
Valor Bursatil en US\$(000)	88,498,418

Fuente: Sab Miller, 2015.

Elaboración: Propia.

Evidentemente, el precio de las acciones varía con el tiempo. Por ejemplo, en mayo de 2015, *Forbes* (2015) asignó un valor de mercado para Sab Miller de US\$ 87,300 millones.

3.4 Flujo de caja descontado

Este método es el más utilizado para calcular y evidenciar de una manera más cuantitativa el valor de una empresa. Para ello, es importante determinar una serie de tendencias y recopilar información relevante de la empresa analizada desde la óptica de la empresa que busca la adquisición.

Sab Miller y AB InBev manejan aproximadamente el 50% de las ventas de cerveza en el mundo; por esta razón, deben reflejar las tendencias del mercado. Esto permite asumir que es suficiente sustento suponer que sus resultados históricos pueden ser el punto de partida para calcular las tendencias del mercado cervecero mundial para los próximos años. En ese sentido, y revisando la información pública disponible a la fecha en la página web de la empresa AB InBev, se ha calculado la variación en los volúmenes de venta entre los años 2011, 2012, 2013 y 2014, y, con esta información, se genera el primer supuesto del flujo de caja: la proyección del crecimiento de las ventas de los próximos diez años será el promedio de los años 2013 y 2014. El crecimiento de 2012 vs. el 2011 es muy alto y se ha decidido no considerarlo por principio de prudencia en las estimaciones. El factor por utilizar es de 3,2% de crecimiento año por año (ver Tabla 22).

Tabla 22. Crecimiento promedio de las ventas AB InBev

InBev Crecimiento del Volumen			
2012 vs. 2011	2013 vs. 2012	2014 vs. 2013	Promedio (2014/2013)
7.9%	3.5%	2.9%	3.2%

Fuente: AB InBev, 2014.
Elaboración: Propia.

Otra forma de sustentar este supuesto de incremento de ventas lo tenemos calculado en función a las innovaciones que se están desarrollando en el mercado y reflejan las tendencias actuales. En ese sentido, hemos calculado un incremento de las ventas en el orden del 5.3% las cuales se pondrían conseguir aproximadamente en tres años de acuerdo a la Tabla 23 (1.77% de crecimiento aproximado anual). A este crecimiento por innovaciones se debe agregar el crecimiento orgánico que oscila entre 2 a 2.5% considerando la madurez del mercado cervecero, con lo cual se refuerza el supuesto de crecimiento de volumen detallado en la tabla 22.

Tabla 23. Oportunidades a través de la Innovación:

Oportunidades de innovación en el mercado cervecero		
Tipo de innovación	Casos de éxito (No incluye SABMiller)	Impacto aproximado en SABMiller Volumen incremental.
Cervezas saborizadas	<u>Cervezas saborizadas Carlsberg "Eve 120" - Rusia:</u> Cerveza saborizada con maracuyá de 250ml, con una participación de mercado del 1,5% con ventas de 1,259K HI en el último año. Direccionada para capturar el consumo de cerveza en mujeres de clase media con gran éxito	1.50%
Cervezas sin alcohol	<u>Cervezas sin alcohol Asahi "Dry Zero" - Japon:</u> Cerveza sin alcohol Japonesa de 350ml, cuenta en la actualidad con 1,5% del mercado japones. En el último año obtuvo ventas por 888K HI. A nivel país las cervezas sin alcohol han tenido una excelente aceptación, representando actualmente el 5% del mercado total.	2.50%
Cervezas de Trigo	<u>Cervezas de Trigo Molson Coors "Blue Moon" - USA:</u> Cerveza refrescante de 355ml, de cuerpo medio, sin filtrar con 1,3% de participación en el mercado estadounidense. En el último año, logró ventas de 3,097K HI.	1.30%
Total		5.30%

Fuente: Euromonitor Internacional, 2014 y 2016.
Elaboración: Propia.

Es importante considerar que, al ser absorbida Sab Miller por AB InBev, la administración de los mercados en donde operaba Sab Miller serían administrados por la gerencia de AB InBev; tomando esta consideración, se puede suponer, para fines de esta valorización, que las políticas de incremento de precios seguirán las tendencias mostradas en la información histórica de la empresa (ver Tabla 24).

Tabla 24. Aumento promedio bianual de precios de AB InBev

InBev: Ventas Netas/HI (Año por Año in US\$)			
2012	2013	2014	Var 2014/2012
99.64	102.03	102.58	2.9%

Fuente: AB InBev, 2014.
Elaboración: Propia.

Esta política de precios generalmente busca lograr dos efectos combinados: (i) recuperar la inflación generada en las economías de cada país donde opera la empresa, y (ii) captar las oportunidades de incremento de precios ubicados en los mercados que el personal de ventas y/o marketing ha podido identificar a través del seguimiento regular al comportamiento de los precios en los puntos de ventas y/o canales de ventas.

Con respecto a las proyecciones de los costos fijos y variables, es importante identificar y reconocer que, a lo largo de la última década, AB InBev ha demostrado una extraordinaria gestión en la optimización de costos, con lo cual ha logrado recuperar sus inversiones en menor plazo a lo previsto inicialmente. Dentro de la información pública manejada, el presidente de AB InBev afirmó que, en los tres primeros años, lograría un ahorro de US\$2.000 millones (Semana 2015).

Con el fin de validar la información anterior se ha realizado un análisis de *Benchmark* de costos, identificando las siguientes oportunidades de mejora en diferentes áreas de la empresa:

Área de Compras (Notas 1, 4 y 5 de la Tabla 25):

- Mayores economías de escala por compras consolidadas = mejores precios.
- Mayores eficiencias de uso en las materias primas e insumos sustitutos.
- Búsqueda de mayor valor agregado de los subproductos que se obtienen en el proceso productivo, negociación con Clientes finales.
- Mejores plazos de pago con proveedores (ya considerado en el rubro de reducción del capital de trabajo).
- Negociación en las monedas de origen a fin de evitar impacto en tipo de cambio.

Área de Manufactura (Notas 1, 4 y 5 de la Tabla 25):

- Mejora en el consumo de materias e insumos (eficiencias de uso).
- Reducción de mermas en el proceso.
- Reducción de producto terminado no conforme.
- Mejora en el uso de servicios de agua, gas y electricidad.
- Integración vertical en el suministro de principales materias primas.
- Economías de escala en los costos de mantenimiento de máquinas y equipos.
- Mejor uso de las capacidades de planta reduciendo tiempos muertos de fabricación.

Área de Recursos Humanos - Costos de Personal (Nota 2 de la Tabla 25):

- Cierre de las oficinas Global y Regionales de SABMiller, consolidación en la estructura ya existente en AB Inbev.
- Mayor centralización de funciones en las oficinas regionales, reducción de estructuras organizativas en los países.
- Simplificación de funciones en las operaciones, focalización en las que agreguen valor.

Área de Ventas (Notas 3 y 5 de la Tabla 25):

- Optimización de costos en la toma de pedidos a través del uso intensivo de tele ventas.
- Reducción de costos en el seguimiento de ventas vía tecnología de la información.
- Optimización en el modelo de “Ruta al Mercado” para obtener productividad en las visitas de la fuerza de ventas.
- Mejor uso de los envases Retornables en el punto de venta, asignación de metas de rotación de envases a la fuerza de ventas.
- Reducción de la devolución de productos vencidos de parte de los Clientes vía control y acciones de la fuerza de ventas.

Área de Marketing (Notas 3 y 5 de la Tabla 25):

- Economías de escala en la negociación de los materiales y servicios de publicidad.
- Optimización y racionalización del gasto de publicidad.
- Mejora en la distribución de gasto de marketing: publicidad en televisión, radio y letreros en vía pública versus publicidad en el punto de venta.

Área de Distribución (Notas 3 y 5 de la Tabla 25):

- Mejores costos de transporte a través de las eficiencias en la planificación de entrega de pedidos (horarios y tamaño de la unidad)
- Optimización de ruteo en el transporte primario y secundario.
- Mejor uso de la flota, trabajo a máxima capacidad 24 horas los 7 días de la semana.
- Reducción de volatilidad del transporte diario, uso flat de flota operativa en la semana.
- Mejora en el uso de tiempos de atención y despacho en los almacenes.
- Mejores costos operativos de almacenamiento vía la reducción de inventarios.
- Optimización del número de tripulantes en el camión según tipo de cliente a atender.

Tabla 25. Calculo de Optimización de Costos en Sab Miller PLC.

Optimización de costos: Mejoras estimadas por eficiencias y ahorros por integración		Total Benchmark		NOTAS
(benchmark mejores prácticas)		2015 USD m	USD m	
Revenue		33,558		
Cost of inventories recognised as an expense	-7,674		834	
- Changes in inventories of finished goods and work in progress	-96			
- Raw Materials and consumable used (-6% por compras y -3% por manufactura)	-7,577		834	1
Excises duties and other similar taxes	-7,270			
Employee Costs	-4,186		628	2
Depreciation of property, plant and Equipment	-1,384			
Profit on disposal available for sale investments	2			
Profit on disposal of businesses	76			
Profit on disposal investment in associates	679			
Gain on dilution of investment in associates	3			
Profit on disposal of property, plant and equipment	30			
Loss on disposal of intangible assets	0			
Amortisation of intangible assets	-691			
Other Expenses	-7,916		622	
- Selling, marketing and distribution cost	-4,093		368	3
- Repairs and maintenance expenditure of property, plant and equipment	-521		21	4
- Impairment of investment in associate	0			
- Impairment of trade and other receivables	-57			
- Impairment of property, plant and equipment	-123			
- Impairment of goodwill	-482			
- Impairment of intangible assets	-10			
- Operating lease rentals - land and building	-142			
- Operating lease rentals - Plant, vehicle and systems	-148			
- Transaction-related costs (excluding employee-related costs)	0			
- Reserch and development expenditure	-8			
- Other operating expenses	-2,331		233	5
Total Net Operarting Expenses by nature				
Other income	578			
Net Operating Expenses	-27,752			
Operating Profits		5,806	2,084	

Fuente: Sab Miller PLC, 2015.
Elaboración: Propia.

Todo lo anterior será parte de los supuestos para la construcción del flujo de caja descontado; asimismo, para el cuarto año y los siguientes, se asumirá el mismo comportamiento en el crecimiento de costos que ha mostrado AB InBev en los últimos años en donde se puede evidenciar su gestión de costos, que logra compensar en parte la inflación de cada país. El cálculo de 0,7% de crecimiento de los costos se obtuvo al analizar la información financiera disponible (ver Tabla 26).

Tabla 26. Comportamiento de los costos unitarios año por año de AB InBev

AB InBev: Costos/Hl (Año por Año en US\$)			
2012	2013	2014	Promedio (2014/2013)
68.22	68.83	69.21	
3.0%	0.9%	0.6%	0.7%

Fuente: AB InBev, 2014.
Elaboración: Propia.

Dentro del proceso de construcción del flujo de caja descontado, también es necesario considerar una política de CAPEX que será utilizado por AB InBev cuando sea la empresa controladora de Sab Miller. En ese sentido, y considerando el potencial de los mercados de Sab Miller sería recomendable usar el supuesto de que AB InBev continuará con la política de Sab Miller para este tipo de inversión. De acuerdo con la data histórica que se observó en la Tabla 13, el nivel de CAPEX será del orden de 4.3% sobre el Ingreso (promedio simple de la inversión en CAPEX de los últimos tres años).

Otro supuesto importante por determinar previamente para la construcción del flujo de caja descontado es la tasa de descuento. Existen diferentes maneras de calcular esta tasa, sin embargo, en esta valorización utilizaremos la Metodología del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), la cual se construirá en base a la información disponible de AB InBev tomando como referencia su página web.

Para efectos teóricos haremos una breve reseña de otra metodología que podríamos utilizar para calcular la tasa de descuento, sin embargo, considero que la tasa WACC es más adecuada pues incluye intrínsecamente el efecto mitigante que tiene el financiamiento específico de AB InBev en el riesgo inherente a su negocio/mercado y el costo de Capital de AB InBev.

Esta otra metodología de cálculo de la tasa de descuento se denominan Tasa Costo de Capital, K_e por sus siglas en inglés (Cost of Equity) o Costo del Accionista y las dos formas habituales de calcularla se basa en los siguientes supuestos:

- Asumiendo que simplemente el ROE de AB InBev es el K_e . Para nuestro análisis implicaría una tasa del 22.6% de acuerdo a los ratios calculados. Sin embargo no estaría considerando el efecto del apalancamiento.
- La otra forma es a través del modelo de cálculo denominado CAPM (Capital Asset Pricing Model) cuya fórmula es: $K_e = R_f + B*(R_m - R_f)$. En donde cada variable significa lo siguiente:

R_f : Tasa libre de riesgo (Tasa de interés del Bono del Tesoro de USA)

B : Beta apalancado del negocio o industria (indicador de riesgo del negocio)

R_m : Riesgo del mercado (S&P500, DJI o el riesgo de AB InBev)

Para realizar este cálculo es importante utilizar data estadística y financiera que nos permita obtener el beta apalancado (Damodaran, 2016) y la tasa libre de riesgo del bono del tesoro de

Estados Unidos (Bloomberg, 2015). Revisar Tablas respectivas en los Anexos 6 y 7. Los valores a utilizar serían:

Rf: 2.9%

B: 0.94 (Apalancado, considera deuda)

Rm = ROE AB InBev = 22.6% asumiendo que es el riesgo del mercado de Cervezas.

Entonces Ke sería: $Ke = 2.9\% + 0.94 \cdot (22.6\% - 2.9\%) = \underline{\underline{23.54\%}}$

Sin embargo, la principal crítica que haría a esta metodología es que utiliza un beta de ciertas empresas específicas de Estados Unidos (sólo 22) y no considera la realidad específica de AB InBev o la totalidad de las empresas del conglomerado a nivel mundial. Otro punto es el índice que podríamos usar, puesto que no necesariamente el S&P500 u otro maneja la particularidad del negocio cervecero (Global). Al usar el WACC, tomamos en cuenta el apalancamiento financiero específico de AB InBev y su riesgo específico a través de su ROE con lo cual estamos reflejando la realidad de AB InBev para la valoración de Sab Miller PLC.

Siguiendo la metodología del WACC y tomando como referencia el reporte financiero anual de 2014, se evidencia la composición existente entre deuda (kD) y capital de la compañía (kE). Esto busca medir el nivel de apalancamiento de la empresa. En otras palabras, se trata de determinar el peso de la deuda no patrimonial y patrimonial para saber cómo se financian los activos de AB InBev. Algunos autores sostienen que se debe calcular la estructura de capital considerando los valores reales de mercado de la empresa, con lo cual el valor del capital se incrementaría. Sin embargo, al no contar con mayor información sobre AB InBev, se empleará la información disponible, con lo cual se obtendrán los cálculos de Tabla 27.

Tabla 27. Composición deuda/capital de AB InBev US\$´ m

Composición de Capital	2014	2013
Total Instrumentos Financieros	45,774	45,334
Total Patrimonio	54,257	55,308
Total Deuda y Patrimonio	100,031	100,642

Composición de Capital	2014	2013
Total Instrumentos Financieros	45.8%	45.0%
Total Patrimonio	54.2%	55.0%

Fuente: AB InBev, 2014.

Elaboración: Propia.

Por otro lado, tomando como referencia las notas los estados financieros auditados de AB InBev (2014), se hallaron los siguientes datos:

- Tasa impositiva real de Inbev: 18,1% (t)
- Costo Financiero (D): 11%. En la Nota 11 a los Estados Financieros, se observa que la tasa de interés por deuda obtenido por AB InBev está entre el rango de 6% y 8%. Sin embargo, un nuevo financiamiento debería ser más caro. Por esa razón, se asume incrementar tres puntos porcentuales al costo de la deuda por principio de prudencia.

Asimismo, a partir de la información disponible, se tomó la de las ventas brutas y la de la utilidad disponible atribuible para los accionistas; con ello, se calculó la rentabilidad promedio de AB InBev del periodo 2012 – 2014 de la empresa (E) (ver Tabla 28)

Tabla 28. Rentabilidad de AB InBev US\$´m

US\$´m	2012	2013	2014	Promedio
Ventas Brutas	42,927	45,483	47,063	
Utilidad Atribuible	7,243	14,394	9,216	
	16.9%	31.6%	19.6%	22.7%

Fuente: AB InBev, 2014.
Elaboración: Propia.

Esta tasa es superior al ROA promedio de 2014 y 2013 de 19% de la empresa. Sin embargo, se utiliza la tasa descrita (similar a su ROE) con el ánimo de ser conservadores en los resultados de la valorización. Una mayor tasa de descuento implica un mayor riesgo y eso es consecuente ante una empresa nueva de mayor tamaño.

También se asumió que el nivel de *capital de trabajo* (Kw) para el negocio dependerá de la política que posee AB InBev. Es conocido en los ambientes financieros que AB ha manejado niveles de capital de trabajo muy exigentes en donde queda claramente demostrado que logran un nivel de financiamiento importante a través de sus proveedores, así mismo tienen un manejo eficiente de los inventarios. Analizando la estadística, el nivel de Kw de AB InBev es del 18.4% sobre las ventas (Revenue). Al tomar este indicador como supuesto del flujo, estamos diciendo que Sab Miller mejorará y llegará a los niveles de AB InBev y eso implica en el flujo una desinversión de US\$ 1,299. Esta decisión va de la mano con el criterio que Sab Miller es

una empresa en marcha y sólida, la cual implica que no es necesario inyectar mayor capital de trabajo, por otro lado, AB InBev ha demostrado que cuenta con mayor experiencia para gestionar este rubro financiero.

Con toda esta información, considerando la fórmula del WACC, que busca entender los riesgos del capital propio y de deuda involucrados en esta compra y sus posibles impactos en los resultados futuros de AB InBev, se obtiene la tasa de descuento a los flujos futuros de Sab Miller y se calcula su valor actual neto. Esta tasa de descuento intrínsecamente reconoce los riesgos y los descuenta del flujo, con lo cual se obtienen flujos “libres” de riesgo o con alta probabilidad de ocurrencia (ver Tabla 29).

Tabla 29. Tasa WACC de AB InBev

Estructura Deuda/Capital	
Deuda	45.8%
Equity	54.2%
	100.0%

Tax Rate	18.1%
----------	--------------

Rentab AB	22.6%
-----------	--------------

Costo Deuda	11.0%
-------------	--------------

$$\text{WACC} = [kD \cdot D(1-t) + kE \cdot E]$$

WACC AB	16.4%
----------------	--------------

Fuente: AB InBev, 2014.

Elaboración: Propia

Con la información anterior, siguiendo la teoría financiera desarrollada en esta valorización, se puede argumentar a favor de la metodología del flujo de caja descontado (FCD), que es la principal herramienta financiera disponible para valorizar un negocio en marcha, así como para calcular los rendimientos a futuro que obtendrá una empresa nueva. El FCD se construye analizando toda la información disponible de la empresa o propuesta de negocio por evaluar. Además, reconoce en su estructura cómo se manejará la empresa y qué criterios financieros serán los pilares del negocio; con dichas reglas claramente establecidas *a priori*, se obtendrá el desempeño futuro de la empresa traída a valores presentes para establecer el valor actual del negocio, y, con ello, poder negociar una compra o venta dependiendo del lado de las negociaciones en el cual se encuentre la empresa.

Por otro lado, convocando al criterio de prudencia, se puede observar que es necesario generar estrés al FDC para determinar la capacidad del negocio de afrontar situaciones inesperadas. Con estrés del FDC, se trata de simular escenarios y/o situaciones difíciles para el negocio y sensibilizar resultados, a fin de concebir de esta manera cómo sería su futuro y, con ello, establecer parámetros claros, por ejemplo, los límites del nuevo negocio en cuanto a políticas de incremento de precios, las metas de costos, los crecimiento de volúmenes, entre otros. A continuación, en la Tabla 28, se observa el flujo de caja financiero de la empresa.

La tasa de descuento calculada anteriormente será la que utilizaremos para descontar los flujos de caja anuales de esta valorización a diez años. Sin embargo este negocio tiene una expectativa de vida mucho mayor a los diez años y por ello, para reconocer los flujos futuros, se usa dentro de la metodología del flujo de caja el concepto de flujo de perpetuidad. La dinámica y la teoría nos indican que se debe adicionar al cálculo del valor presente neto un valor similar al último flujo (año 10) descontado a la tasa de descuento definida tal como se refleja en el flujo de caja de la Tabla 30.

Tabla 30. Flujo de caja financiero

SAB MILLER PLC

US\$		Growth	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
		Price Inc	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%
		Cost Prod	-1.0%	-4.5%	-10.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
		Tax	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
Profits & Losses	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10
Volume		246	254	262	270	279	288	297	307	316	326
Group Revenue		33,558	35,652	36,791	39,087	40,336	42,853	44,223	46,982	48,484	51,508
Excise and Similar taxes		-7,270	-7,724	-7,970	-8,468	-8,738	-9,284	-9,580	-10,178	-10,503	-11,159
Group NPR		26,288	27,928	28,821	30,619	31,598	33,569	34,642	36,804	37,980	40,350
Operating Cost		-18,526	-19,485	-19,203	-18,361	-19,085	-20,423	-21,229	-22,717	-23,614	-25,269
Group EBITDA		7,762	8,443	9,618	12,258	12,512	13,146	13,413	14,086	14,367	15,081
Depreciation		-1,395	-1,482	-1,529	-1,625	-1,677	-1,781	-1,838	-1,953	-2,015	-2,141
Group EBITA		6,367	6,961	8,088	10,633	10,836	11,364	11,575	12,133	12,351	12,940
Amortization		-423	-449	-464	-493	-508	-540	-557	-592	-611	-649
Group EBIT		5,944	6,512	7,625	10,140	10,327	10,824	11,017	11,541	11,740	12,290
Miscellaneous Incomes/Expenses		-138	-142	-147	-152	-157	-162	-167	-172	-178	-183
Net Finance Cost		-725	-748	-772	-797	-822	-849	-876	-904	-933	-962
Profit on Ordinary Act. Pre Tax		5,081	5,621	6,706	9,192	9,348	9,814	9,975	10,465	10,630	11,145
Taxation (Tax Rate 26%)		-1,346	-1,461	-1,743	-2,390	-2,431	-2,552	-2,594	-2,721	-2,764	-2,898
Profit After Taxes		3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247

Operating Cash Flow:

Profit After Taxes		3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247
Depreciation & Amortization		1,818	1,931	1,993	2,118	2,185	2,322	2,396	2,545	2,627	2,790
Total Operating Cash Flow:		5,553	6,091	6,955	8,920	9,103	9,584	9,777	10,290	10,493	11,038

Financial Flow:

Investment - Kw	1,299	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investment - CAPEX	-	-1,433	-1,522	-1,571	-1,669	-1,722	-1,830	-1,888	-2,006	-2,070	-2,199
Total Financial Cash Flow:	1,299	-1,433	-1,522	-1,571	-1,669	-1,722	-1,830	-1,888	-2,006	-2,070	-2,199
Total Economic Cash Flow:	1,299	4,120	4,569	5,384	7,251	7,381	7,754	7,889	8,284	8,423	8,838
Perpetuity Cash Flow:	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,838

WAAC	16%
------	-----

VAN + Perpetuity	98,770
------------------	--------

Fuente: Sab Miller, 2015

Elaboración: Propia.

Capítulo VII. Análisis de riesgos

1. Análisis de sensibilidad

Al revisar los principales *drivers* que impactan en el negocio de bebidas, se encuentra que los más relevantes son la variación de precios, la tasa impositiva y los costos operativos a nivel unitario del negocio expresado en dólares americanos.

Sab Miller es una empresa rentable; sin embargo, desde el punto de vista del comprador y en función de la inversión que se llevará a cabo para comprarla, podría incurrir en ciertos factores de riesgo. Como explicó en el Capítulo VI, se puede proyectar que los factores costos, tasa impositiva y precios serían los más relevantes y por considerar a fin de parametrizar las bandas en que se moverán estos valores, e indicar los montos máximos y/o mínimos aceptables a nivel unitario a los cuales podrían llegar estos *drivers* (ver Tabla 31).

Tabla 31. Análisis de riesgos al valor actual neto de la valorización de Sab Miller en millones de dólares americanos (US\$)

VAN								
% Variación	Variaciones				US\$m			
Promedio	Price	Sales	Tax	Cost	Price	Sales	Tax	Cost
-40.00%	81.86	1.92%	15.60%	45.19	-38,874	90,182	109,320	167,898
-35.00%	88.68	2.08%	16.90%	48.96	-21,668	91,213	108,001	159,257
-30.00%	95.51	2.24%	18.20%	52.73	-4,463	92,255	106,683	150,616
-25.00%	102.33	2.40%	19.50%	56.49	12,743	93,309	105,364	141,975
-20.00%	109.15	2.56%	20.80%	60.26	29,948	94,376	104,045	133,334
-15.00%	115.97	2.72%	22.10%	64.02	47,154	95,456	102,726	124,693
-10.00%	122.79	2.88%	23.40%	67.79	64,359	96,548	101,408	116,052
-5.00%	129.62	3.04%	24.70%	71.56	81,565	97,652	100,089	107,411
0.00%	136.44	3.20%	26.00%	75.32	98,770	98,770	98,770	98,770
5.00%	143.26	3.36%	27.30%	79.09	115,975	99,901	97,451	90,129
10.00%	150.08	3.52%	28.60%	82.85	133,181	101,044	96,132	81,488
15.00%	156.90	3.68%	29.90%	86.62	150,386	102,201	94,814	72,847
20.00%	163.73	3.84%	31.20%	90.39	167,592	103,372	93,495	64,206
25.00%	170.55	4.00%	32.50%	94.15	184,797	104,556	92,176	55,565
30.00%	177.37	4.16%	33.80%	97.92	202,003	105,754	90,857	46,924
35.00%	184.19	4.32%	35.10%	101.68	219,208	106,966	89,538	38,283
40.00%	191.01	4.48%	36.40%	105.45	236,414	108,191	88,220	29,642

Elaboración: Propia, 2016.

Reflexionando sobre estas variables, se halla que esta propuesta de valorización y el negocio de AB InBev podrían verse afectados, por ejemplo, si los competidores generaran una estrategia de guerra de precios en las regiones donde Sab Miller se encuentra, con lo cual obligaría a AB InBev a reducir precios, lo que, obviamente, impactaría en los flujos futuros mostrados en esta

valorización. Tal situación no es extraña, pues, por ejemplo, se anunció que Heineken ingresaría próximamente al mercado colombiano a través de una asociación con el embotellador de bebidas no alcohólicas más grande de Colombia (El Tiempo 2014).

Otro factor a tener en cuenta por AB InBev son los costos; definitivamente, el control y seguimiento de los mismos será muy importante. No obstante, también debe tener mucha experiencia y capacidad para lograr una buena negociación de precios en sus compras y de plazos de pago con los proveedores aprovechando su escala mundial. Otra herramienta que lo ayudará a cumplir sus metas de ahorros son las sinergias administrativas que se efectuarán, así como el correcto y rápido proceso de centralización e integración de las operaciones.

Al realizar el análisis de sensibilidades en una tabla de dos entradas y aislando solo las dos variables más críticas, se obtiene la Tabla 32, que se presenta a continuación.

Tabla 32. Análisis de los riesgos críticos al valor actual neto en millones de dólares americanos (US\$) (Tabla doble entrada)

	% C O S T O (Op Cost/HI)									
	98,770	-20%	-10%	-5%	0%	10%	15%	20%	30%	40%
%	-20%	64,512	47,230	38,589	29,948	12,666	4,025	-4,616	-21,898	-39,180
P	-10%	98,923	81,641	73,000	64,359	47,077	38,436	29,795	12,513	-4,769
R	-5%	116,129	98,847	90,206	81,565	64,283	55,642	47,001	29,719	12,437
E	0%	133,334	116,052	107,411	98,770	81,488	72,847	64,206	46,924	29,642
C	10%	167,745	150,463	141,822	133,181	115,899	107,258	98,617	81,335	64,053
I	15%	184,950	167,668	159,027	150,386	133,104	124,463	115,822	98,540	81,258
O	20%	202,156	184,874	176,233	167,592	150,310	141,669	133,028	115,746	98,464
(GSI/HI)	30%	236,567	219,285	210,644	202,003	184,721	176,080	167,439	150,157	132,875
	40%	270,978	253,696	245,055	236,414	219,132	210,491	201,850	184,568	167,286

Elaboración: Propia, 2015.

Este tipo de reporte ayuda a formar una idea clara de los rangos en que la administración puede moverse con respecto a dos variables críticas del negocio.

2. Análisis de escenarios

Siguiendo con el análisis de riesgos, y para dimensionar adecuadamente los efectos de los entornos cambiantes y/o conocer cómo se afecta la valorización ante diferentes contextos, se buscó generar tres escenarios (esperado = supuestos considerados en la valorización) con la definición presentada en la Tabla 33.

Tabla 33. Análisis de escenarios

ESCENARIOS	
Ventas Brutas/HI (US\$)	136.4
% Incremento de Ventas	3.2%
Operating Cost/HI (US\$)	75.3

	PESIMISTA	ESPERADO	OPTIMISTA
Variación promedio de Ventas Brutas/HI (Precio)	-10.00%	0.00%	10.00%
Variación % Incremento de Ventas	-10.00%	0.00%	10.00%
Variación promedio Costos Operativos/HI	10.00%	0.00%	-10.00%

Elaboración: Propia, 2015.

El escenario pesimista plantea una caída del 10% en los ingresos, caída en 10% en el volumen de ventas y un incremento del 10% en los costos operativos. Por el contrario, el escenario optimista considera incrementos del 10% en los precios y volúmenes de ventas, así como una reducción del 10% de los costos operativos. En la Tabla 34, se pueden apreciar los resultados observados al aplicar los cálculos.

Tabla 34. Resultado del análisis de escenarios US\$'m

INDICADORES FINANCIEROS	Valores actuales:	Pesimista	Esperado	Optimista
NPV	98,770	46,033	98,770	153,943

Elaboración: Propia, 2016.

Como se observó en la Tabla 14 y como ahora se confirma nuevamente, el factor precio es una variable muy relevante. Lograr cualquier incremento en los precios será beneficioso para AB InBev. En el escenario optimista, el incremento/disminución de todas las variables relevantes en un 10% genera un incremento significativo en el VAN y, revisando todas las acciones ejecutadas por AB InBev en otras adquisiciones, es factible que logre ingresos mayores a los que se ha considerado en este análisis; con ello, se puede presumir que se trata de un negocio rentable para esta empresa.

Otro factor importante a tener en cuenta en una empresa multinacional es cómo impacta el efecto cambiario de las diferentes monedas en los resultados de la empresa. En ese sentido, hemos realizado un análisis de la volatilidad del tipo de cambio de las diversas monedas fuertes de cada región de Sab Miller. Para ello hemos analizado un periodo de dos años y con ello

hemos estimado el factor de volatilidad promedio y lo hemos aplicado a las ventas para obtener un resultado por tipo de cambio. Este resultado de volatilidad debe ser considerado por la empresa para tomar las coberturas correspondientes en los mercados de futuros de monedas. Siguiendo esta línea, en la Tabla 35 podemos observar el efecto en dólares de la volatilidad y una sensibilidad de +/- 10% y +/-20%:

Tabla 35. Volatilidad por tipo de Cambio en Sab Miller PLC en US\$´m:

US\$m								
Group Revenue	Moneda	2015		Volatilidad	SENSIBILIDAD			
Segmental analysis	Fuerte	REVENUE	Mix NPR	Cambiaria	-20%	-10%	+10%	+20%
Latin America	Peso	7,394	22.0%	0.44%	0.35%	0.40%	0.49%	0.53%
Africa	Rand (Sout)	9,566	28.5%	0.26%	0.21%	0.23%	0.28%	0.31%
Asia Pacific	Dólar Aust.	4,957	14.8%	0.17%	0.14%	0.15%	0.19%	0.21%
Europe	Euro	5,638	16.8%	0.17%	0.14%	0.16%	0.19%	0.21%
North America	Dólar	6,002	17.9%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Retained operations		33,558	100.0%	0.21%	0.17%	0.19%	0.23%	0.25%
Efecto por Volatilidad US\$m +/-				70.1	56.1	63.1	77.1	84.1

Fuente: Bloomberg, 2016

Elaboración: Propia.

La volatilidad por diferencia cambiaria del portafolio de monedas de Sab Miller PLC en promedio es de 0.21%. Lo que significa que Sab Miller está expuesto a una variabilidad promedio de US\$ 70 millones que podría ser positiva o negativa y que deberá ser mitigado con una acertada política de coberturas a través de futuros financieros. Con la finalidad de ver el impacto financiero en el flujo de caja, revisar el Anexo 8 y 9 en donde podrán ver cómo afecta esta variable en un escenario pesimista de incremento de la variabilidad del 20% o un escenario optimista con una disminución de la variabilidad en una 20%.

3. Riesgos no considerados en la valorización

Se debe destacar que, en toda valorización, los resultados obtenidos estarán influenciados por (i) el contexto económico global, (ii) las tendencias del giro de negocio evaluado, (iii) por la información disponible al momento de realizarla y (iv) el criterio del evaluador.

La valorización calculada en esta tesis no considera los siguientes riesgos:

- Incursión de los otros competidores a los mercados donde se encuentre Sab Miller y que afecte los volúmenes de venta planteados en la valorización

- Restricciones a la publicidad que afectaría al negocio. En ese sentido, también existe el riesgo no considerado en el flujo respecto de la publicidad negativa en medios y/o redes sociales por temas de alcohol.
- Restricciones a la venta de cerveza por regulaciones.
- No aceptación por las comisiones y/o entes evaluadores antimonopolio de los diferentes países de esta operación y las consecuencias económicas que implicaría esto.
- Descalce entre el mensaje del área de marketing con respecto al posicionamiento de las marcas y las metas del área de ventas.

Capítulo VIII. Resumen de la inversión

1. Resultados

Luego del análisis de las diferentes valorizaciones, a manera de resumen, se presenta la Tabla 36, que compara los diferentes resultados obtenidos por cada uno de los métodos de valorización empleados.

Tabla 36. Resumen de los resultados obtenidos de las valorizaciones US\$´m

Valorizaciones (US\$´m)	Valor Contable	Valor Bursatil	Múltiplos Ev/EBITDA	NPV Flujo de Caja	Promedio
Importe	24,355	88,498	93,454	98,770	76,269

Elaboración: Propia, 2015.

Como se puede observar, los resultados son diferentes y responden a la metodología detrás de su cálculo (supuestos intrínsecos que cada método usado encierra en su configuración), además de los supuestos y los criterios utilizados por el evaluador y expresados para cada valorización. Este último factor, criterio del evaluador, genera la carga subjetiva que contiene cada valorización y que causará que diferentes evaluadores, con la misma información, obtengan resultados diversos.

2. Conclusiones

- AB InBev tiene la posibilidad de adjudicarse un excelente negocio. Sab Miller PLC ha logrado en el 2015 un Ebita por HI de US\$ 25.9. Del flujo se desprende que AB InBev podría lograr a través de eficiencias un Ebita/HI de US\$ 39.0 a partir del tercer año de gestión. Esto significaría un crecimiento de aproximadamente 50% vs 2015. (Ver Anexo 10).
- La principal ventaja que hace atractivo esta compra viene por la oportunidad para AB InBev de ingresar a mercados complementarios a los suyos, con lo cual podrá tener mayor presencia en mercados emergentes como Sudamérica y África en donde el consumo per cápita de cerveza es bajo.
- Si bien el mercado cervecero es maduro, existen proyectos de innovación para la introducción de nuevos productos, esto hace sostenible el negocio en el tiempo permitiendo alcanzar tasas de crecimiento en las ventas en forma consistente; asimismo las

oportunidades de mejora en costos a través de sinergias y mejores prácticas aseguran mantener una estructura de gastos controlada.

- El método más fiable para valorizar una empresa es el Flujo de Caja Descontado que permite calcular el Valor Actual Neto (VAN) de una empresa independientemente del giro del negocio.
- Los criterios y supuestos utilizados por el evaluador influirán en los resultados de la valorización. Estos criterios no siempre son los mismos entre los evaluadores, lo cual explica por qué ante una misma empresa evaluada los resultados pueden ser diferentes.
- La valorización en base al valor contable histórico no es adecuado para realizar valorizaciones.

3. Recomendaciones

- Se recomienda a la empresa AB InBev comprar la empresa Sab Miller PLC. Para ello, el importe calculado a pagar sería similar a los US\$ 98.770 millones. Este importe es referencial, el precio final que se estipule finalmente implicará un mayor o menor esfuerzo para lograr lo planteado en el flujo de caja de la valorización.
- Una vez adquirida la compañía, es importante ejecutar con rapidez los planes de sinergias en función a los ahorros de costos planteados así como aprovechar la nueva escala del negocio que impactará positivamente en las negociaciones con los proveedores.
- Debido a que la empresa SAB Miller PLC tiene operaciones en diferentes países del mundo, el riesgo cambiario cuantificado deberá ser cubierto en el mercado futuro de monedas con una política definida en el tiempo.
- Cuando se realice una valorización, se recomienda utilizar el método de flujo de caja descontado, porque permite incluir todos los acontecimientos futuros, con los riesgos que ello implica. Esta es la principal diferencia respecto de las otras valorizaciones que solo se basan en hechos pasados (contable/múltiplo) o en un valor bursátil que no necesariamente incorpora toda la información de la empresa.

Bibliografía

AB InBev (2014). *Annual Report*. Fecha de consulta: 19/01/2016. <<http://www.ab-inbev.com/investors/financial-information.html>>

Arbaiza, L (2012). *Administración y organización: un modelo clásico*. Lima: ESAN.

BBC (2008). "Financial crisis: World round-up". En: *BBC News*. 3 de noviembre 2008. Fecha de consulta: 21/03/2016. <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7654647.stm>>

EFE (2016). "AB InBev vende el negocio chino de Sab Miller". En: *Revista EFE - Empresas*. 2 de marzo 2016. Fecha de consulta: 07/03/2016. <<http://www.efeempresas.com/noticia/ab-inbev-vende-el-negocio-chino-de-sabmiller/>>

El Tiempo (2014). "Las fórmulas de Postobón y Heineken para retar la hegemonía de Bavaria". Economía y Negocios. En: *El Tiempo*. 12 de setiembre 2014. Fecha de consulta: 30/01/2016. <<http://www.eltiempo.com/economia/empresas/postobon-y-heineken-juntos-en-colombia/14821545>>

Euromonitor Internacional (2015a). *Data Estadística. Passport_Stats*. Fecha de consulta: 18/01/2016. <<http://www.euromonitor.com/client-log-in>>

Euromonitor Internacional (2015b). "Beer: What's brewing on the horizon?" *Passport*. 1 de junio de 2015. Fecha de consulta: 21/01/2016. <<http://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/tab>>

Forbes (2016). "The World's Biggest Public Companies". En: *Forbes*. 15 de mayo 2015. Fecha de consulta: 27/01/2016. <<http://www.forbes.com/companies/sabmiller/>>

Gurusblog (2015). "Múltiplos de Ebitda para el Sector de Bebidas". En: *Gurusblog*. 1 de enero de 2012. Fecha de consulta: 21/01/2016. <<http://i2.wp.com/www.gurusblog.com/jordi/wp/wp-content/uploads/2012/09/valoracion-multiplos-ebitda-ebit-ok.png/>>

Melo, Luisa (2015). "O impacto da fusao entre AB InBev e SabMiller en imagens". En: *Exame*. 14 de octubre de 2015. Fecha de consulta: 21/01/2016.

<<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/o-impacto-da-fusao-entre-ab-inbev-e-sabmiller-em-imagens>>

Sab Miller (2015). *Annual Report 2015*. Fecha de Consulta: 19/01/2016. <<http://www.sabmiller.com/investors/results/results-archive/financial-year-2015-full-year-results>>

Semana (2005). "¿Se vende Bavaria?". En: *Semana*. 23 de enero 2005. Fecha de consulta: 23/01/2016. <<http://www.semana.com/portada/articulo/se-vende-bavaria/70501-3>>

Semana (2015). "El meganegocio de los Santo Domingo". Economía. En: *Semana*. 17 de octubre de 2015. Fecha de consulta: 28/01/2016. <<http://www.semana.com/economia/articulo/los-santo-domingo-cierran-el-tercer-negocio-mas-grande-al-vender-sabmiller-ab-inbev/446426-3>>

Yahoo Finance (2016). *SABMiller plc (SBMRY)*. Fecha de consulta: 25/01/2016. <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=SBMRY&a=00&b=1&c=2015&d=00&e=4&f=2016&g=m>>

Wehring, Olly (2014). "Beer acquisition multiples, 1999 to present day". *Drinks News & Comments*. En: *Just-Drinks*. 16 de enero de 2014. Fecha de consulta: 31/01/2016. <http://www.just-drinks.com/analysis/just-the-facts-beer-acquisition-multiples-1999-to-present-day_id112531.aspx>

Bloomberg (2015). Tasa del Tesoro de E.U.A. Fecha de consulta: 11/08/2016. <<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=677&Idioma=1&FecInicial=2005/02/01&FecFinal=2015/07/31&Filtro=0>>

Damodaran (2016). Betas Apalancados de E.U.A. Fecha de consulta: 11/08/2016. <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

Anexos

Anexo 1. Hitos históricos en el crecimiento de Sab Miller PLC

Our story

1836-1893



1836
The South African Breweries (SAB) was founded with its base of operations being the South African. In 1836, SAB became the first industrial company to list on the Johannesburg Stock Exchange. The South African Breweries have almost 80 years of experience in the South African market.

1893-1956



1893
SAB introduced the first quality award - the Quality Award - to recognize the best beer in South Africa. The award is given to the best beer in each category.

1956-1992



1956
SAB introduced a social responsibility programme of initiatives, such as the SAB Foundation.

1992-2001



1992
SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina.

2001-2012



2001
SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina.

2012-2015



2012
SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina.

Our story

2001-2012



2001
SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina.

2012-2015



2012
SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina. SAB acquired the first 100% owned subsidiary in Argentina.

Today



Today
SAB is a global leader in beer and brewing. SAB is a global leader in beer and brewing. SAB is a global leader in beer and brewing.

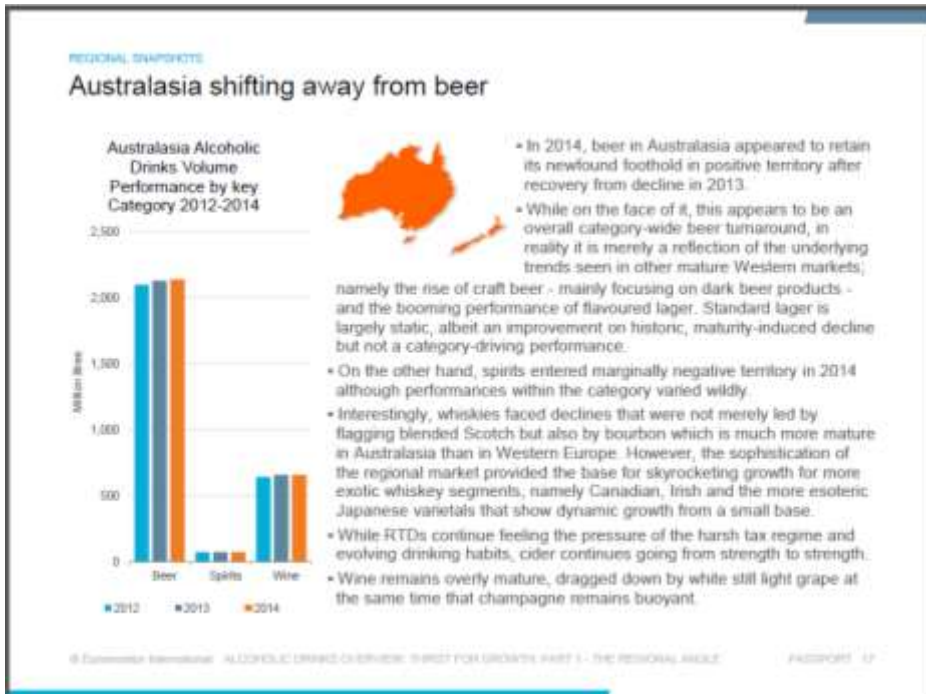
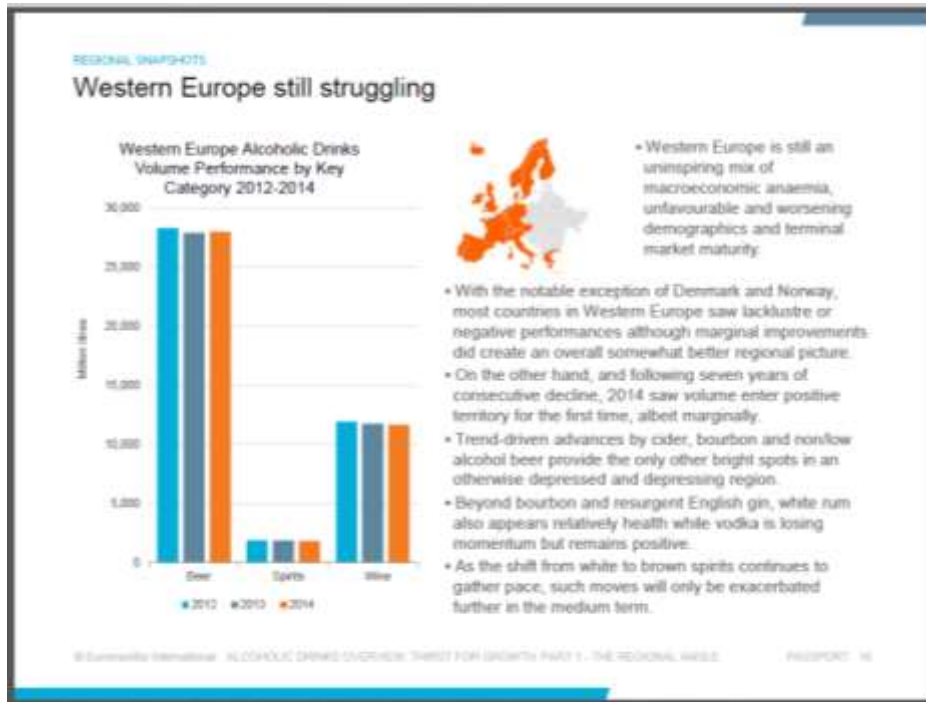
Fuente: Sab Miller, 2015.

Anexo 2. Mapa mundial posfusión AB InBev y Sab Miller PLC



Fuente y elaboración: Melo, 2015.

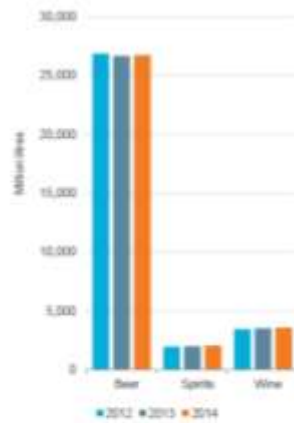
Anexo 3. Visión regional según Euromonitor Internacional



REGIONAL SNAPSHOT

North America: Eclectic, experimental and evolving

North America Alcoholic Drinks Volume Performance by Key Category 2012-2014



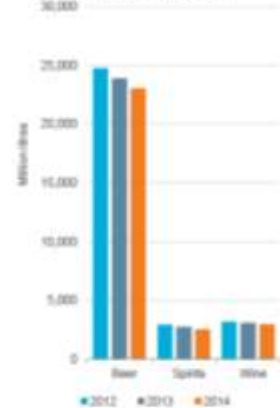
• North America appears to be walking the precarious tightrope between maturity and macroeconomically-induced declines on the one hand and niche segments making significant gains on the other.

- Within that context, total beer volume sales shifted once more to positive territory as dominant standard lager's weakness was counterbalanced by the booming growth witnessed by still niche dark beer and stout variants (mainly within the headline-grabbing craft segment).
- Beyond beer, cider continues to witness dynamism, Irish whiskey shows no sign of slowing down, while bourbon continues going from strength to strength. While vodka remains in positive territory, it continues decelerating as the flavoured trend proves a fad that has moved squarely in whiskey-based liqueur territory.
- Wine continues to perform steadily and rose's weakness is down to a transition to more sophisticated, drier styles which tend to command higher value if lower volumes. Champagne and other sparkling wines are both solid and growing at similar rates, showcasing the relative recovery in consumer sentiment in 2014.

REGIONAL SNAPSHOT

Eastern Europe: Russian roulette

Eastern Europe Alcoholic Drinks Volume Performance by Key Category 2012-2014



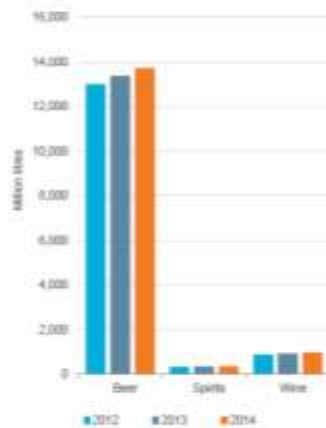
• Eastern Europe exemplifies the effects of bullish projections and overoptimistic strategic planning, with Russian legislative changes, taxation rises and shifts in consumption providing an endless stream of negative surprises year after year. Furthermore, the Ukrainian crisis and resulting sanctions, coupled with the plummeting price of the countries' key commodities have merely exacerbated the bleak operating environment.

- Beer continued reeling under the weight of taxation rises and the withdrawal of beer from kiosks, after a series of measures adopted by the Russian government to curtail consumption in the country. With the latest measure being the withdrawal of large-sized PET packaging in Russia, short-term expectations suggest further decline.
- With the notable exceptions of rum, primarily white, cognac and to a lesser extent Irish whiskey, most spirits continued suffering in 2014. Vodka's chronic, saturation- and maturity-induced decline reached double digits.
- Wine could not escape the malaise and witnessed decline across the board, although champagne did manage to post a positive performance.
- Assessing regional markets it is difficult to find any short-term optimism with the vast majority negative or showing flat performance at best.

REGIONAL SNAPSHOTS

MEA: Evidence of volatility behind the boom

MEA Alcoholic Drinks Volume Performance by Key Category 2012-2014



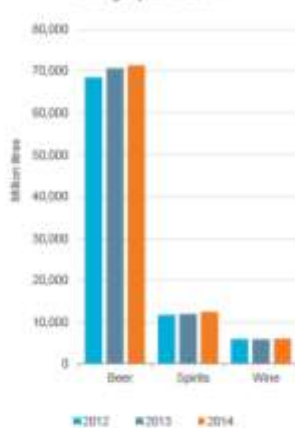
- As one of the few remaining leading engines of growth, 2014 proved to be yet another strong year for the Middle East and Africa.

- Regional drivers include bitters (primarily on the back of Alomo Bitters in Nigeria), cider (a South African story with potential for regional expansion), economy lager (a strong reminder of the importance of affordability in the region), non/low alcohol beer (with Iran as its obvious epicentre) and aspirational segments such as champagne, single malt Scotch whisky and cognac.
- RTDs show the volatility closely associated with the category and appear to have escaped the declines of 2013 on the back of their importance as stepping stones for graduating to more aspirational categories in countries such as Nigeria.
- Stout is also one of the few segments suffering on the back of macroeconomic headwinds in Nigeria and ill-advised price rises by the leading Guinness brand.
- While such issues have proved to be primarily temporary in nature, it is very important to stress the fact that volatility is also largely inescapable in the region.
- Beyond these dangers, however, opportunities are still plenty with second-tier markets such as Cameroon gaining traction.

REGIONAL SNAPSHOTS

Asia Pacific: Still strong despite setbacks

Asia Pacific Alcoholic Drinks Volume Performance by Key Category 2012-2014



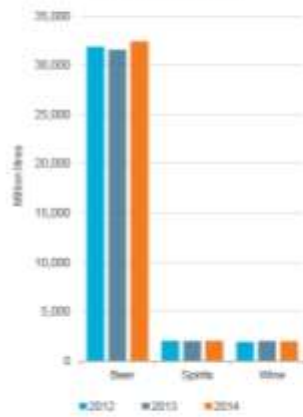
- Asia Pacific witnessed positive volume growth in 2014, albeit slower than the previous year.
- While there were severe legislative headwinds in Thailand, all other markets managed to secure robust volume growth;

China was underwhelming if still positive as a combination of slowing GDP growth, crackdown on conspicuous consumption and clampdown on disreputable on-trade outlets, primarily impacted value growth and forced drinkers to trade down.

- The major story in beer has been the rise of stout in East China and South China spearheaded by brands such as Tsingtao and Guinness which actively carried out a series of Stout Festivals across the country and educated drinkers.
- The importance of regional "other spirits" remains paramount and even though Chinese bureaucrats have been forced to shift to cheaper baiju variants, volume growth remained largely healthy.
- In 2014, still red wine volume growth appeared to recover from the depths of 2013, although the positive growth was well below historic figures.
- The real effects of the Chinese crackdown were most evident in spirits where blended Scotch suffered severe losses and cognac suffered a double-digit collapse.

Latin America: The road to maturity

Latin America Alcoholic Drinks Volume Performance by Key Category 2012-2014



• Following a difficult 2013 regionally, due to inflationary pressures and a macroeconomic slowdown that took their toll on Argentina and Brazil, respectively, 2014 witnessed a recovery.

- Brazil managed to stage a solid comeback in 2014, underpinned by the country hosting the FIFA World Cup in this year and a relative improvement in consumer sentiment. However, fresh political turmoil, currency volatility and a collapse in the price of the country's key commodity, petrol, have already created fresh headwinds for 2015 onwards.
- The key driver for growth has been bitters, accounting for almost two thirds of spirits consumption in Argentina, witnessing booming growth led by Fernet-Branca, which has become a style icon in the country's bar scene.
- Aspirational and westernisation-driven segments such as single malt, bourbon and vodka are also witnessing healthy gains.
- On the other hand, still light grape wine saw marginal decline in all segments with key producer Argentina dragging down regional performance. However, Chile, Colombia and Peru are performing well at the same time that other sparkling wines are making inroads across the region.

Fuente: Euromonitor Internacional, 2015b.

Anexo 4. Principales ratios de AB INBEV

Ratios Financieros	2014	2013	2014 vs 2013
<u>Liquidez</u>			
Razón Circulante	0.68	0.73	-6.6%
Capital de Trabajo (US\$m)	-8,667	-6,937	24.9%
Prueba Acida	0.57	0.61	-6.8%
Razón de Pago Inmediato	0.31	0.38	-20.0%
<u>Solidez, Solvencia y Endeudamiento</u>			
Grado de Endeudamiento	0.62	0.61	1.6%
Grado de Propiedad	0.38	0.39	-2.5%
Razón Deuda/Patrimonio	1.63	1.56	4.2%
<u>Gestión: Actividad o Eficiencia</u>			
<u>Número de días</u>			
Rotación Capital de Trabajo	5.43	6.23	-12.8%
Periodo Promedio de Cobranza	36.0	82.0	-56.0%
Periodo Promedio de Pagos	363.2	337.1	7.7%
Rotación de Existencias	6.3	6.0	5.7%
Rotación de Activo Total	0.3	0.3	8.3%
<u>Rentabilidad</u>			
ROA (Return on Assest)	10.7%	10.0%	7.1%
ROE (Return on Equity)	22.6%	32.8%	-31.0%
ROI (Return on Investment)	33.4%	42.8%	-22.1%
ROS (Return on Sales)	19.6%	33.3%	-41.2%

Fuente: AB Inbev, 2014.
Elaboración: Propia.

Anexo 5. Múltiplos de EBITDA según *Just-Drinks*

YEAR	ACQUIROR	TARGET	EV/EBITDA
2013	Anheuser-Busch InBev	Grupo Modelo	11.7x
2013	Constellation Brands	Crown Imports	9.3x
2012	Heineken	Asia Pacific Breweries	17.1x
2012	AmBev	CND	13.1x
2011	SABMiller	Anadolu Efes	12.8x
2011	SABMiller	Foster's	13.1x
2011	Kirin	Schincariol	15.7x
2011	Jinro	Hite Brewery	8.1x
2010	Kirin	Fraser & Neave	11.4x
2010	Carlsberg	Chongqing Brewery	45x
2010	Anadolu Efes	Efes Breweries	7.3x
2010	Heineken	FEMSA	11.2x
2009	C&C	Tennent's	8.3x
2009	KKR	Oriental Brewery	8.6x
2009	Kirin	Lion Nathan	12.5x
2008	InBev	Anheuser-Busch	12.4x
2008	Anheuser-Busch	Grupo Modelo	12.1x
2008	Heineken/Carlsberg	Scottish & Newcastle	15.3x
2007	SABMiller	Grolsch	14.6x
2006	Sapporo	Sleeman Breweries	15.1x
2006	InBev	Fujian Sedrin	12.8x
2005	Heineken	PIT Ivan Taranov Breweries	18.7x
2005	SABMiller	Empresarial Bavaria	10.1x
2004	Coors	Molson	10.4x
2004	Anheuser Busch	Harbin	18.9x
2004	Interbrew	AmBev	11.7x
2004	AmBev	Interbrew (Labatt assets)	10.8x
2004	Carlsberg	Holsten-Braueri AG	11x
2003	Interbrew	Spaten	8.9x
2003	SABMiller	Birra Peroni SpA	12.6x
2003	Scottish & Newcastle	Central de Cervejas	9.6x
2003	Heineken	BBAG (Brau Union)	10.2x
2002	Interbrew	Brauergilde Hannover	8.6x
2002	SAB	Miller	9.3x
2002	Molson	Kaiser	12.8x
2002	Scottish & Newcastle	Hartwall	10.1x
2002	Heineken	Bravo	13x
2001	Adolph Coors	Carling Brewers	9x
2001	SABMiller	Cerveceria Hondurena	8.8x
2001	Interbrew	Beck's	12.4x
2000	Carlsberg	AS Feldschlosschen	6.9x
2000	Interbrew	Bass	9.7x
2000	Interbrew	Whitbread	9.7x
2000	Scottish & Newcastle	Kronenbourg	11.4x
1999-2005	InBev	Sun Interbrew	10.3x
1999	SAB	Pilsner Urquell/Radegast	13.9x
1999	Brahma	Antartica	8.3x
1999	Heineken	Cruzcampo	16.3x

Fuente y elaboración: Wehring, 2014.

Anexo 6. Betas por Industria/Sector

Date updated:	05-ene-16					
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu					
What is this data?	Beta, Unlevered beta and other risk measures				US companies	
Home Page:	http://www.damodaran.com					
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html					
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls					
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm					
Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value
Advertising	44	1.08	56.26%	3.90%	0.70	5.18%
Aerospace/Defense	92	1.33	20.50%	13.51%	1.13	5.53%
Air Transport	20	1.27	69.78%	18.34%	0.81	4.42%
Apparel	63	1.06	27.86%	13.84%	0.85	3.43%
Auto & Truck	19	0.96	128.04%	8.01%	0.44	6.94%
Auto Parts	65	1.29	32.91%	9.64%	0.99	8.65%
Bank (Money Center)	9	1.11	216.41%	25.82%	0.43	9.98%
Banks (Regional)	644	0.51	78.59%	24.11%	0.32	11.86%
Beverage (Alcoholic)	22	0.94	18.25%	11.28%	0.81	0.94%
Beverage (Soft)	43	1.15	22.98%	5.97%	0.95	4.20%
Broadcasting	29	1.29	94.73%	21.20%	0.74	1.90%
Brokerage & Investment Banking	42	1.35	285.54%	18.15%	0.40	11.33%
Building Materials	39	1.18	33.15%	22.43%	0.94	4.47%
Business & Consumer Services	159	1.19	35.33%	13.76%	0.91	4.04%
Cable TV	19	1.23	49.61%	17.19%	0.87	1.41%
Chemical (Basic)	42	1.17	61.95%	8.24%	0.74	7.73%
Chemical (Diversified)	9	1.55	38.27%	18.35%	1.18	6.35%
Chemical (Specialty)	104	1.25	31.38%	8.45%	0.97	4.49%
Coal & Related Energy	38	1.49	312.08%	0.95%	0.36	6.03%
Computer Services	118	1.17	28.87%	12.84%	0.94	6.44%
Computers/Peripherals	64	1.33	18.65%	5.48%	1.13	7.38%
Construction Supplies	52	1.65	59.08%	17.00%	1.11	6.14%
Diversified	26	1.01	55.72%	15.20%	0.68	6.92%
Drugs (Biotechnology)	411	1.28	14.29%	1.80%	1.12	5.92%
Drugs (Pharmaceutical)	157	1.02	13.01%	3.90%	0.90	3.71%
Education	40	1.05	46.24%	12.05%	0.75	12.90%
Electrical Equipment	120	1.15	21.91%	6.58%	0.95	7.40%
Electronics (Consumer & Office)	25	1.23	14.81%	9.71%	1.09	6.76%
Electronics (General)	167	1.03	19.79%	9.47%	0.87	11.28%
Engineering/Construction	51	1.32	41.91%	11.63%	0.96	9.84%
Entertainment	84	1.21	29.94%	3.25%	0.94	3.85%
Environmental & Waste Services	97	1.10	38.80%	7.49%	0.81	1.09%
Farming/Agriculture	37	1.25	75.73%	9.28%	0.74	4.30%
Financial Svcs. (Non-bank & Insuranc	272	0.65	1338.71%	18.75%	0.05	2.25%
Food Processing	89	0.89	26.16%	14.09%	0.72	2.46%
Food Wholesalers	14	0.73	24.97%	15.85%	0.60	1.25%
Furn/Home Furnishings	30	1.23	30.94%	15.53%	0.98	2.81%
Real Estate (Development)	21	1.41	62.89%	1.06%	0.87	6.72%
Real Estate (General/Diversified)	12	1.22	25.47%	9.64%	0.99	3.68%
Real Estate (Operations & Services)	55	1.50	64.54%	11.19%	0.95	4.19%
Recreation	65	0.91	31.61%	11.33%	0.71	4.48%
Reinsurance	3	1.03	39.48%	20.37%	0.78	12.27%
Restaurant/Dining	83	0.76	25.85%	18.54%	0.63	2.12%
Retail (Automotive)	26	1.06	53.16%	21.18%	0.75	1.05%
Retail (Building Supply)	5	1.47	18.73%	23.18%	1.29	1.52%
Total Market	7480	1.13	71.49%	10.95%	0.69	4.81%

Fuente: Damodaran, 2016
Elaboración: Propia.

Anexo 7. Tasas del Tesoro Americano

Tasas del Tesoro de E.U.A					
Porcentajes	Letras del Tesoro		Nota del Tesoro		Bonos del Tesoro
	6 meses	2 años	5 años	10 años	30 años
02-jul-15	0,09900	0,62900	1.63200	2.38300	3.18700
03-jul-15	0,09900	0,62900	1.63200	2.38300	3.18700
06-jul-15	0,06800	0,59100	1.55700	2.28600	3.08400
07-jul-15	0,07400	0,58700	1.54700	2.25900	3.04000
08-jul-15	0,07900	0,54300	1.48800	2.19300	2.97500
09-jul-15	0,07900	0,58700	1.58600	2.32200	3.12100
10-jul-15	0,08400	0,63900	1.65700	2.39800	3.19000
13-jul-15	0,09700	0,67900	1.71800	2.45500	3.23700
14-jul-15	0,09900	0,63900	1.65900	2.40200	3.19700
15-jul-15	0,10400	0,62700	1.62600	2.35300	3.13900
16-jul-15	0,10400	0,65700	1.65400	2.35100	3.10900
17-jul-15	0,10900	0,66700	1.67000	2.34800	3.08300
20-jul-15	0,13700	0,70800	1.70700	2.37300	3.09500
21-jul-15	0,13500	0,68000	1.65400	2.32600	3.06200
22-jul-15	0,13000	0,70800	1.67200	2.32400	3.03700
23-jul-15	0,13000	0,69600	1.63400	2.26900	2.96800
24-jul-15	0,13000	0,68000	1.61900	2.26300	2.96300
27-jul-15	0,13900	0,65200	1.56300	2.21800	2.93400
28-jul-15	0,14500	0,67000	1.58900	2.25100	2.96500
29-jul-15	0,14500	0,70600	1.61400	2.28700	2.99800
30-jul-15	0,15000	0,72900	1.62100	2.26000	2.94300
31-jul-15	0,14500	0,66300	1.53000	2.18100	2.90700

Fuente: Bloomberg, 2015

Anexo 8. Flujo de Caja con efecto de tipo de cambio escenario pesimista (+20% volatilidad)

SAB MILLER PLC

		Growth	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
		Price Inc	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%
		Cost Prod	-1.0%	-4.5%	-10.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
		Tax	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
US\$											
Profits & Losses	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10
Volume		246	254	262	270	279	288	297	307	316	326
Group Revenue		33,558	35,652	36,791	39,087	40,336	42,853	44,223	46,982	48,484	51,508
Excise and Similar taxes		-7,270	-7,724	-7,970	-8,468	-8,738	-9,284	-9,580	-10,178	-10,503	-11,159
Group NPR		26,288	27,928	28,821	30,619	31,598	33,569	34,642	36,804	37,980	40,350
Operating Cost		-18,526	-19,485	-19,203	-18,361	-19,085	-20,423	-21,229	-22,717	-23,614	-25,269
Group EBITDA		7,762	8,443	9,618	12,258	12,512	13,146	13,413	14,086	14,367	15,081
Depreciation		-1,395	-1,482	-1,529	-1,625	-1,677	-1,781	-1,838	-1,953	-2,015	-2,141
Group EBITA		6,367	6,961	8,088	10,633	10,836	11,364	11,575	12,133	12,351	12,940
Amortization		-423	-449	-464	-493	-508	-540	-557	-592	-611	-649
Group EBIT		5,944	6,512	7,625	10,140	10,327	10,824	11,017	11,541	11,740	12,290
Miscellaneous Incomes/Expenses		-138	-142	-147	-152	-157	-162	-167	-172	-178	-183
Net Finance Cost		-725	-748	-772	-797	-822	-849	-876	-904	-933	-962
Profit on Ordinary Act. Pre Tax		5,081	5,621	6,706	9,192	9,348	9,814	9,975	10,465	10,630	11,145
Taxation (Tax Rate 26%)		-1,346	-1,461	-1,743	-2,390	-2,431	-2,552	-2,594	-2,721	-2,764	-2,898
Profit After Taxes		3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247
Operating Cash Flow:											
Profit After Taxes		3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247
Depreciation & Amortization		1,818	1,931	1,993	2,118	2,185	2,322	2,396	2,545	2,627	2,790
Total Operating Cash Flow:		5,553	6,091	6,955	8,920	9,103	9,584	9,777	10,290	10,493	11,037
Financial Flow:											
Investment - Kw	1,299	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investment - CAPEX	-	-1,433	-1,522	-1,571	-1,669	-1,722	-1,830	-1,888	-2,006	-2,070	-2,199
Exchange Rate	-	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84
Total Financial Cash Flow:	1,299	-1,517	-1,606	-1,655	-1,753	-1,806	-1,914	-1,972	-2,090	-2,154	-2,283
Total Economic Cash Flow:	1,299	4,036	4,485	5,300	7,167	7,297	7,670	7,805	8,200	8,339	8,754
Perpetuity Cash Flow:	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,754
WAAC	16%										
VAN + Perpetuity	98,369										

Fuente: Sab Miller, 2015
Elaboración: Propia.

Anexo 9. Flujo de Caja con efecto de tipo de cambio escenario optimista (-20% volatilidad)

SAB MILLER PLC

US\$		Growth	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
		Price Inc	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%	0.0%	2.9%
		Cost Prod	-1.0%	-4.5%	-10.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
		Tax	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
Profits & Losses	Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10
Volume		246	254	262	270	279	288	297	307	316	326
Group Revenue		33,558	35,652	36,791	39,087	40,336	42,853	44,223	46,982	48,484	51,508
Excise and Similar taxes		-7,270	-7,724	-7,970	-8,468	-8,738	-9,284	-9,580	-10,178	-10,503	-11,159
Group NPR		26,288	27,928	28,821	30,619	31,598	33,569	34,642	36,804	37,980	40,350
Operating Cost		-18,526	-19,485	-19,203	-18,361	-19,085	-20,423	-21,229	-22,717	-23,614	-25,269
Group EBITDA		7,762	8,443	9,618	12,258	12,512	13,146	13,413	14,086	14,367	15,081
Depreciation		-1,395	-1,482	-1,529	-1,625	-1,677	-1,781	-1,838	-1,953	-2,015	-2,141
Group EBITA		6,367	6,961	8,088	10,633	10,836	11,364	11,575	12,133	12,351	12,940
Amortization		-423	-449	-464	-493	-508	-540	-557	-592	-611	-649
Group EBIT		5,944	6,512	7,625	10,140	10,327	10,824	11,017	11,541	11,740	12,290
Miscellaneous Incomes/Expenses		-138	-142	-147	-152	-157	-162	-167	-172	-178	-183
Net Finance Cost		-725	-748	-772	-797	-822	-849	-876	-904	-933	-962
Profit on Ordinary Act. Pre Tax		5,081	5,621	6,706	9,192	9,348	9,814	9,975	10,465	10,630	11,145
Taxation (Tax Rate 26%)		-1,346	-1,461	-1,743	-2,390	-2,431	-2,552	-2,594	-2,721	-2,764	-2,898
Profit After Taxes		3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247
Operating Cash Flow:											
Profit After Taxes		3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247
Depreciation & Amortization		1,818	1,931	1,993	2,118	2,185	2,322	2,396	2,545	2,627	2,790
Total Operating Cash Flow:		5,553	6,091	6,955	8,920	9,103	9,584	9,777	10,290	10,493	11,038
Financial Flow:											
Investment - Kw	1,299	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investment - CAPEX	-	-1,433	-1,522	-1,571	-1,669	-1,722	-1,830	-1,888	-2,006	-2,070	-2,199
Exchange Rate	-	-56	-56	-56	-56	-56	-56	-56	-56	-56	-56
Total Financial Cash Flow:	1,299	-1,489	-1,578	-1,627	-1,725	-1,778	-1,886	-1,944	-2,062	-2,126	-2,255
Total Economic Cash Flow:	1,299	4,064	4,513	5,328	7,195	7,325	7,698	7,833	8,228	8,367	8,782
Perpetuity Cash Flow:	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,782
WAAC	16%										
VAN + Perpetuity	98,503										

Fuente: Sab Miller, 2015
Elaboración: Propia.

Anexo 10. Evolución Ebita por HI en el Flujo de Caja

SAB MILLER PLC

Profits & Losses	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10
Volume	246	254	262	270	279	288	297	307	316	326
Group Revenue	33,558	35,652	36,791	39,087	40,336	42,853	44,223	46,982	48,484	51,508
Excise and Similar taxes	-7,270	-7,724	-7,970	-8,468	-8,738	-9,284	-9,580	-10,178	-10,503	-11,159
Group NPR	26,288	27,928	28,821	30,619	31,598	33,569	34,642	36,804	37,980	40,350
Operating Cost	-18,526	-19,485	-19,203	-18,361	-19,085	-20,423	-21,229	-22,717	-23,614	-25,269
Group EBITDA	7,762	8,443	9,618	12,258	12,512	13,146	13,413	14,086	14,367	15,081
Depreciation	-1,395	-1,482	-1,529	-1,625	-1,677	-1,781	-1,838	-1,953	-2,015	-2,141
Group EBITA	6,367	6,961	8,088	10,633	10,836	11,364	11,575	12,133	12,351	12,940
Amortization	-423	-449	-464	-493	-508	-540	-557	-592	-611	-649
Group EBIT	5,944	6,512	7,625	10,140	10,327	10,824	11,017	11,541	11,740	12,290
Miscellaneous Incomes/Expens	-138	-142	-147	-152	-157	-162	-167	-172	-178	-183
Net Finance Cost	-725	-748	-772	-797	-822	-849	-876	-904	-933	-962
Profit on Ordinary Act. Pre Tax	5,081	5,621	6,706	9,192	9,348	9,814	9,975	10,465	10,630	11,145
Taxation (Tax Rate 26%)	-1,346	-1,461	-1,743	-2,390	-2,431	-2,552	-2,594	-2,721	-2,764	-2,898
Profit After Taxes	3,735	4,160	4,962	6,802	6,918	7,263	7,382	7,744	7,866	8,247
	23.1%	23.7%	26.1%	31.4%	31.0%	30.7%	30.3%	30.0%	29.6%	29.3%
Por HI										
Group Revenue	136.4	140.5	140.5	144.6	144.6	148.9	148.9	153.3	153.3	157.8
Excise and Similar taxes	-29.6	-30.4	-30.4	-31.3	-31.3	-32.3	-32.3	-33.2	-33.2	-34.2
Group NPR	106.9	110.0	110.0	113.3	113.3	116.6	116.6	120.1	120.1	123.6
Operating Cost	-75.3	-76.8	-73.3	-67.9	-68.4	-70.9	-71.5	-74.1	-74.6	-77.4
Group EBITDA	31.6	33.3	36.7	45.3	44.9	45.7	45.2	45.9	45.4	46.2
Depreciation	-5.7	-5.8	-5.8	-6.0	-6.0	-6.2	-6.2	-6.4	-6.4	-6.6
Group EBITA	25.9	27.4	30.9	39.3	38.8	39.5	39.0	39.6	39.0	39.6
Amortization	-1.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-2.0
Group EBIT	24.2	25.7	29.1	37.5	37.0	37.6	37.1	37.6	37.1	37.6
Miscellaneous Incomes/Expens	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Net Finance Cost	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
Profit on Ordinary Act. Pre Tax	20.7	22.1	25.6	34.0	33.5	34.1	33.6	34.1	33.6	34.1
Taxation (Tax Rate 26%)	-5.5	-5.8	-6.7	-8.8	-8.7	-8.9	-8.7	-8.9	-8.7	-8.9
Profit After Taxes	15.2	16.4	18.9	25.2	24.8	25.2	24.8	25.3	24.9	25.3

Fuente: Sab Miller, 2015
Elaboración: Propia.