



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas

**Drivers a desarrollar en la estrategia de fusiones y adquisiciones
en la industria de la cerveza
Análisis de los casos de Anheuser-Busch InBev (AB InBev).**

Autor: Matías Alejandro Burzaco

Legajo: 21012

Mentora: Maria Fernanda Tamborini

Buenos Aires, 2018



Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés

Departamento Académico de Administración

Trabajo de Graduación para Licenciatura en Administración de Empresas

**Drivers a desarrollar en la estrategia de fusiones y adquisiciones
en la industria de la cerveza**

Análisis de los casos de Anheuser-Busch InBev (AB InBev).

Autor: Matías Alejandro Burzaco

Legajo: 21012

Mentora: Maria Fernanda Tamborini

Victoria, 7 de noviembre de 2018

*“He aquí mi secreto,
que no puede ser más simple:
solo con el corazón se puede ver bien;
lo esencial es invisible a los ojos”*

El Principito – Antoine de Saint-Exupéry



Universidad de
San Andrés

Agradecimientos

Gracias a la Universidad de San Andrés por todos los conocimientos académicos y también por todas las amistades que me llevo.

A Josefina por estar conmigo siempre.

A Nadina y Néstor por su tiempo y contribuciones.

Y a mis padres, que a pesar de no tenerlos presentes, siempre creyeron y confiaron en mí...



Abstract

En las últimas décadas, se puede observar en la industria cervecera una marcada tendencia hacia la consolidación de empresas. Hoy las empresas líderes han globalizado sus operaciones, aumentando su presencia en varios mercados. Las bajas perspectivas de crecimiento en los mercados ya desarrollados, han llevado a estas empresas líderes a buscar oportunidades de crecimiento a través de fusiones y adquisiciones.

A medida que varias empresas fueron creciendo en tamaño, el management y los shareholders debieron decidir si seguir expandiéndose y convertirse en empresas globales, o si en cambio desarrollarse como una empresa local. Las empresas AB Inbev, Heineken, SABMiller y Carlsberg decidieron desarrollarse como empresas globales a través de una política agresiva de Mergers & Acquisitions (M&A) locales e internacionales. Esta estrategia de M&A llevó a estas empresas a obtener excelentes resultados y convertirse en las líderes del mercado global. Esto lleva a preguntarse si estas empresas se convirtieron en las líderes como una consecuencia directa de haber llevado adelante un crecimiento inorgánico.

A partir de esta problemática, el presente trabajo analiza cuáles son los principales drivers que llevan a aquellas empresas líderes a desarrollar una estrategia de M&A. El propósito de esta investigación es poder determinar cuál es la lógica predominante en esta industria. El trabajo concluye con una proyección respecto a la posibilidad que tienen las empresas cerveceras de expandirse a otros mercados por medio de adquisiciones, dada la capacidad limitada para continuar creciendo a través de M&A dentro de la industria cervecera.

Las principales conclusiones que se obtuvieron son:

- La estructura de la industria cervecera (factores políticos, economías de escala, características de la cerveza) fue lo que determinó la conducta de las empresas líderes a desarrollar una estrategia de M&A.
- A pesar de la existencia de distintos drivers que condujeron a desarrollar una estrategia de M&A (operativos u económicos, financieros, beneficios intangibles), el principal objetivo es estratégico: lograr encontrar nuevos mercados para los productos de la empresa.
- La estrategia de crecimiento inorgánico en la industria de la cerveza permite generar un crecimiento rápido. Es la estrategia por excelencia en las empresas líderes ya que les permite tener

acceso inmediato a las redes de producción y distribución local, para luego poder centrarse en la reducción de costos y mejorar los márgenes, y por último enfocarse en lograr un crecimiento orgánico en ese mercado.

- La lista de posibles targets para futuras adquisiciones en la industria de la cerveza es limitada, lo que lleva a considerar que para continuar creciendo las empresas líderes podrían orientar la búsqueda hacia otros mercados. El mercado de las bebidas sin alcohol es una alternativa viable ya que comparten prácticas similares en lo que respecta a la producción, embotellado y distribución.

Palabras claves: adquisiciones, Anheuser-Busch Inbev, cerveza, fusiones, M&A.



Índice

Abstract

Primera Parte: Introducción

- 1- Problemática y justificación del caso de estudio
 - I. Problemática
 - II. Justificación de las razones de estudio.

- 2- Preguntas de Investigación
 - I. Pregunta General
 - II. Sub-Preguntas

- 3- Objetivos
 - I. Objetivo General
 - II. Objetivos Específicos.

- 4- Estrategia Metodológica
 - I. Tipo de Estudio
 - II. Estudio de caso único.
 - III. Recolección de los datos.

- 5- Marco Teórico
 - I. Paradigma Estructura – Conducta – Resultados
 - II. Drivers

Segunda Parte: Estrategia de M&A en la industria cervecera

- 1- Análisis de M&A en las empresas líderes de cerveza

- 2- AB-InBev: Historia y Performance

- 3- Proyecciones

Conclusiones Finales

Bibliografía General

Anexos

Primera Parte: Introducción

1. Problemática y justificación de estudio

1.1 Problemática

Mientras que a comienzos de los 90 las compañías cerveceras globales eran relativamente pequeñas y más vulnerables a *takeovers*, el siglo XXI trajo consigo un proceso de consolidación y concentración generando una industria con empresas globales de gran escala (Jernigan, 2009). Ante un contexto de saturación en los mercados locales, estas compañías buscaron continuar con el crecimiento y la expansión a través de desarrollar una estrategia de fusiones y adquisiciones (de ahora en adelante M&A, en referencia a *Mergers & Acquisitions*). Para entender la lógica detrás de estos conceptos primero hay que definirlos: “Una fusión ocurre cuando una empresa absorbe por completo a otra. La empresa adquiriente conserva su nombre e identidad y adquiere todos los activos y pasivos de la empresa adquirida. Una adquisición es lo mismo que una fusión, salvo que se crea una empresa completamente nueva. En una adquisición, tanto la empresa adquiriente y la adquirida, terminan su anterior existencia jurídica”¹.

Las empresas cerveceras se enfocaron cada vez más en lograr desarrollar ventajas competitivas a lo largo y ancho del mundo a través de M&A (Benson-Armer et al., 1999). Como puede observarse en los siguientes gráficos, en 1998 las mayores 10 empresas combinadas sumaban un market share de 37,8% con una producción de 487 millones de hectolitros (de ahora en adelante HL), sobre un volumen total del mercado de 1288 millones de HL; ya en el último reporte 2017 pasaron a sumar un market share de 72,7% y producir 1414 millones de HL sobre un volumen total de 1722 millones de HL²:

Cuadro 1: Market Share de Empresas Cerveceras en 1998

¹ Ross, S. A., Westerfield, R. & Jordan, B. D., Fundamentos de Finanzas Corporativas (7ma edición), México DF: Mc Graw-Hill, P. 798-799, 2006.

²Barth-Haas Group (2017). The Barth Report; Hops 2017/2018. Nuremberg

Rank	Brewery	Production Volume 1998 in mill. HL.	Percentage of world beer production
1	Anheuser-Bush	119	9,2%
2	Heineken	74	5,7%
3	Miller	53	4,1%
4	SAB	43	3,3%
5	Brahma	41	3,2%
6	Carlsberg	34	2,6%
7	Interbrew	37	2,9%
8	Grupo Modelo	30	2,3%
9	Kirin	29	2,3%
10	Fosters	27	2,1%
	Rest	801	62,2%
	Total	1288	100,0%

Fuente: Barth-Haas Group (1998). *The Barth Report; Hops 1998*. Nuremberg

Cuadro 2: Market Share de Empresas Cerveceras en 2017

Ranking	Brewery	Country	Beer output 2017 in m hl	Share of world beer production
1	AB InBev	Belgium	612.5	31.4%
2	Heineken	Netherlands	218,0	11.2%
3	China Res. Snow Breweries	China	126.0	6.5%
4	Carlsberg	Denmark	113.4	5.8%
5	Molson-Coors	USA/Canada	99.6	5.1%
6	Tsingtao Brewery Group	China	78.0	4.0%
7	Asahi	Japan	58.2	3.0%
8	Yanjing	China	43.0	2.2%
9	BGI / Groupe Castel	France	38.8	2.0%
10	Kirin	Japan	29.9	1.5%

Fuente: Barth-Haas Group (2017). *The Barth Report; Hops 2017-2018*. Nuremberg

A medida que varias empresas fueron creciendo en tamaño, el management y los shareholders debían decidir si seguir expandiéndose y convertirse en empresas globales, o si en cambio desarrollarse como una empresa local. Las empresas Inbev, Heineken, SABMiller y Carlsberg decidieron desarrollarse como empresas globales a través de una política agresiva de M&A. Esto eventualmente llevó a que en la industria a nivel global hubiera tan solo unos pocos jugadores (Ebneeth & Theuvsen, 2007).

La presente investigación se delinea a partir del paradigma Estructura – Conducta – Resultados (ECR) desarrollado por Joe S. Bain (1956): ¿fue la estructura de la industria cervecera lo que determinó la conducta de las empresas líderes y en consecuencia sus resultados? O por el contrario,

¿fueron los excelentes resultados obtenidos a partir de desarrollar una estrategia de M&A lo que determinó que esta fuera la única forma de lograr ser una empresa líder?

1.1 Justificación de las razones de estudio

Las razones por la cual el investigador desea hacer el siguiente estudio se deben a tres aspectos distintos que se desarrollan a continuación:

En primer lugar, a partir de la problemática mencionada anteriormente, el presente trabajo pretende determinar cuál es la lógica predominante en la industria cervecera que llevan a empresas líderes a desarrollar una estrategia de M&A. Para esto es indispensable analizar y determinar todos los drivers que se utilizaron para llevar a cabo esto. Es importante discernir si estos movimientos corresponden a una decisión estratégica, con una posible entrada a un nuevo mercado; a una decisión financiera, con mejores condiciones de financiamiento o diferentes productos financieros; una decisión operativa, con posibilidad de fusionar tecnología de ambas empresas; o simplemente una decisión con beneficios intangibles como la oportunidad de transferir el know-how, personal de trabajo y skills de marketing

En segundo lugar, se tomó como caso exitoso a *AB-Inbev* por su rol dominante en el en el mercado cervecero: es la más grande del mundo y la quinta entre todas las compañías de consumo masivos³. Por eso mismo, el caso de M&A entre *AB-Inbev* es considerado como el primer contrato importante u estratégico de ese periodo (2004 a 2008, año que se finalizó la fusión) que cambió la historia de la industria cervecera⁴. En términos de posicionamiento de mercado, dicho movimiento potenció a más 15 marcas que alcanzaran la primera o segunda posición en más de 20 mercados desarrollados. Años después, dicha fusión desataría a otro contrato multimillonario (USD 107B) con la adquisición de SAB-Miller⁵. Esta última se posiciona dentro de todas industrias como la tercera más grande toda de la historia.

³ Fuente: www.ab-inbev.com

⁴ Fuente: <https://www.beveragedaily.com/Article/2004/03/03/Interbrew-buys-AmBev-and-becomes-world-number-one?id=50355-interbrew-buys-ambev>

⁵ Fuente: <https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2015/11/11/anheuser-busch-inbev-strikes-biggest-ever-beer-deal-with-107b-sabmiller-takeover/#51df510b5348>

Por último, el investigador desea compartir sus conocimientos universitarios con el gusto y el interés personal que tiene por el mundo de la cerveza.

2. Preguntas de investigación

2.1 Pregunta general

- ¿Cuáles son los principales drivers que llevan a las empresas cerveceras líderes como Anheuser-Busch InBev (AB InBev) a desarrollar una estrategia de fusiones y adquisiciones para sus negocios globales durante los años 2004 a 2008?

2.2 Sub-preguntas

- ¿Cuáles fueron los factores preliminares que determinaron la conducta de estas empresas líderes para considerar una estrategia de M&A?
- ¿Qué cambios generó en el mercado global de las cervezas la fusión entre ambas compañías?
- ¿Qué otras opciones tienen las empresas cerveceras para seguir creciendo?

3. Objetivos

3.1 Objetivo general

El objetivo general de este trabajo es analizar cuáles son los principales drivers que llevan a las empresas cerveceras líderes a buscar la generación de valor a través de M&A. Para lograr este propósito se analizó un caso emblemático del sector: Anheuser-Busch InBev (AB InBev) en el periodo 2004 – 2008.

3.2 Objetivos específicos

- Identificar los factores preliminares que llevaron a las a empresas a considerar una fusión entre ambas.
- Analizar todos los cambios que surgieron en el mercado cervecero a partir de esta fusión.
- Identificar otras alternativas para seguir creciendo en el mercado global de las bebidas (con y sin alcohol).

4. Estrategia metodológica

4.1 Tipo de estudio

Existen cuatro tipos de estudios en la investigación del comportamiento humano: los exploratorios, los descriptivos, los correlacionales y los explicativos. Para el siguiente trabajo de graduación, seguiremos un estudio de carácter descriptivo. Roberto Sampieri define a un estudio descriptivo cuando “se selecciona una serie de cuestiones y se mide cada una de ellas independiente para así (vágase la redundancia) describir lo que se investiga”. (Sampieri, Fernandez & Baptista,1998).

La idea de este trabajo consistió en describir los principales drivers que llevaron a las empresas cerveceras líderes a desarrollar una estrategia de fusiones y adquisiciones (M&A) para así generar una ventaja competitiva. A su vez Dankhe señala “los estudios descriptivos buscan especificar las propiedades importantes de personas, grupos, comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis” (Dankhe, 1986). Para completar, esta investigación buscará identificar y describir las condiciones y elementos necesarios para dicha estrategia.

4.2 Estudio de caso único

Para este trabajo de investigación se tomó como caso único de estudio a la empresa cervecera AB-Inbev.

En la publicación de Urbano y Toledano, “El estudio de casos como estrategia de investigación en creación de empresas: cuestión preliminar” (2007), los autores hacen hincapié que *“en determinadas circunstancias el estudio de un único caso podría ser la decisión más acertada”*.

Esto es así porque según Stake el objetivo principal del estudio de caso único es comprender el fenómeno que se está estudiando. Palabras de autor: *“El cometido real del estudio de casos es la particularización, no la generalización. Se toma un caso particular y se llega a conocerlo bien, y no principalmente para ver en qué se diferencia de los otros, sino para ver qué es, qué hace. Se destaca la unicidad, y esto implica el conocimiento de los otros casos de los que el caso en cuestión se diferencia, pero la finalidad primera es la comprensión de este último”* (Stake, 1998, p.20).

En la misma publicación de Urbano y Toledo, los autores hacen referencia a Yin para enumerar distintas razones por cual se emprende en el estudio de caso único. Una de ellas es *“cuando se trata del caso más representativo o típico de una situación particular”*.

Como se mencionó en la justificación de estudio, la estrategia de fusiones y adquisiciones de AB-Inbev es considerado como el primer contrato importante u estratégico de ese periodo (2004 a 2008, año que se finalizó) que cambió la historia de la industria cervecera.

4.2 El por qué del caso AB Inbev

La presente investigación elige como objeto de estudio analizar la adquisición de la cervecera estadounidense Anheuser-Busch por la compañía belgo-brasileña InBev, que a su vez se había creado de la unión de AmBev e Interbrew. Hoy, AB Inbev, es considerada una de las empresas mas grandes en la industria de consumo masivo⁶.

A pesar de una marcada consolidación a partir de las actividades de M&A en las empresas líderes, no ha habido cambios significativos en lo que respecta al ranking en el market share global en años anteriores. El único cambio significativo en los primeros puestos del ranking se generó a partir de la adquisición de Anheuser-Busch por parte de Inbev en 2008, posicionando a AB InBev como líder en market share desde 2009. Esto nos hace inferir que a mayor el tamaño de la empresa, más fácil se hace lograr que la adquisición funcione, generando así un círculo virtuoso de expansión.

⁶ Ver Anexo B.

A escala global, AB InBev ha sido la más efectiva en esto, ya que fue la más ambiciosa y eficiente en lograr una reducción de costos y así poder mejorar sus márgenes.

4.4. Método de recolección de datos

El proceso de recolección de datos se llevó a cabo en tres etapas, a fin de organizar mejor la gran cantidad de información disponible. El objetivo de la primera etapa fue tener un primer conocimiento del mercado de la cerveza: el volumen del mercado, las empresas líderes, sus estructuras, presencia geográfica y posicionamiento.

Se procedió a recolectar los datos a partir de dos tipos de fuentes. Por un lado, se hizo uso de las *fuentes primarias o directas*. Estas son aquellas que constituyen el objetivo de la investigación bibliográfica o revisión de la literatura y proporcionan datos de primera mano (Dankhe, 1986, citado por Hernández Sampieri, Carlos Fernandez Collado, Pilar Baptista Lucio 1998). Por otro lado, se utilizaron *fuentes secundarias* que son aquellas compilaciones, resúmenes y listados de referencias publicadas en un área de conocimiento en particular (Stake, 1999).

Considerando la problemática en cuestión, se comenzó por la recolección de datos bibliográficos – a través de revistas de negocios, publicaciones, papers y libros de fuente secundaria – con el objetivo de lograr una definición concreta de los conceptos desarrollados. En segunda instancia, se analizó particularmente a AB InBev como caso de estudio: sus estados de resultados, balances, reportes anuales y publicaciones que analizan la performance que ha tenido la acción.

Por último, se harán distintas entrevistas personalidades con referentes de la industria y protagonistas del mercado. Estas son: Nestor Del Campo, ex Gerente General de Cervecería y Maltería Quilmes y Nadina Guiblejman, ex gerente de Trade Marketing de Cervecería y Maltería Quilmes.

5. Marco Teórico

5.1 Paradigma Estructura – Conducta – Resultados

El paradigma Estructura – Conducta – Resultados (ECR) fue desarrollado por Edward Mason, en la década del 30, y luego profundizado por su estudiante de doctorado Joseph Bain, en la década del 50. El modelo original intenta clarificar cual es la influencia de la estructura de una industria (por ejemplo, el crecimiento de la demanda y las barreras a la entrada) en la conducta de las empresas (por ejemplo, setear el precio) y la performance de la industria y las otras empresas.

Se supone que la estructura de un sector influirá en la estrategia elegida por las empresas que compiten en él y, a su vez, estos dos factores determinarán los resultados obtenidos. Los resultados se definen en sentido económico de forma amplia, incluyendo, tanto la eficiencia en la asignación de recursos (rentabilidad) como la eficiencia técnica (minimización de costos) o la innovación. La conducta se refiere a las decisiones que toma la empresa en variables clave tales como el precio, la publicidad, capacidad para producir y calidad de sus productos (Galanzazo, 2014).

Por último, la estructura del sector se define como aquellas dimensiones económicas y tecnológicas de carácter relativamente estable y que constituyen el contexto en el que las empresas compiten (número de compradores y vendedores, diferenciación en el producto, barreras a la entrada, integración vertical). Sin embargo, en la aplicación de este esquema se parte implícitamente de que la influencia del sector es mucho más importante en la determinación de los resultados de una empresa que la correspondiente a la estrategia elegida. Se supone que la conducta de la empresa está determinada por la estructura del sector y que, por lo tanto, los directivos tienen muy poco margen de maniobra (Galanzazo, 2014).

Sean E, C y R las variables que representan conjuntos de Estructura, Conducta y Resultados, respectivamente. La relación que existe entre estas variables para Bain (Weiss, 1979) es la siguiente:

$C = C(E)$ indica que la conducta viene determinada por la estructura.

R= R (C (E)) indica que los resultados son una consecuencia de la conducta y de la estructura.

Siguiendo el paradigma Estructura – Conducta – Resultados (ECR), en primera instancia, los resultados obtenidos por las empresas en la industria de la cerveza estarían determinados por las conductas de cada una de las empresas que forman esta industria. A su vez, la conducta de las empresas líderes en la industria cervecera estaría determinada por las estructuras de la industria, entre las que se encuentran por ejemplo, las economías de escala en la producción, las características del producto, el tamaño del mercado y las barreras de entrada.

Nestor Del Campo, ex CEO de Quilmes (luego AB InBev) ractifica este concepto:

“La estructura de este negocio es fundamental y es la que siempre ha determinado las decisiones estratégicas, financieras o comerciales que hemos tomado”

Para analizar la estructura de la industria cervecera a nivel global, es importante primero destacar aquellos cambios políticos que facilitaron que el mercado de cerveza se convirtiera en un mercado global: por un lado, a finales de los 70 la apertura al comercio de China e India con sus reformas económicas (principalmente, la apertura de estos países a la inversión extranjera y los permisos a los emprendedores a iniciar sus empresas); por el otro, la caída de la Cortina de Hierro en Europa (1989-1990) tras la Segunda Guerra Mundial, que era una frontera política, ideológica, y en algunos casos también física, entre la Europa Occidental (Bloque Capitalista) y Europa Oriental (Bloque Comunista). Estos eventos generaron que se abrieran nuevos mercados en los cuales los líderes del mercado centraron su atención para poder captar nuevas oportunidades de incrementar sus ganancias (Madsen, 2011).

Si profundizamos en esta idea observamos que los cambios políticos que permitieron a las empresas la posibilidad de expandirse globalmente fueron los mismos que al mismo tiempo permitieron generar ventajas competitivas relacionadas con las economías de escala. Mientras que la producción siguió siendo local, fueron surgiendo economías de escala en una compañía global en lo que respecta al management, la tecnología y el marketing. El incremento en el turismo y los intercambios de información entre distintas regiones a partir del crecimiento de internet ha llevado

a que el retorno que se obtiene de una marca global sea mayor. Por otro lado, en la industria de la cerveza el principal segmento de consumidores es el mercado de hombres jóvenes y el marketing de la cerveza está asociado a los deportes. El hecho de que las grandes competencias deportivas, como por ejemplo el Mundial de fútbol o los Juegos Olímpicos, se hayan convertido en eventos con una audiencia global, lleva a que las cerveceras patrocinen estos eventos para luego tener la capacidad de poder capitalizar su branding y entrar en nuevas regiones. Un claro ejemplo es el contrato que tienen la FIFA y Budweiser (cuya marca es propiedad de la empresa AB InBev) para patrocinar el Mundial de Fútbol hasta el Mundial de Qatar en 2022. A su vez, la holandesa Heineken es el sponsor de la Champions League y la danesa Carlsberg patrocina la Eurocopa⁷. Con respecto a los Juegos Olímpicos, la cerveza Skol (también propiedad de Carlsberg) es auspiciante oficial de los Juegos Olímpicos de Río 2016⁸.

A su vez, en la década del 90, aquellos factores que antes tendían a impedir la globalización fueron perdiendo su peso en la industria cervecera. Los costos de transporte fueron bajando como así también la cantidad de obstáculos burocráticos que se necesitaban para comercializar estos productos (tarifas, regulaciones, etc.). Los gustos y las preferencias de los consumidores a lo largo del mundo se han ido haciendo cada vez más parecidas (Madsen, 2011).

Por otro lado, cabe destacar que la estructura de la industria está determinada por el bien que se comercializa: la cerveza. Primero, estamos hablando de un bien que ocupa mucho espacio para distribuir a diferencia de otros bienes de consumo masivo. Esto lleva a que su distribución sea costosa. Cómo la distribución es costosa, es más eficiente producir cerveza cerca de lo que va a ser su posterior punto de venta. Esto genera que la distribución actúe como una barrera de entrada para las cervezas extranjeras, lo que llevaría a que la primera opción para penetrar el mercado extranjero sea que una cervecera local produzca a través de una licencia y luego la distribuya. Sin embargo, la manera más efectiva para lograr un acceso inmediato al mercado es a través de un M&A dado que permite lograr un control total de la empresa target y una mayor libertad en el accionar estratégico.

⁷ Fuente: <https://lazaromarketingdeportivo.wordpress.com/2014/04/16/futbol-y-cerveza-el-patrocinio-perfecto/>,

⁸ Fuente: <https://www.rio2016.com/es/patrocinadores>,

Segundo, la cerveza es un bien homogéneo. El proceso de producción no ha cambiado a lo largo de los años e incluye tan solo 3 materiales: lúpulo, cebada y agua. Existen pequeñas diferenciaciones posibles: a partir de las diferentes calidades de cebada y las diferentes maneras de manejar el proceso de elaboración. Típicamente estas diferencias son mínimas entre las cervezas masivas. Por otro lado, los costos de producción de una cerveza premium están tan solo por encima de los costos de producción de una cerveza masiva. Sin embargo, cabe destacar que a través de los años el proceso de producción se ha automatizado y la producción se ha vuelto más intensiva en capital. Los volúmenes de producción en la industria de la cerveza impactan en la eficiencia: los costos de producción disminuyen con el aumento de las cantidades producidas. Es por esto que a mayor capacidad productiva, menores costos. Por consiguiente, si un mercado local se encuentra saturado y no hay posibilidad de aumentar la capacidad productiva, es aconsejable expandirse hacia otros mercados para lograr de esta forma aumentar la producción y, en consecuencia, disminuir los costos. Entonces podemos afirmar que incrementar la presencia global de las empresas a partir de una estrategia de M&A tiene sentido desde un punto de vista de eficiencia de costos.

En la entrevista con Del Campo, se le consulta al empresario sobre la validez de la teoría de que la estructura de la industria cervecera fue lo que determinó en las empresas líderes el desarrollo de una estrategia de M&A. Ante esta consulta, el empresario no solo lo ratifica sino que también da un ejemplo del contexto en el cual convivía Quilmes (previo a las fusiones y adquisiciones) y como esto determinó las decisiones de la compañía:

“Argentina cuenta con distintas realidades económicas y sociales a lo largo y ancho del país. Si uno piensa que porque la estrategia funciona bien en capital federal se pueda replicar en salta, estamos equivocados. Cada región tiene su particularidad en cuanto a gustos, preferencias, etc. A lo largo de su historia, la compañía se dio cuenta que ante este contexto las mejores decisiones fueron cuando adquirimos socios en distintas regiones del país. Para darte un ejemplo, hace mucho tiempo, la cerveza Andes era la más consumida en las regiones de Cuyo y NOA (noroeste del país). Quilmes sabía del potencial del consumo que había en esas regiones pero se le hacía muy difícil entrar. Había una preferencia hacia un producto que entendía perfectamente las necesidades de los consumidores. Entonces lo que hizo Quilmes fue comprar esa compañía y

utilizar su marca para apalancar ventas de la cerveza Quilmes, sus clientes, su red de distribución, su fábrica, su personal de trabajo y así para poder entrar a ese mercado regional. ¡Y nos fue muy bien!”

Para concluir entonces fue la estructura de la industria cervecera lo que determinó la conducta de las empresas líderes a desarrollar una estrategia de M&A y en consecuencia obtener sus posteriores resultados. Habiendo introducido la estructura de la industria cervecera, podemos embarcarnos en analizar la lógica del mercado respecto a los drivers que tienen las empresas líderes a desarrollar estrategias de M&A.

5.2 Drivers

Según Bernard Marr, los drivers son “recursos, procesos o condiciones motivacionales que son vitales para el éxito continuo y el crecimiento de cualquier negocio. Una empresa debe identificar sus drivers comerciales e intentar maximizarlas”.

Antes de entender cuáles son los drivers que llevan a las empresas líderes en la industria de la cerveza a desarrollar M&A es importante primero categorizarlos en:

Estratégicos

- Posible reducción de riesgo corporativo debido a integraciones verticales.
- Posible entrada a un nuevo mercado estratégico, por producto o geografía.
- Posible reducción de riesgo debido a una mayor diversificación de productos o mercados.

Operativos u Económicos

- La habilidad de fusionar tecnología operativa entre ambas empresas, incrementando la rentabilidad.
- Incremento en la capacidad utilizada en áreas de ingeniería y servicios, aumentando márgenes y eficiencias operativas.
- Incremento en ventaja de pagos con proveedores.
- Reducciones de personal.

- Beneficios asociados con el aumento de participación de mercado, como ahorros en costos de publicidad o aumento de visibilidad en el mercado.
- Mejoramiento en la red de distribución, debido a la integración de ambas redes de logística.

Financieros

- Crecimiento acelerado a través de mejores condiciones de financiamiento o diferentes productos financieros.
- Beneficios relacionados a una mejor estructura de capital debido a la consolidación de activos y aumento de generación de flujo de efectivo debido a la fusión o venta de activos redundantes.
- Cuando se trata de una compañía pública, el incremento de tamaño puede contribuir en un mayor interés por inversionistas, haciendo que el acceso a capital a futuro sea más barato.

Para lograr comprender cuales son los principales drivers que tienen las empresas cerveceras líderes a llevar adelante M&A primero es importante examinar cual sera la muestra sobre la que se basará nuestro análisis. Limitaremos nuestro análisis a aquellas adquisiciones o fusiones que cumplen con los siguientes criterios:

- La transacción fue anunciada durante Enero 1, 2002 y Diciembre 31, 2012.
- La empresa compradora debe ser pública.
- La información relacionada con la adquisición o fusión debe ser pública.
- El valor total de la adquisición debe ser mayor a \$0.5 billones USD, para que la misma atraiga la atención suficiente de los mercados de capitales.

Tabla 1: Valor de las transacciones durante el 2002 y 2012

Año	Comprador	Target	Valor de la transacción (en billones)
2002	SAB	Miller (USA)	\$5.6
2004	Interbrew	Ambev (Brasil)	\$11
2004	Anheuser-Busch	Harbin (China)	\$0.72
2005	SABMiller	Bavaria SA (Colombia)	\$7.8
2005	Molson	Coors (USA)	\$3.4
2006	InBev	Sedrin (China)	\$0.74
2008	InBev	Anheuser-Busch (USA)	\$52

2008	Heinken + Carlsberg	Scottish & Newcastle (UK)	£7.6
2009	Asahi	Tsingtao (19.9%) (China)	\$0.7
2009	Kirin	Lion Nathan (53.87%) (Australia)	\$3.7
2009	Kirin	San Miguel (48.3%) (Filipinas)	\$1.4
2010	Kirin	F&N (14.7%) (Singapur)	\$1
2010	Heineken	FEMSA (México)	\$5.5
2011	Kirin	Schincariol (Brasil)	\$2.5
2011	Asahi	Independent Liquor (Nueva Zelanda)	\$1.3
2011	SABMiller	Foster's (Australia)	\$10.2
2011	SABMiller	Efes (Rusia, Ucrania)	\$1.9
2012	AB InBev	CND (República Dominicana)	\$1.24
2012	Molson	Starbev (República Checa)	\$3.5
2012	AB InBev	Modelo (México)	\$20

Fuente: compilado del autor de distintas fuentes.

Puede observarse que los M&A se realizaron tanto en mercados maduros como en mercados emergentes. Es importante aclarar que esta definición de mercado maduro o emergente se restringe únicamente a las características del mercado para la industria de la cerveza (historia, volúmen, cantidad de competidores, etc.). Por un lado, en los mercados maduros los drivers por llevar a cabo M&A pasan por desarrollar un portfolio de marcas más amplio así como también generar un mayor market share, lo que lleva a generar sinergias en los costos y, en consecuencia, a tener una posición de líder en el mercado. Nadina Guiblejman (ex Gerente de Trade Marketing de Quilmes) corrobora este último punto con la llegada de Brahma, marca líder de cerveza en Brasil, a un mercado maduro como el argentino:

“¡La llegada de Brahma a la Argentina fue un éxito rotundo! Esto fue así porque nosotros contábamos con la mejor red de distribución de bebidas alcohólicas del país. En cualquier punto de venta ibas a encontrar una Quilmes. Brahma se vio muy beneficiada por esto porque en muy

poco tiempo logro posicionarse en cada localidad o ciudad del país. Si mal no recuerdo, en tan solo 3 meses, la marca ya tenía un 10% de participación en el mercado”

Por el otro lado, los drivers de M&A en los mercados emergentes pasan por las proyecciones de un gran crecimiento (Meyer & Tran, 2006). Las proyecciones de un crecimiento en las ventas en estos mercados emergentes se explica porque una mayor exposición a marcas internacionales impulsa un mayor consumo (Benson-Armer et al., 1999). A su vez, en ciertos mercados emergentes todavía hay mucho margen para aumentar el consumo de cerveza por persona a diferencia de los mercados maduros donde ya el consumo está más saturado. La siguiente tabla nos permite observar que de los 35 países líderes respecto al consumo de cerveza per capita, tan solo 7 países son emergentes:

Tabla 2: Consumo anual per cápita de cerveza por país.

País	Clasificación	Clasif.	Consumo	Clasif.	Consumo	Clasif.	Consumo	Clasif.	Consumo
		2013	Litros/persona/año	2010	Litros/persona/año	2007	Litros/persona/año	2004	Litros/persona/año
República Checa	Maduro	1	147.1	1	137.1	1	145.3	1	156.9
Namibia	Emergente	2	108.6	35+	-	35+	-	35+	-
Panamá	Emergente	3	105.9	3	105.8	4	107.4	5	108.3
Alemania	Maduro	4	101.7	2	106.8	3	112.1	3	115.8
Belice	Emergente	5	99.4	35+	-	35+	-	35+	-
Estonia	Maduro	6	93.6	5	90.6	6	100.2	35+	-
Polonia	Maduro	7	91.9	7	83.6	7	90	18	69.1
Lituania	Maduro	8	89.5	6	85.7	8	92.9	35+	-
Rumania	Emergente	9	79.9	15	77.4	12	84.9	25	58.2
Finlandia	Maduro	10	79.6	10	82.7	10	88.5	9	85
Irlanda	Maduro	11	79.2	4	103.7	2	137.1	2	131.1
España	Maduro	12	77.7	22	69.9	9	93.2	12	83.8
Estados Unidos	Maduro	13	76.2	12	78.2	17	82.9	13	81.6
Gabón	Maduro	14	74.8	35+	-	35+	-	28	55.8
Australia	Maduro	15	74.7	8	83.4	16	85.1	4	109.9
Eslovenia	Maduro	16	74.3	11	82.7	13	86.2	35+	-
Croacia	Emergente	17	74.3	14	77.8	14	88	14	81.2
Bulgaria	Maduro	18	73.5	19	72.8	21	75.4	21	59.5
Eslovaquia	Maduro	19	73	28	64.3	19	82	11	84.1
Países Bajos	Maduro	20	72.6	17	73.9	22	75.6	15	79
Bélgica	Maduro	21	72	13	78	15	88.3	7	93
Austria	Maduro	22	70.8	16	75	27	59	35+	-
Venezuela	Emergente	23	69.9	9	83	5	105.2	24	58.6
Letonia	Maduro	24	69.8	25	67.2	26	68.3	35+	-
Reino Unido	Maduro	26	67.4	18	73.7	11	90.2	6	99
Nueva Zelanda	Maduro	28	64.1	20	70.5	23	75.6	16	77
Hungría	Maduro	30	63.2	21	70	20	80.4	17	75.3
Dinamarca	Maduro	32	60.4	24	67.4	18	84.1	8	89.9
Canadá	Maduro	34	60.3	23	68.4	25	69.3	19	68.3
Sudáfrica	Emergente	35	59.7	29	63	35+	-	22	59.2

Fuente: Kirin Beer University Report, Global Beer Consumption per capita in 2013

Las adquisiciones que se llevaron a cabo en Rusia y China confirman la teoría de que las empresas líderes buscan mercados en donde hayan expectativas de crecimiento en lo que respecta al consumo per capita. El consumo anual por persona de tan solo 22.1 litros en China⁹(2013) confirma el interés en el crecimiento potencial en volumen. Es importante destacar que las barreras culturales, la asimetría en la información, los riesgos de depreciación de moneda y las agitaciones políticas pueden surgir tanto en países emergentes como en países desarrollados. Por otro lado, los mercados en vías de desarrollo como China y Rusia exhiben una mayor cantidad de barreras directas e indirectas, así como también mayores riesgos. Los riesgos de corrupción, intervenciones gubernamentales y crisis económicas son mayores en estos mercados que en mercados como Alemania y el Reino Unido (Jernigan, 2009).

Habiendo analizado las principales categorías de drivers es importante destacar que en la industria de la cerveza también pueden considerarse como drivers aquellos beneficios intangibles como son la transferencia de know-how, personal y skills de marketing. A su vez, los M&A permiten lograr sinergias que podrían generar tanto una mejora en el tipo de cambio (Brooks et al., 2000), como también potenciales beneficios en las legislaciones en lo que respecta al cambio de control (Goergen & Renneboog, 2004) y el seguro de la deuda (Sudarsanam et al., 1996). Desde un punto de vista estratégico, los M&A son atractivos porque permiten adelantarse a la competencia y al mismo tiempo mejorar la propia posición de la empresa al diversificar sus activos (Brakman, Garita, Garretsen & Van Marrewijk, 2008).

En la industria de la cerveza, los principales drivers a desarrollar M&A son los estratégicos: el principal objetivo es lograr encontrar nuevos mercados para los productos de la empresa. Esto les permite conseguir una presencia geográfica en un país o región, así como también sus ingresos y el potencial de crecimiento en ese lugar.

Nestor Del Campo, ex CEO de Quilmes (luego AB-Inbev), sostiene firmemente este concepto:

“uno tiene que encontrar ese “business partner” que te ayude estratégicamente”

⁹ Fuente: http://www.kirinholdings.co.jp/english/news/2014/1224_01.html#table3,

Por el otro lado, Del Campo enumera algunas razones por la cual Ambev compró a Quilmes a principios del 2000. Es importante destacar que la empresa brasileña Ambev era la cervecera líder de Sudamérica que luego se fusionaría con Interbrew y AB para crear la famosa empresa AB-Inbev.

“Primero aprovechar de la marca ganadora como Quilmes. Si Ambev hubiese querido entrar a nuestro mercado con Brahma, no hubiese podido quitarle mucha participación de mercado a una marca local tan importante como Quilmes. Justamente tenes que buscar un partner que te potencie y no que te destruya [...] En segundo lugar, tenes la producción. La empresa contaba con varias plantas de producción en todo el país, todas con altísimos estándares de calidad con tecnología de último momento. No tenes muchas empresas que tengan fabricas para hacer cerveza de alta calidad. Además, si tenes que exportar tu producto a otro país, el costo de distribución va ser más alto con lo cual tus márgenes van a ser menores. Otro tema importante: la distribución. ¡La clave del éxito de Quilmes! Los más 100 años en la industria local permitieron construir relaciones muy buenas con casi todos sus clientes que son y serán los “Business Partners” de una compañía. Y esto no solo aplica para Quilmes sino para cualquier compañía que quiera triunfar en sus negocios. A través del trabajo en equipo, del esfuerzo y de la confianza, se pueden generar relaciones muy buenas entre proveedor – cliente. Si el cliente ve que los vas acompañar en los buenos momentos, pero también en los malos, te va a dejar que vos operes sus negocios como si fuera la compañía misma”

Cómo la mayoría de las marcas de cerveza son locales o regionales, esto lleva a que sea muy complejo aumentar los ingresos desarrollando las marcas de la empresa compradora en el nuevo mercado. A su vez, también es difícil desarrollar las marcas adquiridas en los mercados donde la empresa compradora ya tiene presencia.

Por esto mismo, un M&A resulta la opción más acertada ya que la empresa compradora puede rápidamente conseguir una presencia en ese país o región a través de las nuevas marcas que adquiere (Goergen & Renneboog, 2004).

En síntesis, habiendo comprendido que los drivers estratégicos en la industria de la cerveza son la principal motivación para desarrollar una estrategia de M&A, centraremos el análisis

particularmente en los M&A de aquellas empresas líderes para poder entender cuál es la lógica que explica este comportamiento estratégico.

Segunda Parte: Estrategia de M&A en la industria cervecera

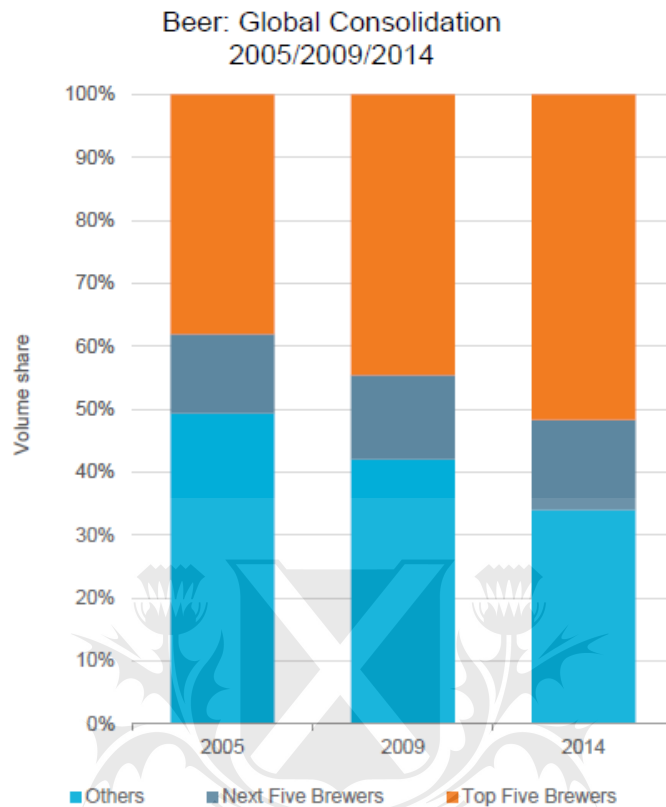
1-Análisis de M&A en las empresas líderes de cerveza

Los M&A han sido la estrategia por excelencia para el crecimiento de las empresas cerveceras líderes. Esta estrategia les permite tener acceso a las redes de producción y distribución local, para luego poder centrarse en la reducción de costos y mejorar los márgenes, para luego poder enfocarse en lograr un crecimiento orgánico en ese mercado. Además de las actividades de M&A llevadas a cabo por parte de estas empresas líderes, su liderazgo se acentuó también por la expansión hacia mercados emergentes. Las 5 empresas líderes aumentaron su market share global de un 38% a un 52% entre 2005 y 2014:

Cuadro: Market Share – Barth Report 2017

Empresas líderes en market share en 2005		Empresas líderes en market share en 2009		Empresas líderes en market share en 2017	
InBev	11.4%	AB InBev	18.6%	AB InBev	20.7%
Anheuser-Busch	8.9%	SABMiller	8.8%	SABMiller	9.7%
SABMiller	8.8%	Heineken	6.6%	Heineken	9.1%
Heineken	5.7%	Carlsberg	5.9%	Carlsberg	6.1%
Molson Coors	3.3%	China Resources	5%	China Resources	6.0%

Gráfico - Fuente: Euromonitor International, Alcoholic Drinks: What next for beer and brewers following the Megabrew deal?, January 2016.



A pesar de una marcada consolidación a partir de las actividades de M&A en las empresas líderes, no ha habido cambios significativos en lo que respecta al ranking en el market share global durante los últimos 10 años. El único cambio significativo en los primeros puestos del ranking se generó a partir de la adquisición de Anheuser-Busch por parte de Inbev en 2008, posicionando a AB InBev como líder en market share desde 2009. Esto nos hace inferir que a mayor el tamaño de la empresa, más fácil se hace lograr que la adquisición funcione, generando así un círculo virtuoso de expansión. A escala global, AB InBev ha sido la más efectiva en esto, ya que fue la más ambiciosa y eficiente en lograr una reducción de costos y así poder mejorar sus márgenes. A escala doméstica, China Resources ha logrado implementar la misma estrategia y esa es una de las razones que la llevaron a convertirse en la quinta cervecera global.

Durante el período que va desde 1997 a 2010, las cerveceras globales AB InBev, SABMiller, Heineken y Carlsberg hicieron uso extensivo de los M&A para aumentar su market share. Se combinaron adquisiciones en mercados cerveceros en vías de desarrollo como China y Rusia junto con adquisiciones inmensas, como los casos de SABMiller y InBev-Anheuser Busch. Estas 4

compañías líderes anunciaron más de 115 adquisiciones con un valor total de las transacciones de €82,4 billones, como podemos observar en la siguiente tabla (Madsen, 2011):

Tabla - Valor de las adquisiciones de las cerveceras líderes (en millones de Euros)

	AB InBev	SABMiller	Heineken	Carlsberg	Total
Año					
1997				€ 152	€ 152
1998			€ 119		€ 119
1999			€ 877		€ 877
2000	€ 2.915			€ 563	€ 3.478
2001	€ 3.810		€ 169		€ 3.979
2002	€ 491	€ 223	€ 1.164		€ 1.878
2003	€ 1.210	€ 350	€ 1.541		€ 3.101
2004	€ 4.301	€ 814		€ 510	€ 5.625
2005	1.827	€ 6.262	€ 567		€ 8.656
2006	€ 575	€ 262			€ 837
2007		€ 529			€ 529
2008	€ 41.173	€ 816	€ 182	€ 5.466	€ 47.637
2009		€ 837			€ 837
2010			€ 4434	€ 292	€ 4.726
Región					
Asia	€ 786	€ 199		€ 397	€ 1.382
Medio Oriente		€ 719	€ 228		€ 947
Europa del Este	€ 1.861	€ 837	€ 1.879	€ 5.361	€ 9.938
Europa Occidental	€ 7.614	€ 1.543	€ 1.828	€ 1.225	€ 12.210
Latinoamérica	€ 4.867	€ 6.628	€ 4.881		€ 16.376
Norteamérica	€ 41.174	€ 167	€ 237		€ 41.578
Total	€ 56.302	€ 10.093	€ 9.053	€ 6.983	€ 82.431
Total	€ 56.302	€ 10.093	€ 9.053	€ 6.983	€ 82.431

Por otro lado es importante analizar como se correlacionan los valores relativos que invirtieron cada una de estas cuatro empresas con el crecimiento de sus ingresos:

Ingresos Totales – Fuente: Ycharts – Financial Research

	Ingresos totales (billones de Euros)		Crecimiento en Ingresos totales (%)	Valor total en adquisiciones (billones de Euros)
	2000	2009	2000 a 2009	1997 a 2010
ABInBev	€ 5.90	€ 26.00	323%	€ 56.3
SABMiller	€ 3.40	€ 14.70	300%	€ 10.1
Heineken	€ 7.00	€ 13.60	110%	€ 9.1
Carlsberg	€ 4.80	€ 8.00	67%	€ 7.0

Podemos concluir que la estrategia de adquisiciones ha sido clave para lograr un incremento en el market share de estas compañías. Sin embargo, este crecimiento no se logró con la misma eficiencia en todas estas cuatro empresas. Si comparamos a AB InBev con SABMiller podemos observar un porcentaje de crecimiento similar a lo largo de este período (323% vs 300%), pero por otro lado el valor acumulado de las adquisiciones de SABMiller son tan solo 1/5 de las de AB InBev (€10.1 billones vs €56.3 billones). Esto nos lleva a concluir que SABMiller ha sido más exitosa que AB InBev en lo que respecta al crecimiento inorgánico en lo referido a Ventas. A su vez, Heineken ha tenido un crecimiento inorgánico mayor comparado con Carlsberg, dado que el valor acumulado de las adquisiciones es similar (€9.1 billones vs €7.0 billones) pero Heineken tuvo un crecimiento en porcentaje de ingresos totales casi del doble que Carlsberg. El mayor crecimiento inorgánico de SABMiller y Heineken podría ser resultado de su posicionamiento estratégico en regiones con un mayor crecimiento en el consumo de cerveza, pero también podría ser resultado de una producción más eficiente y un mejor acercamiento al mercado (Madsen, 2011). Nadina Guiblejman da su opinión sobre algunas estrategias de Heineken en el mercado:

“[...] hacen mucho hincapié en el “branding” y la calidad de sus productos. Créeme que los consumidores lo perciben. Su estrategia estuvo en conceder licencias de comercialización y producción a empresas regionales capaces de armar una buena red de distribución. Un claro ejemplo sería CCU en Sudamérica. Para hacer una buena red de distribución tuvieron que trabajar muy de cerca con sus clientes y hacerlos sentir como partners en este negocio. ¡Y lo han logrado! Hace poco hable con alguien de quilmes y me contaba que en este último tiempo la participación de Heineken en argentina creció de 15% a 25%. ¡Es mucho! Y hay una clara tendencia de que esto va seguir subiendo. Pero bueno, también habrá que ver cómo impacta la

nueva adquisición de SAB-Miller. Tengo entendido que todavía están en procesos legales para definir que marcas se van a quedar y cuáles van a ser vendidas al resto”

Por el otro lado es importante analizar la evolución histórica de los márgenes de EBITDA (según sus siglas en inglés Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) de estas cuatro compañías:

EBITDA USD – Fuente: Ycharts – Financial Research

	EBITDA - En USD		
	2015	2006	% de crecimiento entre 2006 y 2015
AB InBev	\$17.54B	\$5.793B	203%
SAB Miller	\$5.692B	\$4.320B	32%
Heineken	\$5.378B	\$3.366B	60%
Carlsberg	\$625.16M	\$1.302B	-52%

Podemos observar que AB InBev es la empresa con mayor crecimiento porcentual del EBITDA entre 2006 y 2015 (203%), por sobre SAB Miller (32%), Heineken (60%) y Carlsberg, que ha tenido una reducción del 52% de su EBITDA. Esto nos da la idea de que a pesar de SAB Miller obtuvo un crecimiento similar a AB InBev en ingresos totales en términos porcentuales, AB InBev ha logrado tener una mayor eficacia operativa, lo que se refleja en el mayor crecimiento porcentual de su EBITDA. Sin embargo, es importante mencionar que al no considerar el endeudamiento de la empresa, es posible que un gran EBITDA sea consecuencia de un elevado grado de apalancamiento. Por eso es importante analizar la variación sobre el total de deuda que tienen estas empresas:

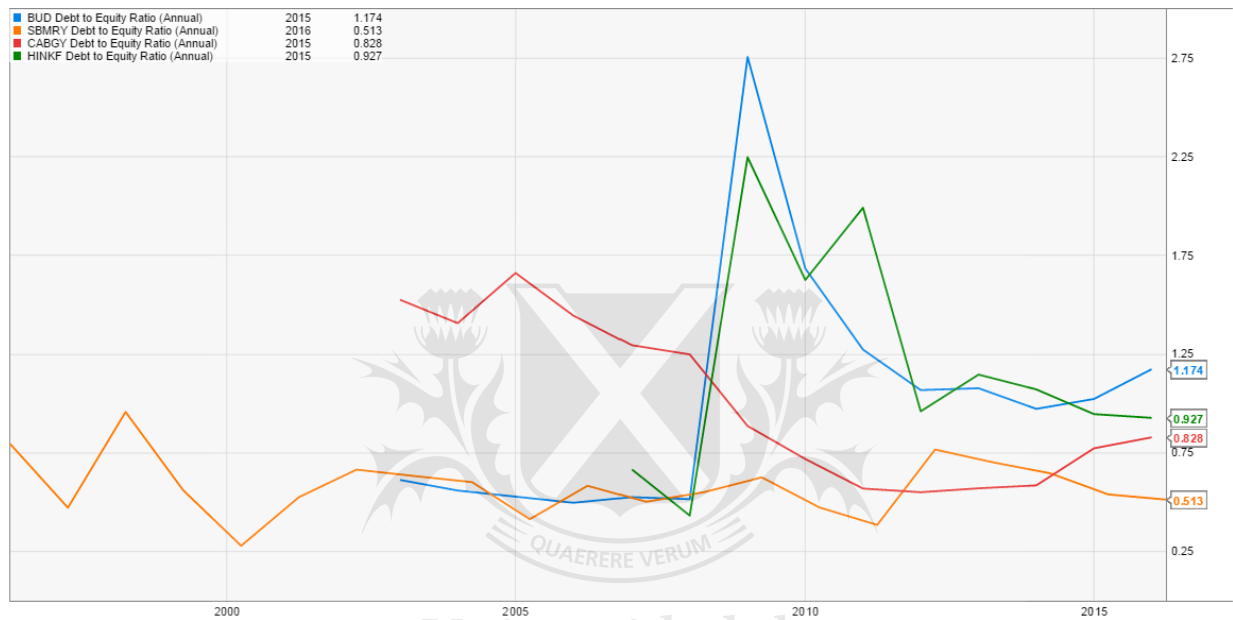
Deuda Total USD – Fuente: Ycharts – Financial Research

	Deuda Total - En USD		
	2015	2006	% de crecimiento entre 2006 y 2015
AB InBev	\$92,50B	\$17,29B	435%
SAB Miller	\$21,74B	\$14,33B	52%
Heineken	\$26,43B	\$10,54B	151%
Carlsberg	\$11,93B	\$7,233B	65%

Observamos que AB InBev ha casi cuadruplicado su deuda entre 2006 y 2015, por lo que junto con Heineken (151%) son las compañías cuya Deuda total (Deuda de corto + Deuda de largo plazo)

ha aumentado en un mayor porcentaje a lo largo de este período. Esto podría ser una explicación al mayor porcentaje de crecimiento del EBITDA en este período para estas compañías. A partir del siguiente gráfico, podemos observar que ambas compañías tienen una evolución histórica similar de sus respectivos ratios de Deuda / Equity:

Evolucion Ratio Deuda / Equity – Fuente: Ycharts – Financial Research



Blue	AB InBev
Yellow	SAB Miller
Green	Heineken
Red	Carlsberg

Podemos observar que SAB Miller ha tenido un ratio de Deuda / Equity más constante a través de su historia, sin grandes cambios a pesar de las adquisiciones que ha llevado adelante. En cambio, podemos observar a simple vista que el ratio de Deuda / Equity para Heineken y AB InBev ha aumentado considerablemente durante el 2008, que justamente fue el año en el que se concretaron las adquisiciones más significativas para ambas empresas: InBev adquirió Anheuser-Busch, mientras que Heineken adquirió Scottish & Newcastle.

No han habido muchas innovaciones tecnológicas en la industria, únicamente se destacan las eficiencias que se han logrado en los últimos 10 años en lo que respecta al consumo de energía y

de agua en el proceso de fabricación de cerveza¹⁰. Estos avances tecnológicos han sido aprovechados por todas las empresas de la industria, sin embargo, aquellas empresas que comercializan cerveza del tipo industrial obtuvieron mayores reducciones de costos por las economías de escala. La cerveza industrial es aquella cerveza más masiva, que no tiene un proceso de fabricación artesanal; algunos ejemplos de cerveza industrial son las marcas Budweiser, Stella Artois, Brahma y Quilmes, entre otras.

Cómo analizamos previamente, las 5 empresas líderes aumentaron su market share global de un 38% a un 52% entre 2005 y 2014. Sin embargo, es importante destacar que esta concentración de empresas no solo se llevó a cabo por las 5 empresas líderes en volumen, sino que también se concentró el mercado para aquellas empresas que integraban el top-10: desde el 2000 al 2009 creció el volumen total de las 10 empresas líderes de un 37.3% a un 59.3%¹¹. Esto nos permite afirmar que el mercado se concentró en un menor número de empresas a partir de que las líderes fueron adquiriendo a sus competidores. ¿Es posible confirmar si esta estrategia de adquisiciones tuvo un payoff para sus accionistas? Para esto analizaremos algunos indicadores financieros para medir la incidencia de las adquisiciones durante el período 2000 a 2009 en la rentabilidad esperada de estas cuatro empresas. Haciendo referencia a Madsen (2011), para establecer una comparación con las tendencias en la industria se utiliza un promedio de aquellas Cerveceras de Gran Tamaño (de aquí en adelante “CGT”) tomado de la base de datos Orbis (2009) – unas 200 cerveceras en su mayoría regionales, excluyendo a las mencionadas 4 empresas líderes del mercado y a aquellas empresas con menos de 50 empleados:

Promedio de ciertos indicadores financieros (2000-2009)

	Margen operativo	ROA	ROE	Total de Activos por empleado
ABInBev	19.3	6.9	17.4	367
SABMiller	12.9	11.6	32.8	203
Heineken	17.4	9.4	19.7	284
Carlsberg	10.7	5.1	19.4	269
CGT	12.6	7.6	18.5	272

¹⁰ Fuente: http://justinread-duchonors.weebly.com/uploads/5/1/3/8/51385959/thesis_final_draft.docx,

¹¹ Fuente: http://www.gjae-online.de/news/pdfstamps/freeoutputs/GJAE-687_2012.pdf,

Utilizando el margen operativo (Resultado Operativo / Ventas) como punto de partida para medir la rentabilidad, observamos que AB InBev y Heineken tienen una mejor performance que las CGT; SABMiller se encuentra tan solo unos puntos mejor, mientras que la performance de Carlsberg está unos puntos por debajo. Sin embargo, considerando el retorno sobre los activos totales (ROA) y el retorno sobre los fondos de los accionistas (ROE), SABMiller obtuvo mejores resultados que todas. Esto nos permite concluir que SABMiller es la empresa que más se enfocó en mejorar la rentabilidad de su negocio (Goergen & Renneboog, 2004).

El hecho de que la empresa que cuenta con el mayor porcentaje de crecimiento a través de adquisiciones, AB InBev, también sea la misma que presenta un bajo retorno sobre sus activos totales, genera cierta incertidumbre respecto a su política de adquisiciones. Si las acciones se compran a un precio sobreestimado, esta estrategia aumenta el fondo de comercio o *goodwill* en sus libros reduciendo de esta manera el retorno sobre los activos y el retorno sobre los fondos de los accionistas. Esto puede observarse en el hecho de que para AB InBev el valor de libros de sus activos por empleado es relativamente alto.

Sin embargo, según Goldman Sachs AB InBev es el “mayor exponente de crecimiento a través de M&A”¹²: en 1992, Brahma tenía un valor de mercado de \$830 millones de USD y hoy la capitalización bursátil de AB InBev es 230 veces más grande. Desde 1999 Brahma forma parte del portafolio de AmBev tras la fusión de Brahma y Companhia Antarctica Paulista. AmBev en 2004 se fusionó con la belga Interbrew para crear InBev. InBev luego en 2008 se fusionó con la americana Anheuser Busch para formar Anheuser-Busch InBev (AB InBev). Para establecer una comparación que nos permita entender la magnitud, en el mismo período el valor de mercado de Coca Cola tan solo se triplicó.

En la entrevista con Nadina Guiblejman, la ex gerente de trade marketing de AB-Inbev cuenta como la fue la llegada de Brahma a la Argentina cuando Quilmes fue adquirida por la empresa brasilera AmBev. Este punto de vista es fundamental para entender en profundidad que hace una empresa ante la llegada de una marca tan exitosa como Brahma a un país. Son estas pequeñas estrategias las que también justifican la decisión de desarrollar un M&A:

¹² Fuente: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/6a227754-110f-11e5-8413-00144feabdc0.html#axzz49Lxtk41s>,

“Con Quilmes apuntábamos al consumidor pasional, el que le gusta estar en familia o con amigos, el que se junta a jugar al fútbol el fin de semana, a los amantes del asado, etc. Como dije antes, al ser una cerveza nacional nuestro mensaje estaba apuntado a esas “costumbres argentinas”. Ahora bien, con Brahma la estrategia fue totalmente distinta. En su momento, era una cerveza más cara que Quilmes por lo cual nuestras acciones estaban dirigidas a los consumidores más “Premium”. A los que le gusta sentarse y disfrutar de una rica cerveza. Sin apuros. Además, habíamos hecho un estudio de mercado y encontramos que el argentino suele mirar con buenos ojos cualquier producto que se fabrique afuera del país. Siente que es de mejor calidad. Esto fue fundamental para nosotros porque en todo momento buscamos resaltar el mensaje de “estas tomando una cerveza de afuera”. Por último, gracias a la imagen de Brahma empezamos a trabajar en el formato noche. A esto me refiero en bares, restaurantes y boliches. Un formato que en su momento no estaba muy desarrollado y que no presentaba un líder absoluto. Con el ingreso de esta marca, nos metimos de lleno en este canal para adueñarnos del consumo de la noche. Para darte un ejemplo: armamos planes específicos para conquistar los boliches más representativos de Buenos Aires. Esto ayudó muchísimo a construir una imagen sólida de nuestras marcas y más que nada la empresa”

Es importante también analizar la evolución de la capitalización bursátil de las cuatro empresas líderes en la industria de la cerveza. La capitalización bursátil es una medida económica que indica el valor total de una empresa según el precio del mercado. Es el valor total de todas las acciones de una empresa que cotiza en bolsa (Número de acciones en circulación x Precio de mercado de una acción)¹³. El precio de las acciones varía diariamente en los mercados, por lo cual analizar la evolución de este índice en los últimos años nos permite entender cómo ha ido variando el tamaño de estas empresas¹⁴:

¹³ Fuente: <http://economipedia.com/definiciones/capitalizacion-bursatil.html>,





¹⁴ Fuente:

https://ycharts.com/companies/BUD/chart/#/?securities=id:BUD,include:true,,id:CABJF,include:true,,id:HINKF,include:true,,id:SBMRF,include:true,,id:CABGY,include:false&calcs=id:market_cap,include:true,,&zoom=10&format=real&correlations=&recessions=false&startDate=&endDate=&chartView=&splitType=single&scaleType=linear&securitylistName=&securitylistSecurityId=&securityGroup,

Precio de Acciones – Fuente: Ycharts – Financial Research



Capitalización Bursatil – Fuente: compilado de Ychart – Financial Research

Capitalización bursátil en billones de USD				
		Julio 1, 2009	Junio 10, 2016	Crecimiento en %
	Anheuser-Busch InBev	\$ 61.69	\$ 201.82	227%
	SAB Miller	\$ 31.34	\$ 98.89	216%
	Heineken	\$ 18.75	\$ 54.01	188%
	Carlsberg	\$ 9.67	\$ 14.48	50%

En primera instancia, cabe destacar que se ha analizado el período que abarca desde el 1 de Julio de 2009 hasta la actualidad, dado que en esa fecha AB InBev cotizó públicamente por primera vez en el NYSE (mientras que las restantes tres compañías ya cotizaban públicamente en años anteriores en otras bolsas).

Primero, podemos observar que a lo largo de este período las 4 empresas aumentaron su valor de mercado considerablemente, pero con distintos porcentajes de crecimiento. AB InBev (227%) y SAB Miller (216%) obtuvieron un porcentaje de crecimiento similar. En una segunda escala aparece Heineken (188%) con un porcentaje de crecimiento menor, pero con una marcada diferencia con su competidor Carlsberg (50%).

Segundo, desde comienzos del 2015 hasta mediados de ese mismo año se observa un crecimiento sostenido del valor de mercado de AB InBev, posiblemente porque los analistas de mercado estarían priceando los beneficios que tendría para AB InBev adquirir SAB Miller, rumor que estaba implantado en la industria desde finales del 2014. En el período que abarca desde Junio 2015 a Septiembre 2015 observamos una caída pronunciada en el valor de mercado tanto de AB InBev

como así de SAB Miller. Esta caída podría deberse a que durante estos meses hubieron reiteradas oportunidades en las cuales SAB Miller rechazó las propuestas de AB InBev para adquirir la empresa hasta la aceptación final el 13 de Octubre de 2015.

Con respecto a Heineken y Carlsberg cabe destacar que no se observan shocks significativos en sus capitalizaciones bursátiles durante el período que va de Julio 2009 hasta Junio 2016. Esta tendencia constante en lo que respecta al valor de mercado de Heineken podría explicarse porque durante este período la principal adquisición que ha concretado esta empresa ha sido la empresa mexicana FEMSA en 2010, tan solo por un valor total de \$5.5 billones de USD. Por su parte, Carlsberg no ha adquirido empresas por un valor superior a \$1 billón de USD desde su reciente adquisición de la empresa china Chongqing Beer en 2013 por \$1.2 billones de USD. Esta tendencia de Carlsberg de no llevar a cabo adquisiciones significativas en los últimos años se refuerza en las declaraciones de su CEO, quien afirma que el foco de la empresa durante estos últimos años ha sido “mejorar sus márgenes para reducir la deuda y aumentar los dividendos, sin llevar a cabo adquisiciones significativas”¹⁵.

Por otro lado, es importante hacer un análisis de la evolución del ratio de price earning (PER) de las cuatro empresas líderes en la industria de la cerveza en los últimos años. El PER es un ratio financiero que compara el precio de la acción con el beneficio por acción (BPA) de una empresa, es decir, nos dice cuanto están dispuestos a pagar los inversores por cada dólar de beneficio (Precio por acción / BPA)¹⁶. El PER muestra el número de años de beneficios que necesita una empresa para recuperar el dinero invertido en la compra de sus acciones si el beneficio por acción fuese constante. Este ratio nos permitirá evaluar si las acciones de las empresas líderes están sobrevaloradas o infravaloradas, porque nos indica si el precio de las acciones ha subido o bajado mucho con respecto a los beneficios de la empresa¹⁷:

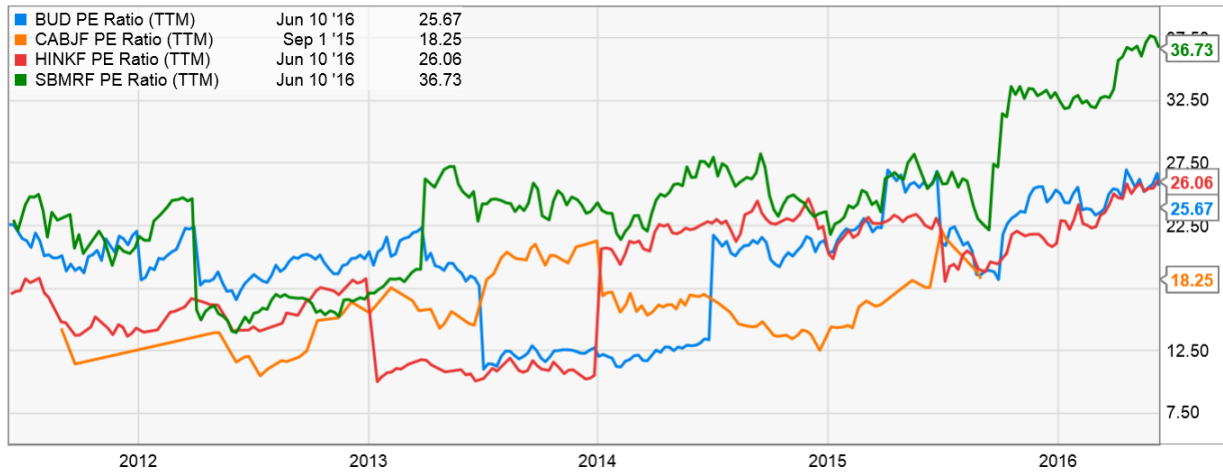
¹⁵ Fuente: <http://www.reuters.com/article/us-carlsberg-results-idUSKCN0Y21RZ>,

¹⁶ Fuente: <http://economipedia.com/definiciones/per-ratio.html>,

¹⁷ Fuente:

[https://ycharts.com/companies/BUD/chart/#/?securities=id:BUD,include:true,,id:CABJF,include:true,,id:HINKF,include:true,,id:SBMRF,include:true,,id:CABGY,include:false&calcs=id:market_cap,include:false,,id:pe_ratio,include:true&zoom=10&format=real&correlations=&recessions=false&startDate=&endDate=&chartView=&splitType=single&scaleType=linear&securitylistName=&securitylistSecurityId=&securityGroup=,](https://ycharts.com/companies/BUD/chart/#/?securities=id:BUD,include:true,,id:CABJF,include:true,,id:HINKF,include:true,,id:SBMRF,include:true,,id:CABGY,include:false&calcs=id:market_cap,include:false,,id:pe_ratio,include:true&zoom=10&format=real&correlations=&recessions=false&startDate=&endDate=&chartView=&splitType=single&scaleType=linear&securitylistName=&securitylistSecurityId=&securityGroup=)

Evolución del PER – Fuente: Ycharts – Financial Research



Price Earning - Fuente: compilado de Ycharts – Financial Research

	Price Earning		
	Diciembre 30, 2010	Septiembre 1, 2015	Junio 10, 2016
Anheuser-Busch InBev	22.52	18.81	36.73
SAB Miller	26.89	22.39	26.06
Heineken	15	18.83	25.67
Carlsberg	15.96	18.25	N/A

Primero, es importante mencionar que el PER de la industria de la cerveza global al 10 de Junio de 2016 es 7.8¹⁸. Esto nos permite observar que al 10 de Junio del 2016 tanto el PER de AB InBev (36.73) como el de SAB Miller (26.06) y el de Heineken (25.67) se encuentran por sobre el índice PER de la industria de la cerveza. Esto podría deberse a que estas empresas tienen una perspectiva de crecimiento mayor que el promedio de las empresas para los próximos años debido a las ventajas competitivas que tienen respecto a sus competidores de menor tamaño (presencia global, economías de escala, redes de producción y distribución desarrolladas, etc.). Es decir, los inversores consideran que para estas tres empresas los beneficios crecerán sustancialmente a un ritmo mayor que la media de la industria en un futuro próximo.

A modo de referencia, el PER de la industria de los vinos y bebidas espirituosas global al 10 de Junio de 2016 es 19.40 y el de las bebidas sin alcohol global es 26.60¹⁹. Esto nos permite observar

¹⁸ Fuente: <https://biz.yahoo.com/p/346conameu.html>,

¹⁹ Fuente: <https://biz.yahoo.com/p/3peeu.html>,

que AB InBev es la única de las tres empresas líderes cuyo PER es superior a la media de las industrias que pueden utilizarse como comparables, lo que refuerza esta idea de que los inversores proyectan buenas perspectivas de crecimiento para esta empresa. Por otro lado, podemos observar también un crecimiento en los PER de las empresas líderes si comparamos desde 2010 al 10 de Junio de 2016, salvo en Carlsberg que al tener pérdidas en 2016 se la asigna un PER indeterminado (N/A).

Por otro lado, consideramos fundamental hacer un análisis de la evolución del ratio Valor de la empresa (EV=Enterprise Value) / EBITDA en las empresas líderes de la industria de la cerveza. Este ratio nos muestra el valor de la empresa sobre los recursos que esta genera sin considerar su estructura financiera (por eso se excluyen los intereses y los impuestos), su tasa impositiva y su política de amortizaciones. La forma de calcularlo es la siguiente²⁰:

$$EV/EBITDA = \frac{(Capitalización\ bursátil + Deuda\ neta)}{EBITDA} = \frac{Enterprise\ Value}{EBITDA}$$

Al estar analizando a cuatro empresas de distintos países (AB InBev es una empresa belga, SAB Miller inglesa, Heineken holandesa y Carlsberg danesa) este ratio es importante ya que ignora los efectos de los impuestos y las distintas políticas contables de amortización que varían según el país de reporte. Este ratio tiene en cuenta la deuda de la compañía y compara a nivel de resultado operativo. Este análisis nos permite evaluar si estas empresas líderes incorporan mayor o menor valor que el directamente relacionado con los recursos que generan, y por consiguiente, si la gestión de estas empresas es superior o inferior a los resultados obtenidos²¹:

EV / EBITDA. Fuente: Ychart – Financial Research

²⁰ Fuente: <http://economipedia.com/definiciones/evebitda.html>,

²¹ Fuente:

https://ycharts.com/companies/SBMRY/chart/#/?securities=include:true,id:SBMRY,,id:BUD,include:true,,id:CABJF,include:true,,id:HINKF,include:true&calcs=include:false,id:price,,id:ev_ebitda,include:true&correlations=&zoom=&startDate=&endDate=&format=real&recessions=false&chartView=&splitType=single&scaleType=linear&securitylistName=&securitylistSecurityId=&securityGroup=,



EV - EBITDA – Fuente: compilado de Ycharts – Financial Research

	EV / EBITDA		
	Diciembre 30, 2010	Junio 10, 2016	Crecimiento en %
Anheuser-Busch InBev	11.19	17.03	52%
SAB Miller	12.46	19.34	55%
Heineken	6.03	12.84	113%
Carlsberg	8.12	33.48	312%

Como regla para cualquier industria podemos decir que un ratio de EV / EBITDA cercano a 10 está interpretado como el de una compañía sana²². Sin embargo, para industrias con crecimiento alto se esperan múltiplos elevados, mientras que para industrias con crecimiento bajo (maduras) se esperan múltiplos bajos²³. Podemos clasificar a la industria de la cerveza como una industria de bajo crecimiento, dado que tiene una tasa de crecimiento anual compuesto del 6% entre 2015 y 2020²⁴. Observamos que desde fines de 2010 a Junio de 2016 los ratios de EV / EBITDA han crecido para todas las empresas líderes. AB InBev y SAB Miller son aquellas empresas cuyos ratios han crecido en un menor porcentaje (aprox. 50%) a diferencia de Heineken (113%) y Carlsberg (312%) que muestran un mayor crecimiento en porcentaje. Sin embargo, podemos observar que los ratios de Heineken siempre han sido los menores dentro de las líderes, lo que nos da la idea de una compañía atractiva que presenta buenas expectativas de revalorización. También cabe destacar que el ratio EV / EBITDA de Carlsberg en la actualidad está por sobre el promedio

²² Fuente: <http://www.investopedia.com/ask/answers/072715/what-considered-healthy-evebitda.asp>,

²³ Ibíd. nota 15.

²⁴ Fuente: <https://www.alliedmarketresearch.com/beer-market>,

de las empresas líderes (que se sitúan en el rango 10-20), lo que se puede explicar a partir de los malos resultados que ha reportado la empresa en el 4Q 2015 (con una utilidad neta del -4.48%). Es importante también analizar cuáles eran los ratios de EV / EBITDA de las empresas targets en aquellas adquisiciones significativas (cuyo valor total fue mayor a \$0.5 billones USD, para que atraiga la atención suficiente de los mercados de capitales) que se llevaron adelante en la industria durante 1999 hasta 2013²⁵:

EV/EBITDA – Fuente: Just-Drinks.

Año	Comprador	Target	EV / EBITDA
2013	Constellation Brands	Crown Imports	9.3
2012	Anheuser-Busch InBev	Grupo Modelo	11.7
2012	Heineken	Asia Pacific Breweries	17.1
2012	Anheuser-Busch InBev	CND	13.1
2011	SABMiller	Anadolu Efes	12.8
2011	SABMiller	Foster's	13.1
2011	Kirin	Schincariol	15.7
2011	Jinro	Hite Brewery	8.1
2010	Carlsberg	Chongqing Brewery	45
2010	Heineken	FEMSA	11.2
2010	Kirin	Fraser & Neave	11.4
2010	Anadolu Efes	Efes Breweries	7.3
2009	Kirin	Lion Nathan	12.5
2009	C&C	Tennent's	8.3
2009	KKR	Oriental Brewery	8.6
2008	Heineken/Carlsberg	Scottish & Newcastle	15.3
2008	Anheuser-Busch	Grupo Modelo	12.1
2008	InBev	Anheuser-Busch	12.4
2007	SABMiller	Grolsch	14.6
2006	InBev	Fujian Sedrin	12.8
2006	Sapporo	Sleeman Breweries	15.1
2005	Heineken	PIT Ivan Taranov Breweries	18.7
2005	SABMiller	Empresarial Bavaria	10.1
2004	Carlsberg	Holsten-Brauerei AG	11
2004	AmBev	Interbrew (Labatt assets)	10.8
2004	Interbrew	AmBev	11.7
2004	Anheuser Busch	Harbin	18.9
2004	Coors	Molson	10.4
2003	Heineken	BBAG (Brau Union)	10.2

²⁵ Fuente: http://www.just-drinks.com/analysis/just-the-facts-beer-acquisition-multiples-1999-to-present-day_id112531.aspx,

2003	SABMiller	Birra Peroni SpA	12.6
2003	Interbrew	Spaten	8.9
2003	Scottish & Newcastle	Central de Cervejas	9.6
2002	Heineken	Bravo	13
2002	SAB	Miller	9.3
2002	Interbrew	Brauergilde Hannover	8.6
2002	Scottish & Newcastle	Hartwall	10.1
2002	Molson	Kaiser	12.8
2001	SABMiller	Cerveceria Hondurena	8.8
2001	Interbrew	Beck's	12.4
2001	Adolph Coors	Carling Brewers	9
2000	Carlsberg	AS Feldschlosschen	6.9
2000	Interbrew	Bass	9.7
2000	Interbrew	Whitbread	9.7
2000	Scottish & Newcastle	Kronenbourg	11.4
1999	Heineken	Cruzcampo	16.3
1999	InBev	Sun Interbrew	10.3
1999	Brahma	Antartica	8.3
1999	SAB	Pilsner Urquell/Radegast	13.9

Si utilizamos esta misma lista de adquisiciones y calculamos los promedios de la industria y de cada compañía obtenemos la siguiente información:

	Promedio de EV / EBITDA
Carlsberg	19.55
Heineken	14.54
<i>Industria</i>	12.31
SAB Miller	11.61
AB InBev	11.43

Esto nos permite afirmar que en promedio AB InBev es la empresa que ha adquirido los targets con un ratio de EV / EBITDA más promisorio (11.43), seguida de SAB Miller (11.61). Ambas empresas muestran un promedio muy cercano al de la industria (12.31, que se calculó a partir de todas las adquisiciones de la lista), mientras que Heineken (14.54) esta tan solo unos puntos por encima. El promedio para Carlsberg (19.55) ya se encuentra varios puntos por encima.

Esto refuerza la idea de que dentro de las empresas líderes fueron AB InBev y SAB Miller aquellas que han mostrado la mejor capacidad de seleccionar empresas targets que les ofrecieran un beneficio estratégico: capacidad de lograr sinergias, acceso y exposición a nuevos mercados, así

como también potencial de crecimiento. Por ejemplo, AB InBev ha adquirido a Grupo Modelo en 2012, haciéndose de la marca Corona que llega a más de 170 países en los cinco continentes y que en casi 50 de ellos es líder en el segmento de importadas, proyectando lograr para fines de 2016 sinergias por más de \$1 billón de USD desde que se concretó la adquisición en 2013²⁶. A su vez, AB InBev proyecta lograr sinergias por \$1.4 billones de USD en cada uno de los cuatro años posteriores a la adquisición de SABMiller²⁷.

Habiendo examinado la situación del conjunto de empresas líderes de la industria en lo que respecta a los resultados que se obtienen a partir de las estrategias de M&A, el próximo paso es analizar a AB InBev. El objetivo que se persigue no es poder aprender sobre el impacto financiero que tiene desarrollar una estrategia de fusiones y adquisiciones para AB InBev en particular. En cambio, se busca comprender el alcance y el contenido que tienen estas decisiones en cualquier empresa líder en la industria de la cerveza, ya que consideramos que el comportamiento de AB InBev se puede proyectar al resto de las empresas líderes.

2-AB InBev: Historia y Performance

La historia de AB InBev está marcada por la complejidad de las adquisiciones y fusiones que la convirtieron en lo que es hoy la mayor cervecera global. La empresa se formó en Noviembre de 2008, como resultado de la adquisición de Anheuser-Busch (USA) por parte de InBev (Bélgica), y hoy es considerada la empresa líder del mercado con un portfolio de cervezas globales, internacionales y locales, que incluye 16 marcas con ingresos anuales superiores a \$1 billón USD²⁸. La adquisición de SABMiller en 2016 la posiciona como la primer empresa cervecera global con presencia en los 5 continentes²⁹, con un market share global del 28%. El siguiente arbol cronológico³⁰ nos permite contextualizar esta historia de M&A:

²⁶ Fuente: <http://www.forbes.com.mx/grupo-modelo-guia-para-conquistar-al-mundo-a-traves-de-una-corona/>,

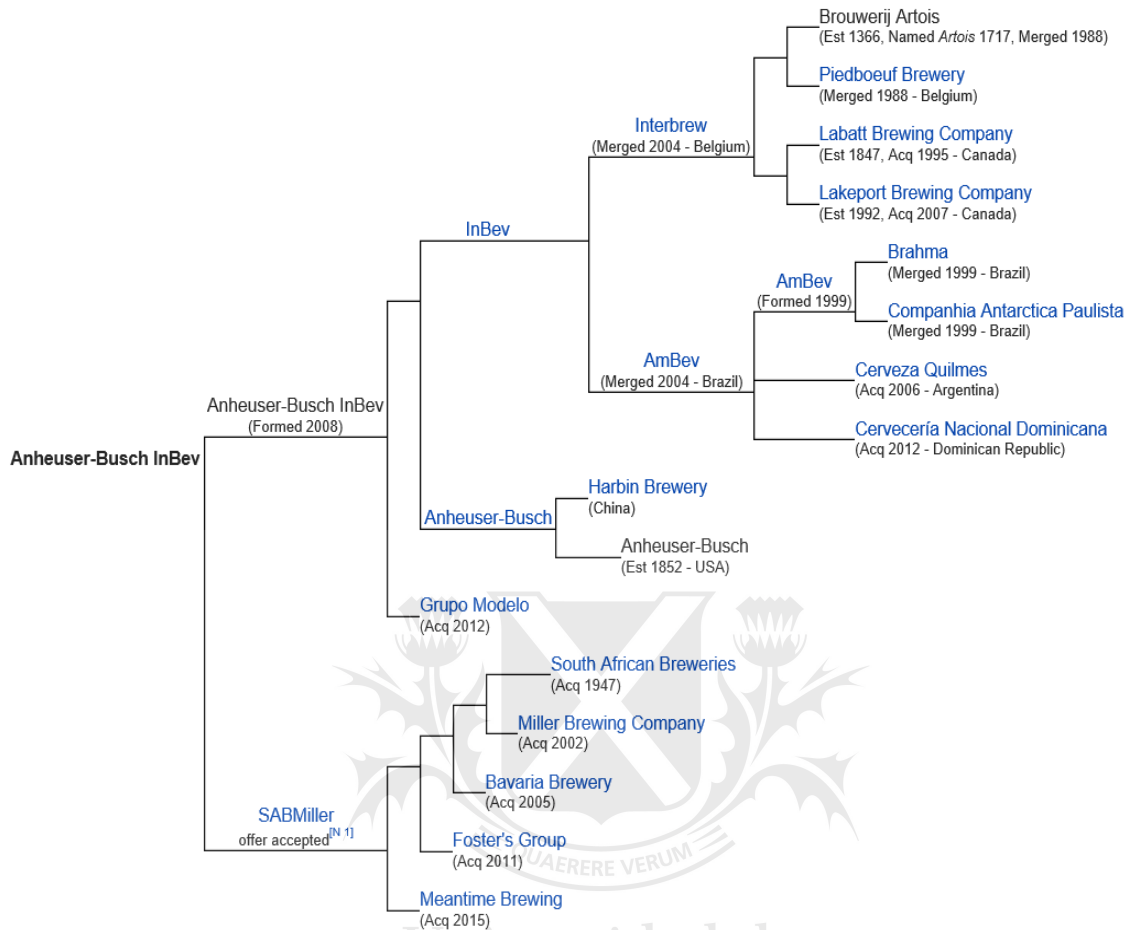
²⁷ Fuente: <http://www.ab->

[inbev.com/content/dam/universaltemplate/abinbev/pdf/investors/11November2015/Press%20Release%20-%20Recommended%20Acquisition%20of%20SABMiller%20PLC%20by%20Anheuser-Bus....pdf](http://www.ab-inbev.com/content/dam/universaltemplate/abinbev/pdf/investors/11November2015/Press%20Release%20-%20Recommended%20Acquisition%20of%20SABMiller%20PLC%20by%20Anheuser-Bus....pdf),

²⁸ Ver Anexo B.

²⁹ Ver Anexo C

³⁰ Fuente https://en.wikipedia.org/wiki/Anheuser-Busch_InBev,

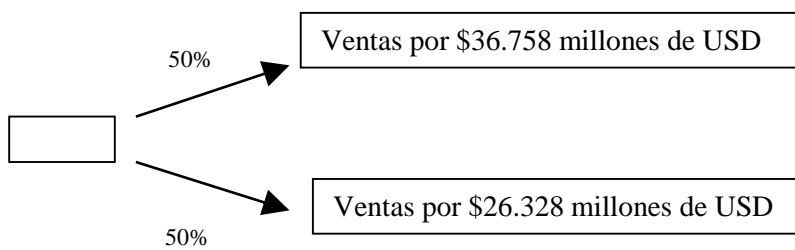


1. [▲] Note, as of October 2015 the acquisition of SABMiller is still pending regulatory approval

A lo largo del presente trabajo hemos ido explorando las diferentes estrategias y decisiones adoptadas por el management de AB InBev en relación a los M&A que ha llevado adelante la empresa. Consideramos que la adquisición de Anheuser-Busch por parte de InBev fue muy importante para lograr confirmar el liderazgo de la empresa en el mercado. Esta transacción se llevó a cabo por \$52 billones de USD, en lo que fue la mayor adquisición de la historia para AB Inbev hasta 2016, cuando adquirió SAB Miller por \$107 billones de USD. Creemos que la adquisición de Anheuser-Busch puede ser analizada como una opción real, en el cual la decisión de llevar adelante esta adquisición se entiende como un *call option* que agrega valor a la compañía. Debido a esto, analizaremos el valor que genera esta adquisición desde un plano teórico. Para esto tomaremos las siguientes presunciones iniciales:

- La adquisición de Anheuser-Busch se concretó a fines del 2008, por lo cual asumimos que los beneficios que se obtienen a partir de las sinergias y las economías de escala no se reflejan en las ventas del año 2008, sino recién a partir del año fiscal 2009.
- Supongamos que el escenario positivo es aquel en el cual la cerveza se pone de moda a nivel global a comienzos del 2009, generando de esta forma un incremento en las ventas de cerveza para este año. La empresa generará ventas por \$36.758 millones de USD en este eventual escenario positivo.
- La empresa generará ventas por \$26.328 millones de USD en un eventual escenario negativo, que sería aquel en el cual la cerveza no se pone de moda a nivel global en el 2009, por lo cual las ventas de cerveza en este año crecen al mismo ritmo que lo hicieron en el último año. Este número de \$26.328 millones de USD se calcula de la siguiente forma:
 - El total de ventas en 2007 para InBev fue \$21.039 millones de USD y en 2008 fue \$23.057 millones de USD. Observamos un incremento porcentual de las ventas de un 12% del 2007 a 2008.
 - Si asumimos que las ventas de InBev crecen al mismo ritmo que lo hicieron de 2007 a 2008, es decir un 12%, entonces $23.057 \text{ millones de USD} \times 1.12 = 26.328 \text{ millones de USD}$.
- Asumimos que la probabilidad de que suceda el escenario positivo es del 50%.
- Asumimos que la probabilidad de que suceda el escenario negativo es del 50%.

A partir de las premisas asumidas, simplificamos el análisis en el siguiente gráfico que nos muestra las dos posibles situaciones para la compañía:



El gráfico superior nos plantea un escenario muy simple, en el cual en una etapa inicial (t=0), teóricamente a InBev se le presentan sólo dos opciones:

- Ventas por \$36.758 millones de USD en el escenario positivo.
- Ventas por \$26.328 millones de USD en el escenario negativo.

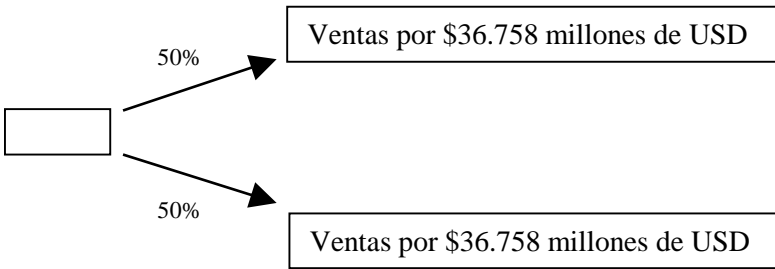
Ambas opciones contemplan un escenario en el cual InBev no lleva adelante ninguna estrategia para aumentar sus ventas. Es decir, en el escenario positivo el shock en el aumento de ventas se da por un factor externo (“la cerveza se pone de moda”), sin ninguna injerencia por parte de la empresa. Por el otro lado, en el escenario negativo la empresa aumenta sus ventas en un 12%, lo que representa un crecimiento porcentual igual al del año anterior. Asumimos que este crecimiento del 12% no viene impulsado por ninguna estrategia en particular llevada adelante por la empresa, sino que es el crecimiento promedio en condiciones normales del mercado.

De esta forma, el NPV del proyecto se puede ver reflejado a continuación:

$$\frac{0,5 \times \$36.758 + 0,5 \times \$26.328}{(1 + 0,2)} = \$26.285 \text{ millones de USD}$$

Sin embargo, a la hora de evaluar el efecto que tiene para InBev la adquisición de Anheuser-Busch es otro el análisis que hay que llevar a cabo. Suponemos que no hay ningún cambio en el escenario positivo ya que también se obtienen ventas por \$36.758 millones de USD, a partir del incremento en las ventas como consecuencia de que la cerveza se pone de moda. En cambio, en el nuevo escenario negativo la empresa decide llevar adelante la adquisición de Anheuser-Busch, dado que busca poder aumentar sus ventas para contrarrestar el hecho de que no hay ningún efecto externo que impacte positivamente en el negocio. En este escenario, la compañía obtiene ventas por \$36.758 millones de USD – el cual es el mismo valor del total de ventas que obtuvo AB InBev en 2009, el primer año post merge.

El nuevo gráfico que se puede ver a continuación refleja los nuevos escenarios que se le presentan a la compañía:



Las dos opciones a las cuales se enfrenta la compañía (el escenario positivo y el escenario negativo) generan el mismo monto total de ventas. A partir de esta nueva situación la compañía logra un beneficio no menor: al obtener las mismas ventas tanto en el escenario positivo como en el negativo, logra convertir al nuevo proyecto en uno libre de riesgo. Debido a esto, corresponde bajarle la tasa de descuento al proyecto. La nueva tasa es la libre de riesgo (8%).

De esta forma, con la certeza de obtener el mismo rendimiento tanto en el escenario positivo como en el escenario negativo, y al descontar la venta por la tasa libre de riesgo, el NPV del proyecto es el siguiente:

$$\frac{0,5 \times \$36.758 + 0,5 \times \$36.758}{(1 + 0,08)} = \$34.035 \text{ millones de USD}$$

En conclusión, observamos que precio a la adopción de la estrategia de adquirir Anheuser-Busch el NPV del proyecto era \$26.285 millones de USD. Sin embargo, luego de que la compañía logra mediante la adquisición de Anheuser-Busch aumentar las ventas en el escenario negativo, el NPV del proyecto aumentó a \$34.035 millones de USD. Consiguientemente, podemos calcular el valor que tiene para la empresa la estrategia de adquirir Anheuser-Busch de la siguiente manera:

$$\$34.035 \text{ millones de USD} - \$26.285 \text{ millones de USD} = \$7.750 \text{ millones de USD}$$

El ejemplo teórico presentado, representa una visión muy simple de cómo valorar la estrategia de adquirir nuevas empresas por parte de AB InBev. Pudimos observar cómo se puede valorar el impacto en las ventas que genera la adquisición de una nueva empresa, en este caso Anheuser-Busch, lo cual permite cambiar el riesgo del proyecto y elevar el NPV. Cabe destacar que este mismo análisis teórico puede aplicarse a distintas empresas targets que han ido formando parte de la estrategia de adquisiciones de la empresa AB InBev, pero consideramos que el de Anheuser-

Busch es un caso significativo que posicionó a la compañía en una posición de privilegio como líder indiscutible del mercado.

Por otro lado, también se analizaron los balances y los estados de resultados de las empresas que formaron parte de los últimos M&A más significativos para AB InBev. En primera instancia es importante profundizar el análisis sobre la evolución del margen bruto y el margen operativo a partir de la adquisición de Anheuser-Busch en 2008³¹:

	2008	2009	2015
Margen Bruto	56%	53,20%	60,70%
Margen Operativo	22,70%	31,50%	31,90%

Podemos observar que desde el año 2008 al 2015 el margen bruto ha crecido 5 puntos porcentuales, mientras que el margen operativo en ese mismo período ha crecido 9 puntos porcentuales. El análisis permite observar que la adquisición de Anheuser-Busch en el año 2008 habría tenido un impacto inmediato sobre el margen operativo, que creció en un 38% del 2008 al 2009, mientras que el margen bruto cayó un 5%. La siguiente tabla nos permite establecer una comparación de estos mismos márgenes al 2015 con sus principales competidores, lo que nos muestra que AB InBev tiene en la actualidad márgenes competitivos para la industria pero que todavía están lejos de los que muestra SAB Miller, que es la empresa con mejores márgenes:

	2015	
	Margen Bruto	Margen Operativo
SABMiller	79.69%	82.58%
Heineken	36.96%	23.97%
Carlsberg	48.85%	36.27%

Margen Bruto y Margen Operativo - Fuente: compilado Ycharts

Para AB InBev el aumento significativo del margen operativo del 2008 al 2009 podría deberse a que InBev y Anheuser-Busch operaron de una forma más eficiente actuando juntas que separadas, no porque antes de la fusión alguna de ellas estuviera mal dirigida, sino porque operando juntas obtuvieron un resultado que es mejor que la suma del que obtenían operando por separado. Esta mejora de la eficiencia conjunta puede ser debido a varios factores: aumento del market share,

³¹ Ver Anexo D.

generación de economías de escala y un mejor aprovechamiento de los recursos complementarios (sinergias) en las siguientes áreas:

Procurement & Engineering (20%)	Brewery & Distribution Efficiencies (25%)	Best Practice Sharing (20%)	Corporate HQ/Overlapping Regional HQs (35%)
<ul style="list-style-type: none"> • Combined sourcing of raw materials and packaging • Reengineering of associated processes 	<ul style="list-style-type: none"> • Alignment of brewery, bottling and shipping productivity • Optimization of other brewery and distribution processes across geographies 	<ul style="list-style-type: none"> • Cost management, efficiency improvements and productivity enhancements across the group's administrative operations 	<ul style="list-style-type: none"> • Realignment of overlapping administrative costs across the group

Fuente: AB InBev, Investor Presentation – Anheuser-Busch proposed acquisition – Synergy Opportunities, 2008

A partir del gráfico podemos observar que las sinergias se hacen presentes en distintas áreas. Cabe destacar que estas sinergias no se limitan a la adquisición de Anheuser-Busch, sino que por lo general se generan en cualquier adquisición o fusión dentro de esta industria, en mayor o menor medida dependiendo de las empresas en cuestión. Por un lado, hay eficiencias en el área de compras a partir de la combinación en el abastecimiento tanto de las materias primas como también del packaging. Es decir, al haber más volumen se obtiene un mejor precio por parte de los proveedores. A su vez, también hay sinergias a partir de la reingeniería de algunos procesos en el área de compras, cuyo beneficio es una reducción en los tiempos de delivery de la materia prima. Por otro lado, hay una optimización en los procesos de elaboración de cerveza, emvasado y su posterior distribución. También se observan sinergias a partir de que se comparten las mejores prácticas en el manejo de costos y en la mejora de la productividad.

En la entrevista con Nadina Guiblejman, la ex jefa de trade marketing de Quilmes cuenta su experiencia de cuales fueron los principales cambios que hubo cuando Ambev compra a la empresa local:

“Internamente fue un cambio muy grande ya que pasamos a reportar a una empresa brasileña que tenía muchísima experiencia en el rubro cervecero. Ellos hicieron un excelente trabajo en Brasil con la marca Brahma, consolidándola como una marca ganadora y la más consumida en todo el país. [...] cuando empezamos a trabajar con ellos, tuvimos que cambiar varios procesos internos porque los que teníamos eran bastante antiguos y/o lentos. Para te des una idea, en

Quilmes hacíamos seguimientos mensuales de cualquier variable y en Ambev los reportes se hacían todos los días. Para eso tuvimos que incorporar tecnología de primer nivel y acoplarnos a las exigencias que nos pedían. Por el otro lado, al tener mayor acceso a información tuvimos que aprender a gestionarla. Para eso contratamos a una consultora externa para que nos capacitara. Así como esto, hubo muchísimos cambios más que al principio no fueron fáciles de incorporar, pero con el tiempo entendimos que era para mejor”

Estas sinergias que hemos ido enumerando se reflejan positivamente en la cuenta de Gastos Operativos (“Operating Expenses”), que son aquellos gastos relacionados con la producción en los cuales la empresa debe incurrir para lograr un normal funcionamiento de sus actividades³². Podemos observar en la siguiente tabla que la proporción de Gastos Operativos / Ventas de AB InBev en los últimos años ha decrecido en un 14% desde que se concretó la adquisición de Anheuser-Busch en 2008 (33.31%) hasta el 2015 (28.81%)³³:

Año	Gastos Operativos / Ventas (%)
2008	33.31 %
2009	21.74 %
2010	25.48 %
2011	25.84 %
2012	26.63 %
2013	11.94 %
2014	28.04 %
2015	28.81 %

Sin embargo, pudimos observar que las mayores sinergias se observan en la reducción de los Gastos Administrativos (“General and Administrative Expenses”) a partir de que hay muchos gastos de este tipo se superponen. Los Gastos Administrativos son aquellos en los cuales la empresa tiene que incurrir independientemente de si está produciendo o no (por ejemplo: una compañía pública tiene que contratar auditores externos para auditar sus balances independientemente de si está produciendo)³⁴. Podemos confirmar en la siguiente tabla que la

³² Fuente: <http://definicion.de/gastos-de-operacion/>,

³³ Ver Anexo D.

³⁴ Fuente: <http://www.investopedia.com/ask/answers/073115/what-are-some-examples-general-and-administrative-expenses.asp>,

proporción de Gastos Administrativos / Ventas de AB InBev decreció en un mayor porcentaje (67%) desde el 2008 (17.88%) hasta el 2015 (5.87%)³⁵:

Año	Gastos Administrativos / Ventas (%)
2008	17.88 %
2009	13.55 %
2010	13.43 %
2011	5.27 %
2012	5.53 %
2013	5.88 %
2014	5.93 %
2015	5.87 %

A partir del análisis de los estados financieros de AB InBev³⁶ se obtienen los siguientes ratios financieros:

Año	Ratio de liquidez	Margen de Beneficio Neto	ROA (Return on Assets)	ROE (Return on Equity)
2008	0.47	8.20%	2.49%	9.11%
2009	0.761	12.55%	4.09%	17.49%
2010	0.801	11.10%	3.50%	11.40%
2011	0.627	14.90%	5.20%	15.60%
2012	1.01	18.20%	5.90%	17.60%
2013	0.729	33.30%	10.10%	28.50%
2014	0.68	19.60%	6.40%	18.40%
2015	0.64	18.97%	5.97%	17.96%

Con la excepción de 2013 que fue un outlier positivo en la performance de AB InBev (año en el cual se concretó la integración final de Grupo Modelo, que trajo como consecuencia la expansión global de Corona), los indicadores financieros muestran una tendencia positiva de crecimiento. La excepción ha sido el ratio de liquidez (Activos corrientes / Pasivos corrientes), que fue inconsistente y no muy atractivo. Este ratio permite medir la capacidad que tiene la empresa de hacer frente a sus deudas en el corto plazo. Si el ratio es mayor a 1 nos estaría indicando que hay más activo corriente que pasivo corriente, por lo cual la empresa podrá hacer frente a sus obligaciones de pago en el corto plazo. En los últimos 13 años el promedio del ratio de liquidez

³⁵ Ibíd. nota 30.

³⁶ Fuente <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=BUD®ion=usa&culture=en-US>,

fue 0.75 para AB InBev³⁷, lo que nos da una idea de que es algo que se mantuvo constante a lo largo del tiempo. Sin embargo, a pesar de que no pareciera ser un ratio muy atractivo observamos que en el 2016 este ratio para sus principales competidores también se encuentra debajo de 1: SAB Miller 0.56, Heineken 0.69 y Carlsberg 0.57³⁸.

El análisis de la deuda a largo plazo de AB InBev merece un párrafo aparte. Podemos observar que la deuda de largo plazo ha aumentado considerablemente del 2007 al 2008 para financiar la compra de Anheuser-Busch por parte de InBev en el 2008 - un incremento del 452%, aumentando de \$12.35 billones de USD a \$68.14 billones de USD, lo que nos da un total de nueva deuda a largo plazo de \$55 billones de USD. La deuda de corto plazo también aumenta del 2007 al 2008, pero es un incremento menor (del 135%, aumentando de \$9.84 billones de USD a \$23.17 billones de USD). La adquisición de Anheuser-Busch se concretó por \$52 billones de USD; el siguiente gráfico nos permite observar que esta transacción se financió con la nueva deuda a largo plazo (\$55 billones de USD), que permitió también cubrir los costos de la transacción (\$1.3 billones de USD) y refinanciar la deuda a largo plazo de Anheuser-Busch (\$1.3 billones de USD):

(\$bn)	SOURCES OF FUNDS	USES OF FUNDS	
Term A Bridge to DCM (12+12 mo.)	\$12.0bn	Offer price for A-B Share	\$70.00
Term B 1 year Bridge on Disposals	\$7.0	Number of Shares (Fully Diluted)	746m
Term C 3 year Bullet Bank Loan	\$13.0	Equity Value	\$52.2bn
Term D 5 year Bullet Bank Loan (incl. \$1bn RCF)	\$13.0	A-B Debt to be Refinanced	\$1.3^(a)
Rights Offering/Bridge Facility—bridge to equity	\$9.8	Fees and Transaction Costs	\$1.3
Total Sources of Funds	\$54.8bn	Total Uses of Funds	\$54.8bn

Fuente: AB InBev, Investor Presentation - InBev Marketing Seminar - Update on Combination with Anheuser-Busch, 2008

La reciente adquisición de SAB Miller por parte de AB InBev también se financió en parte con deuda de largo plazo: la empresa en Enero de 2016 colocó bonos por \$46 billones de USD en siete

³⁷ Fuente: http://www.gurufocus.com/term/current_ratio/BUD/Current-Ratio/Anheuser-Busch-Inbev-SA,

³⁸ Fuente: https://ycharts.com/companies/BUD/key_stats_comparison,

tramos distintos, cuyos vencimientos oscilan entre 2019 y 2046, en lo que supone la segunda mayor emisión de deuda corporativa de la historia, tras la realizada en 2013 por Verizon, que emitió 49.000 millones de USD en bonos para financiar la compra a Vodafone del 45% de Verizon Wireless³⁹. Por otro lado, podemos observar en la siguiente tabla que desde el 2005 en adelante AB InBev ha sido la empresa cuyo equity creció en un mayor porcentaje, lo que nos da la idea de que la empresa también ha financiado sus adquisiciones en parte con equity:

	Equity (En billones de USD)		
	2005	2015	Crecimiento en %
AB InBev	\$ 13,59	\$ 42,14	210%
SABMiller	\$ 8,08	\$ 23,17	187%
Heineken	\$ 4,70	\$ 14,80	215%
Carlsberg	\$ 2,85	\$ 6,37	123%

Fuente: compilado de Ychart – Financial Research

Por otro lado, el análisis realizado permite identificar que mientras que las ventas han crecido de forma sostenida, puede observarse que los costos han ido disminuyendo en los últimos años, obteniendo de esta forma un mayor margen. Esto puede explicarse principalmente a partir de las eficiencias que ha ido logrando la empresa con las sinergias de costos logradas a partir de las adquisiciones. La cervecera ha tenido mejores resultados adquiriendo empresas y reduciendo costos que impulsando sus ventas. Después de la compra de Anheuser-Busch en 2008, la compañía reportó un alza significativa de las ganancias luego de reducir personal y elevar los precios para contrarrestar el descenso en los volúmenes de ventas de marcas como Budweiser y Bud Light⁴⁰.

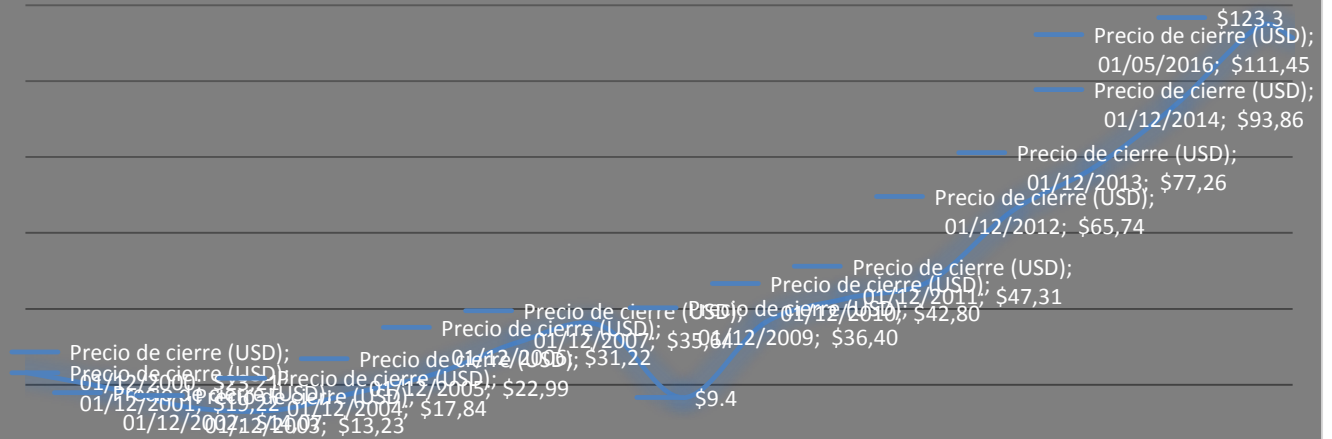
Otra manera de analizar la creación de valor es poder observar a largo plazo como ha sido la performance del ADR de Anheuser-Busch InBev (NYSE) a lo largo de su historia⁴¹:

³⁹ Fuente: <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7279033/01/16/AB-InBev-coloca-42500-millones-en-la-segunda-mayor-emision-de-deuda-corporativa-de-la-historia.html>,

⁴⁰ Fuente <http://www.lanacion.com.ar/1885887-la-ambicion-de-ab-inbev-apunta-bien-alto>,

⁴¹ Fuente: <http://www.ab-inbev.com/investors/share-information.html>,

Anheuser-Busch Inbev ADR (NYSE) - Cotización en USD



Este análisis nos permite observar una tendencia de crecimiento sostenido en el precio de la acción desde sus inicios, si se tiene en cuenta que la caída del precio que se observa en el período 2008-2009 es un resultado directo de la crisis global financiera de las hipotecas subprime en Estados Unidos. Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera grave desde inicios de 2008 contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional. Un análisis comparativo con las acciones de las empresas líderes en el mercado cervecero durante el mismo período nos arroja los siguientes datos⁴²:

Performance: 12/1/2000 - 5/14/2016					
	Performance	Primer Precio	Último precio	High	Low
Anheuser-Busch InBev (BUD: NYSE)	406.43%	\$ 22.0	\$ 111.5	\$ 123.3	\$ 9.4
Carlsberg (CARLB:Copenhagen)	55.34%	\$ 412.0	\$ 640.0	\$ 748.0	\$ 181.5
Heineken (HEIA: Amsterdam)	102.55%	\$ 40.7	\$ 82.4	\$ 85.2	\$ 19.7
SABMiller (SAB:London)	803.10%	\$ 467.5	\$ 4,222.0	\$ 4,286.0	\$ 331.0

En sintonía con el análisis de la sección anterior, observamos que SABMiller es la empresa cuya acción tuvo una mejor performance con un incremento en el valor de la acción del 803%, seguida por AB InBev (406%), Heineken (102%) y Carlsberg (55%) en el último lugar. Podemos concluir que así como la estrategia de adquisiciones ha sido clave para lograr un incremento en el market share de estas compañías, también tuvo influencia directa en la generación de rentabilidad para sus accionistas, que se traduce en el precio de las acciones.

⁴² Fuente: <http://www.ab-inbev.com/investors/share-information.html>,

La historia y performance de AB InBev nos permite concluir que AB InBev es una empresa que se fija metas ambiciosas, pero la más reciente, facturar US\$100.000 millones para 2020, es realmente exigente. AB InBev debería tener un crecimiento anual cercano al 8,8% con la nueva empresa combinada hasta 2020 o del 6,2% anual hasta 2022, un período extendido que también permite el plan. Eso representa una aceleración significativa de su tasa de crecimiento anual compuesto sobre el 2,9% registrado desde 2009, el primer año tras la compra de Anheuser-Busch. "Es muy difícil que lleguen a la meta de US\$100.000 millones sin una fusión o adquisición"⁴³, dijo Mark Swartzberg, analista de Stifel Nicolaus & Co., quien agregó que el plan de desempeño alimenta la especulación de que AB InBev podría estar interesado en adquirir Coca Cola. El objetivo de facturar US\$100.000 millones para 2020 forma parte de un nuevo plan de incentivos basado en el desempeño, incluido en el reporte anual que AB InBev presentó el 14 de marzo de 2016. Los ingresos de AB InBev se ubicaron en US\$43.600 millones en el año fiscal 2015, mientras que los de SABMiller alcanzaron US\$22.100 millones, lo que suma un total combinado de US\$65.700 millones, excluyendo las desinversiones mandatorias que las dos compañías tienen en marcha como parte de su fusión⁴⁴.

Las principales desinversiones que deben llevarse a cabo para conseguir las aprobaciones de distintos entes reguladores de la competencia se observan en Europa, Estados Unidos, América Latina y China. Por un lado, para lograr el aval de la Comisión Europea, AB InBev ofreció desinvertir en todo el negocio de SABMiller en Francia, Italia, Holanda y el Reino Unido, un paquete de acciones por el que la compañía ya ha aceptado una oferta de la empresa japonesa Asahi. A su vez, AB InBev debería desinvertir en el negocio de SABMiller en la República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Eslovaquia. Por otro lado, en lo que respecta al mercado estadounidense, SABMiller venderá la participación (58%) que posee en el joint venture Miller-Coors a Molson Coors (Ciolletti, 2016). En China, SABMiller también ya concretó la venta de su participación (51%) en la empresa china Snow a China Resources. En lo que respecta a América Latina, la fusión va a generar una participación conjunta que va desde más del 80 por ciento (en Argentina) hasta cerca del 100 por ciento (en Colombia, Bolivia y Ecuador), lo que va a llevar a

⁴³ Fuente: <http://www.lanacion.com.ar/1885887-la-ambicion-de-ab-inbev-apunta-bien-alto>,

⁴⁴ *Ibíd.* nota 40.

que los tribunales de libre competencia exijan a la nueva empresa la venta de algunas marcas de cerveza para no aumentar las concentraciones del mercado⁴⁵. Por último, a pesar de que SABMiller tiene un 34% de market share en África, no se deberían llevar a cabo desinversiones en este continente dado que la presencia de AB InBev en este mercado es menor (1.5% market share⁴⁶), lo que permitiría que las fusiones no generen conflictos de anti competencia.

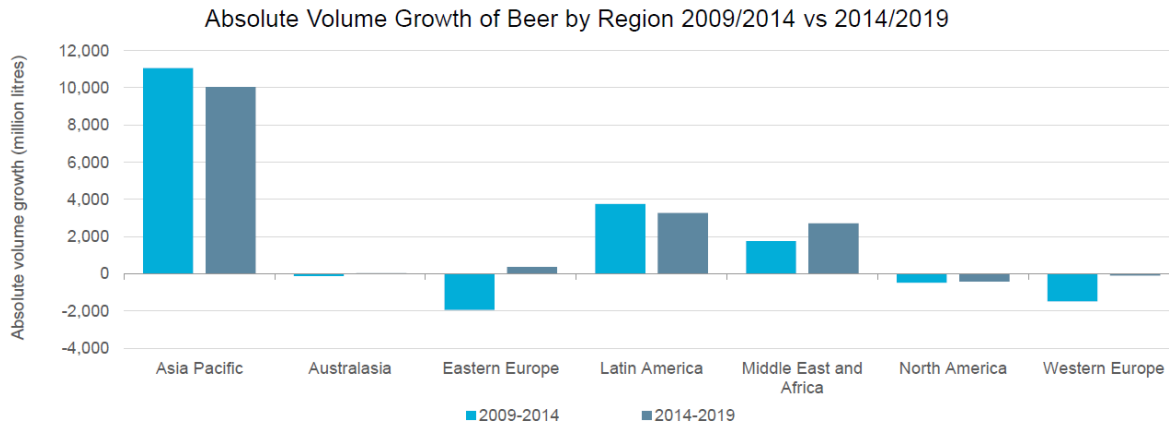
Esto lleva a considerar que para alcanzar su objetivo de ingresos AB InBev tendrá que hacer otra gran adquisición o redoblar sus esfuerzos para impulsar considerablemente el crecimiento. Esto genera los siguientes interrogantes: ¿Qué puede esperarse en los próximos años? ¿Debería mantenerse constante el volumen de adquisiciones y fusiones en la industria de la cerveza? ¿Habrá posibilidad de que las empresas líderes se expandan hacia otras industrias en busca de nuevos desafíos? Habiendo analizado a AB InBev y considerando que el comportamiento de la empresa líder del mercado se puede proyectar al resto de las empresas líderes, centraremos entonces el análisis en las proyecciones del mercado de la cerveza para lograr entender cómo se desarrollara el comportamiento de las empresas líderes en los próximos años.

2. Proyecciones

Para lograr comprender como va a comportarse el mercado de la cerveza en los próximos años primero hay que analizar que va a suceder con el volumen de consumo de cerveza a escala global. Como puede observarse en el siguiente gráfico, los volúmenes globales de cerveza deberían crecer a un ritmo más rápido durante 2014-2019 (2% tasa de crecimiento anual compuesto; 16 billones de litros totales en este período) que lo que crecieron durante 2009-2014 (1% tasa de crecimiento anual compuesto; 12 billones de litros totales en este período):

⁴⁵ Fuente: <http://www.eltiempo.com/economia/empresas/fusion-de-ab-inbev-en-colombia/16409285>,

⁴⁶ AB InBev Financial Report 2015.

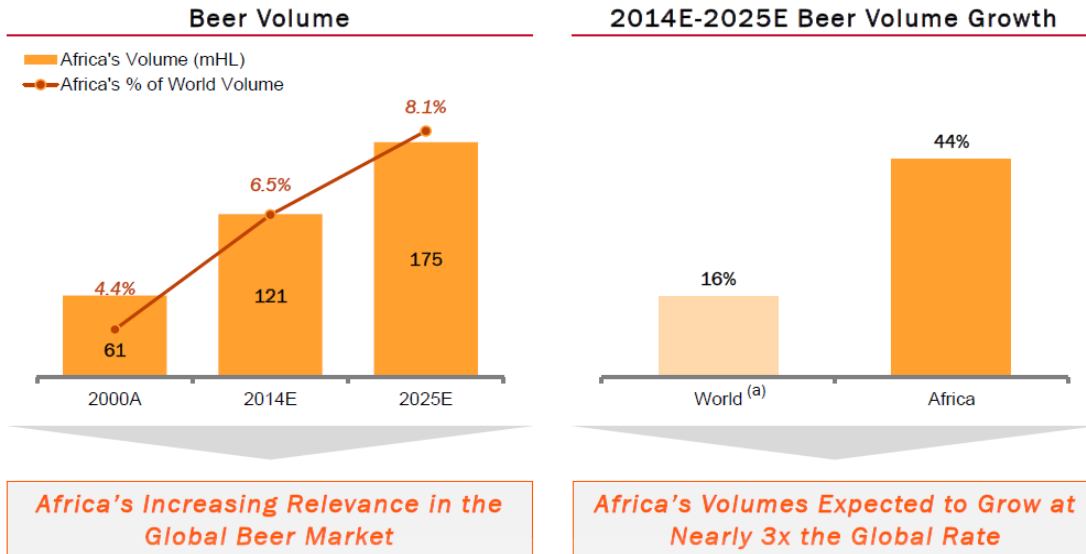


Fuente: Euromonitor International, Alcoholic Drinks: What next for beer and brewers following the Megabrew deal?, January 2016.

Esto nos permite observar que la dinámica del crecimiento global en la industria cervecera está cambiando. A pesar de que Asia Pacífico y América Latina siguen siendo los principales motores de crecimiento, sus tasas de crecimiento se están desacelerando. En cambio en Medio Oriente y en África las tasas de crecimiento se están acelerando, lo que generaría nuevas oportunidades de crecimiento.

La industria global de la cerveza se está moviendo hacia un período de mayor crecimiento en los próximos años, a medida que países en vías de desarrollo con alto potencial de crecimiento, como China, comienzan a aumentar su volumen de consumo. Hay otros países en vías de desarrollo, como por ejemplo India, cuyo crecimiento se observa un poco más lento comparado a China; sin embargo la gran cantidad de población, sumado a un potencial de crecimiento muy prometedor en lo que respecta al consumo per cápita, hacen que estos mercados sean también muy atractivos.

La batalla por el mercado global de la cerveza se va a desarrollar hoy en China y en otros mercados del sudeste asiático, pero mañana en India y en África. Tener el control inicial del market share en estos mercados va a ser crucial para gobernar en el mundo de la cerveza. Los mercados emergentes en África muestran un buen mix entre la posibilidad de aumentar el consumo per cápita y la cantidad de población. A su vez, representan una buena combinación de potencial crecimiento a mediano y largo plazo, como se puede observar en el siguiente gráfico:



Fuente: AB InBev, Investor Presentation - Building the First Truly Global Beer Company, 2015.

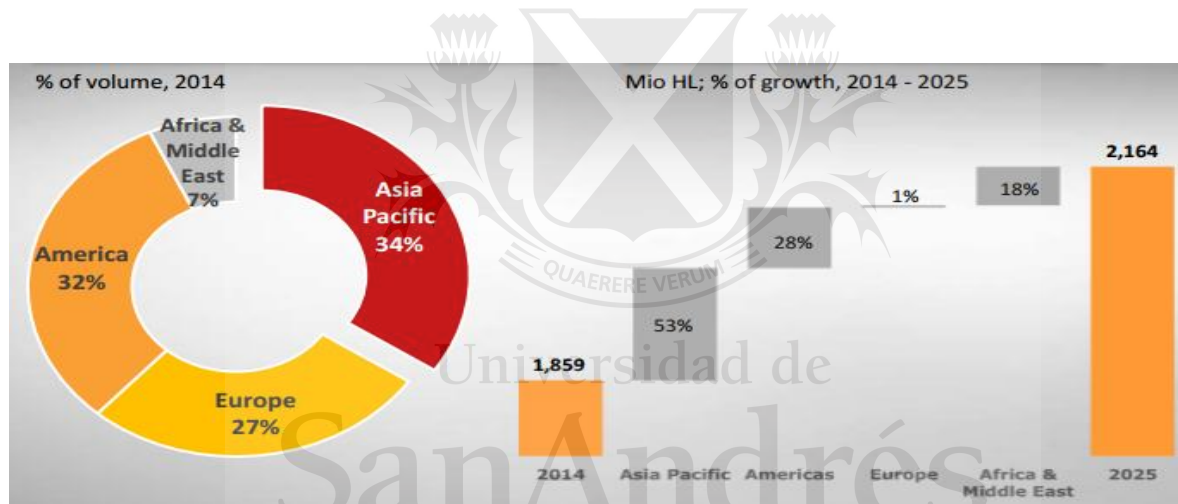
Las empresas líderes del mercado van a tener ciertas ventajas en este próximo período de crecimiento. Son las compañías más capaces de ingresar en nuevos mercados a través de adquisiciones y de sacar provecho de sus eficiencias globales en sus operaciones locales, así como también de hacer campañas de marketing de sus productos más efectivas. Guiblejman remarca este punto como una herramienta fundamental para transmitir los valores de la empresa a los consumidores:

“En todos los años que trabaje ahí, la cerveza Quilmes fue líder indiscutido en la categoría de cervezas y hasta incluso en la categoría de bebidas alcohólicas. Esto es así porque la marca es de origen argentino, con muchísimos años de historia que siempre transmitió los valores que a nosotros más nos representa como país: la pasión y la familia. La pasión porque todo lo que hacemos en nuestras vidas lo vivimos con mucha intensidad y constantemente tenemos sobresaltos en nuestro estado de ánimo. En el resto del mundo nos identifican como un país futbolero y aquí la pasión por la pelota no se negocia. No es casualidad que las mejores publicidades de argentina estén relacionadas con el futbol. En el 2002 fuimos reconocidos internacionalmente por el comercial que hicimos para el Mundial de FIFA.”

Por el otro lado, es importante para estas empresas invertir en los nuevos mercados mientras estos sigan siendo considerados pequeños, para convertirse en líderes en estos mercados que hoy son

considerados en vías de desarrollo pero mañana van a ser los mercados oligopólicos dominados por tan solo algunas empresas. Sin embargo, la lista de posibles targets para futuras adquisiciones es limitada.

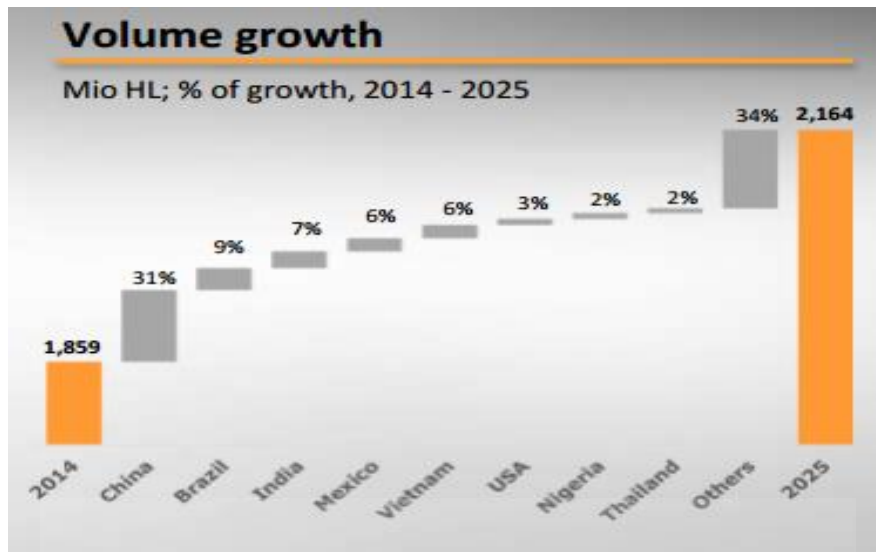
A pesar de que esta lista de posibles targets es limitada, es importante centrar el análisis no en cuáles podrían ser las empresas targets sino en los criterios que llevan a determinar que empresas adquirir. Uno de los principales criterios debería ser el potencial de crecimiento del mercado en el cual la empresa se sitúa. A partir de los siguientes gráficos puede observarse que la región de Asia Pacífico no solo es importante hoy (ya que representa un 34% en el volumen global de ventas al 2014) sino principalmente a futuro, dado que se estima que un 53% del crecimiento en volumen proyectado para la industria entre 2014 y 2025 se va a dar en esta región:



Fuente: AB InBev, Global Investor Relations Presentation: Asia Pacific, 2015. Valores en millones de hectolitros.

Es importante que las empresas targets tengan presencia en Asia Pacífico, pero preferentemente en aquellos mercados más promisorios: China e India. Cabe destacar que China cuenta con el 37% de la población de Asia Pacífico, es la economía más grande (con un 43% del PBI de la región) y representa el 66% del volumen de venta de cerveza de la región⁴⁷. Según podemos observar en el siguiente gráfico China e India son aquellos países de la región con mejores expectativas, dado que su crecimiento en volumen proyectado entre 2014 y 2025 es del 31% y 7% respectivamente:

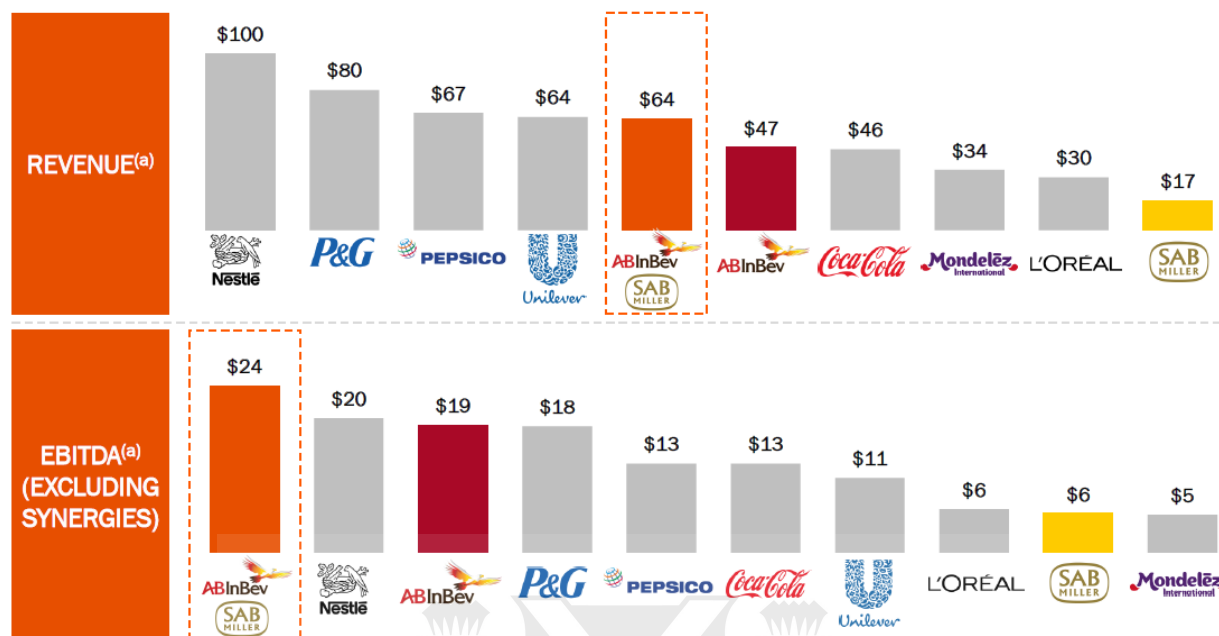
⁴⁷ Fuente: http://www.ab-inbev.com/investors/presentations/jcr_content/contentPar/accordioncomponent/accordioncomponent/accordionsection_11/accordionsection_11/download_23/file.res/Barclays%20Capital%20Back-to-School%20Consumer%20Conference,%20Boston,%20September%2010,%202015,



Fuente: AB InBev, Global Investor Relations Presentation: Asia Pacific, 2016. Valores en millones de hectolitros.

El panorama ha cambiado a partir de la gran cantidad de adquisiciones que se llevaron a cabo en los últimos tiempos: la adquisición de SABMiller por parte de AB InBev cierra una década de adquisiciones que marcó a la industria. El resultado es una empresa líder a nivel global (de aquí en adelante AB InBev-SABMiller, dado que el nombre de la nueva empresa no ha sido todavía comunicado) con presencia en todos los continentes, con un 28% de market share global (después de las desinversiones)⁴⁸. Como puede observarse en el siguiente gráfico, esta fusión tiene como resultado la creación de una de las compañías de consumo masivo líderes a escala global:

⁴⁸ Fuente: <http://www.wsj.com/articles/ab-inbev-takeover-of-sabmiller-would-reshuffle-global-beer-industry-1444743235>,



Fuente: AB InBev, Investor Presentation - Building the First Truly Global Beer Company, 2015.

Dada la capacidad limitada para AB InBev-SABMiller de continuar creciendo a través de M&A dentro de la misma industria, esto llevaría a preguntarse cuáles son las posibilidades que tiene esta nueva empresa de expandirse por medio de adquisiciones a alguna de las industrias de consumo masivo que se observan en el anterior gráfico. El análisis se centra sobre AB InBev-SABMiller pero la misma lógica - respecto a qué industrias pueden considerarse como alternativas - puede aplicarse a cualquiera de las empresas líderes en la industria de la cerveza.

El mercado de las bebidas sin alcohol comparte prácticas similares en lo que respecta a la producción, embotellado y distribución. Una de las grandes cualidades de AB InBev es su foco en reducción de costos y su excelente sistema de distribución, lo cual podría trasladar directamente a Coca Cola o PepsiCo. El hecho de que para SABMiller el negocio de embotellado y distribución de bebidas no alcohólicas (refrescos, aguas, jugos de fruta, y bebidas de malta) hoy representa 1/5 de su volumen también permite proyectar que la empresa considera importante a este segmento. Coca Cola, con un valor de mercado de \$192 billones de USD⁴⁹, es demasiado grande para que AB InBev pueda comprarla, dado que su actual capitalización bursátil es de \$196 billones de USD⁵⁰. Sin embargo, una empresa más grande, a partir de la fusión de AB InBev con SABMiller,

⁴⁹ Fuente: <http://finance.yahoo.com/q?s=KO>,

⁵⁰ Fuente: <http://finance.yahoo.com/q?s=BUD>,

estaría bien posicionada para adquirir a Coca Cola dentro de tres o cuatro años, ya que fusionadas estas dos empresas sumarían una capitalización de \$295 billones de USD⁵¹, lo que facilitaría la compra. Otra alternativa para AB InBev-SABMiller es adquirir el sector de bebidas de PepsiCo, con Kraft-Heinz como potencial comprador del sector de snacks de Frito-Lay.

Coca Cola está sufriendo el hecho de que no ha podido desarrollar una innovación que impulse el consumo, como por ejemplo fue la introducción de Nespresso en el mercado del café en los últimos años. Esta teoría se refuerza a partir de que el mercado de las bebidas sin alcohol ya afronta dificultades para reducir costos y aumentar las ventas a partir de la caída en la demanda de gaseosas en los últimos años. A pesar de esta caída en la demanda de gaseosas, el mercado de las bebidas sin alcohol es interesante para AB InBev por las sinergias de costos que podría obtener a partir de comercializar alcohol, gaseosas y otras bebidas a través del mismo sistema de distribución. El sistema de distribución de Coca Cola es probablemente el mejor comparándolo con cualquier compañía de consumo masivo, ya que sus productos están presentes en todos los países del mundo aparte de Corea del Norte y Cuba⁵². A su vez, otro de los beneficios de adquirir Coca Cola podría ser el hecho de que le permite a AB InBev diversificar el riesgo al expandirse hacia otras líneas de negocios dentro de la categoría bebidas.

Por otro lado, adquirir Coca Cola le posibilitaría también acercarse a un mayor número de consumidores dado que el mercado de las bebidas alcohólicas por obvias razones restringe el consumo a niños y jóvenes menores de la edad legal para consumir alcohol. De esta forma la empresa puede estar presente creando una imagen de marca “AB InBev” en la mente del consumidor desde temprana edad, a pesar de que se traten de distintos productos. Coca Cola sigue siendo la empresa líder global en jugos, café RTD (Ready To Drink) en Japón, y también con buena participación de mercado en agua embotellada, té RTD en Japón y Estados Unidos, en el mercado de bebidas deportivas y energéticas (con su reciente adquisición de equity en Monster); sin embargo, el 70% de su volumen global todavía es generado por el negocio de las gaseosas.

⁵¹ La capitalización bursátil de SABMiller es de \$99 billones de USD, por lo que sumada a la de AB InBev (\$196 billones de USD) dan un total de \$295 billones de USD. Fuente: <http://www.bloomberg.com/quote/SBMR:US>,

⁵² Fuente: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-12/could-pepsi-quench-ab-inbev-s-deal-thirst-real-m-a>,

Históricamente desde Coca Cola o PepsiCo han sido reacios a insertarse en el mercado de las bebidas alcohólicas porque consideran que es un mercado diferente al de las gaseosas. No obstante puede observarse que en los últimos tiempos estas empresas estarían empezando a competir en el mercado de cerveza sin alcohol – como es el caso de Coca Cola, que en 2012 adquirió una porción mayoritaria en Aujan and Barbican, que produce una bebida no alcohólica hecha en base a malta.

Otro hecho que refuerza la teoría de que AB InBev-SABMiller podría hacer foco en la industria de bebidas no alcohólicas es que cada vez más compañías en el mundo combinan su presencia en estos dos mercados, como es el caso de la japonesa Suntory Holdings, que comercializa ambas categorías así como también vinos y bebidas espirituosas.

Néstor Del Campo rectifica este concepto y a su vez da un ejemplo con la empresa vitivinícola que lidera hoy en día:

“el mercado de las bebidas sin alcohol es la opción que tiene más fuerza ya que estos mercados comparten prácticas similares en lo que respecta a la producción, embotellado y distribución. Hoy en día esa compañía tiene algunas licencias en distintos países con empresas de bebidas no alcohólicas, pero el beneficio es más estratégico que económico. Sirve más para potenciar las marcas de cerveza que lo que realmente podés ganar por vender aguas. Para darte un ejemplo, hoy en día Peñaflores tiene el mismo acuerdo con la empresa DIAGEO (empresa inglesa, líder en bebidas espirituosas) y convengamos que por cada peso que vendemos, Peñaflores se lleva el 10%. Es poco, pero si observamos las ventas de nuestros vinos desde que hicimos el acuerdo, hemos crecido un 30% en volumen. Nos hemos beneficiado de sus marcas para potenciar nuestros vinos. Volviendo al tema, creo que si AB-InBev apuesta por ese mercado, va preferir comprar una compañía que asociarse. Además, hay que aclarar que por más que pertenezcan a otro mercado hoy en día todas compiten entre sí. Cerveza quiere sacarle consumo aguas y aguas quiere sacarles consumo a las cervezas”

La adquisición de SABMiller por parte de AB InBev no va a tener un impacto inmediato en el mercado de bebidas sin alcohol en lo que respecta al market share, dado que estas dos cerveceras hoy cuentan con tan solo algunas marcas en su portfolio: AB InBev tiene a Antarctica y Sukita, y

SABMiller cuenta con Pony Malta y Appletiser. Antartica es una marca muy popular en Brasil, con gran presencia en Dinamarca y Portugal. Las otras tres son marcas más chicas que no cuentan con demasiada presencia global. Sin embargo, la adquisición si va a tener un impacto inmediato en lo que respecta a la producción y distribución de bebidas sin alcohol. AB InBev hoy actúa como embotelladora y distribuidora de PepsiCo en Latinoamérica, mientras que SABMiller hace lo mismo con Coca Cola en África, por lo que tanto el know-how local como la logística existente van a ser muy valiosos para AB InBev-SABMiller en este mercado tan importante en términos de proyección de crecimiento.

Por otro lado, si utilizamos la misma lógica de pensar que la industria de las bebidas sin alcohol es una alternativa viable debido a que se comparten prácticas similares respecto a la producción, embotellado y distribución, deberíamos también analizar que similitudes hay con las industrias del vino y las bebidas espirituosas (whisky, ron, ginebra, vodka, etc.). Desde el punto de vista del proceso productivo, la oferta, el consumo y la cultura, tanto el sector vitivinícola como el de bebidas espirituosas son muy diferentes al cervecero, por lo que no se proyectan adquisiciones orientadas hacia estos sectores. Bajo esta misma línea, Carlos Brito (CEO de AB InBev) afirma que “el futuro de la industria de la cerveza no se encuentra en el mercado del vino o de las bebidas espirituosas, ya que alejarse de la cerveza reduce la probabilidad de éxito en la integración”⁵³.

Del Campo afirma este último concepto con su experiencia como CEO de Grupo Peñaflor (empresa líder de vinos):

“Porque trabajamos en industrias totalmente distintas. El proceso de producción de la cerveza puede demorar entre 20-25 días mientras que la producción del vino demora mucho más tiempo. Se planta, se cosecha y luego se almacena en barricas de roble francés. Por el otro lado, en la industria del vino hay muchísimos jugadores, ya sean grandes o chicos. Además, ser grande tampoco te garantiza tener el mejor vino. Todo lo contrario, en la industria del vino, el consumidor ve con muy buenos ojos aquel productor boutique que vende muy pocas botellas al año. Es otra cultura. Te lo resumo así: El ADN la empresa cervecera es volumen, volumen y más volumen”

⁵³ Traducción libre del autor. Original en inglés en http://www.just-drinks.com/comment/where-does-anheuser-busch-inbev-see-the-future-of-beer-comment_id120091.aspx,

En conclusión, dentro de las principales proyecciones observamos que los volúmenes globales de cerveza deberían crecer a un ritmo más rápido durante 2014-2019, siendo Medio Oriente y África las regiones con mayor proyección de crecimiento. Además, la lista de posibles targets para futuras adquisiciones es limitada dentro de la industria, por lo que de concretarse alguna adquisición no debería tener un impacto mayor en el ranking de empresas líderes. Al mismo tiempo, dada la capacidad limitada para AB InBev-SABMiller de continuar creciendo a través de M&A dentro de la misma industria, consideramos que existe una posibilidad latente de que esta empresa adquiera alguna empresa líder en el mercado de las bebidas sin alcohol (Coca Cola o PepsiCo), dado que comparten prácticas similares en lo que respecta a la producción, embotellado y distribución.



Conclusiones

El análisis realizado permitió comprobar que la estructura de la industria cervecera fue lo que determinó en las empresas líderes el desarrollo de una estrategia de M&A. Dentro de esta estructura de la industria de la cerveza se destacan los siguientes factores:

- La existencia de cambios políticos facilitaron que el mercado de cerveza se convirtiera en un mercado global: por un lado, la apertura al comercio de China e India con sus reformas económicas a finales de los 70; por el otro, la caída de la Cortina de Hierro en Europa tras la Segunda Guerra Mundial;
- Las economías de escala que se generan en una compañía global, principalmente en lo que respecta al management, la tecnología y el marketing;
- Las características de la cerveza: su costosa distribución actúa como una barrera de entrada para las cervezas extranjeras, lo que lleva a que la manera más efectiva e inmediata de entrar a un nuevo mercado sea a través de una adquisición.

Comprobamos que las empresas líderes en la industria de la cerveza tienen los mismos drivers o motivos que conducen a desarrollar una conducta estratégica similar, apalancando su crecimiento a partir de M&A. El análisis permitió observar que a partir de los M&A se obtienen sinergias en distintas áreas dentro de la empresa: en los procesos de compra, en la producción y en la distribución de los productos terminados. Podemos concluir que estas sinergias son ofensivas (las sinergias en la distribución permiten aumentar las ventas) y a su vez defensivas (las mejoras en los procesos de compra y en la producción permiten reducir costos)⁵⁴.

El análisis permitió identificar cuatro categorías de drivers: operativos o económicos, financieros, beneficios intangibles y estratégicos. Todos estos drivers han jugado un rol movilizador en la gestión corporativa de estas empresas y en ese sentido han permitido el desarrollo de M&A en la

⁵⁴ Fuente: <http://seekingalpha.com/article/3601436-winning-losers-game-control-synergy-ab-inbev-sabmiller-merger>,

industria de la cerveza. Según el análisis realizado, podemos concluir que el principal driver de los M&A es estratégico: lograr encontrar nuevos mercados para los productos de la empresa. Cómo la mayoría de las marcas de cerveza son locales o regionales, esto lleva a que sea muy complejo aumentar los ingresos desarrollando las marcas existentes de la empresa compradora en el nuevo mercado. Esto puede evitarse a partir de los M&A, ya que permiten tener acceso inmediato a un portfolio de marcas existentes de la empresa adquirida con presencia en el nuevo país o región. De esta manera, una vez que la compañía ha adquirido el know-how del mercado y se ha familiarizado con la cadena de producción y distribución se encuentra en una posición favorable para introducir sus propios productos.

Por consiguiente, los M&A son el camino a seguir en la industria de la cerveza, el único medio garantizado al éxito. El análisis anterior nos indica que los M&A permiten a las empresas tener acceso inmediato a las redes de producción y distribución local, para que luego estas puedan centrarse en la reducción de costos y mejorar los márgenes, y por último enfocarse en lograr un crecimiento orgánico en ese mercado.

No todas las empresas tienen la estructura para poder hacerle frente al costo que significa incurrir en una adquisición. A su vez, el costo del capital tiende a ser menor para aquellas empresas más robustas y confiables financieramente (por lo general, las empresas líderes del mercado), dejando de esta forma a las pequeñas o medianas empresas en una posición menos ventajosa para endeudarse. Esto explica porque no todas las empresas en la industria llevan adelante una estrategia de M&A, a pesar de que es tan evidente los M&A permiten obtener mejores resultados y de una forma más rápida.

Asimismo, el análisis permitió observar que en lo que respecta a las empresas líderes en la industria de la cerveza, SABMiller y Heineken fueron aquellas empresas que en la última década obtuvieron los mejores resultados de sus inversiones en adquisiciones, dado que sus ingresos totales crecieron en un mayor porcentaje que el de sus competidores. Esto podría ser resultado de un buen posicionamiento estratégico en regiones con un mayor crecimiento en el consumo de cerveza, pero también podría ser resultado de una producción más eficiente y un mejor acercamiento al mercado. A su vez, SABMiller es la empresa que durante este mismo período mejores resultados obtuvo en

lo que respecta a la rentabilidad de su negocio, principalmente los ratios de retorno sobre sus activos totales (ROA) y de retorno sobre los fondos de sus accionistas (ROE).

Sin embargo, se pudo observar que en promedio AB InBev fue la empresa que ha adquirido los targets con un ratio de EV / EBITDA más promisorio, seguida de SABMiller. Esto refuerza la idea de que dentro de las empresas líderes fue AB InBev la que ha mostrado la mejor capacidad de seleccionar empresas targets que le ofrecieran un beneficio estratégico. A partir de la última adquisición de SABMiller, AB InBev puede seguir aumentando su market share a nivel global, pero el mayor beneficio viene sujeto al crecimiento en África (uno de los mercados con mayor proyección de crecimiento de ventas) y en América Latina (el mercado más rentable en el mundo)⁵⁵.

Por medio de un ejemplo teórico en la sección de Opciones Reales pudimos comprobar cómo la adquisición de otra empresa le agrega valor a una compañía y es a su vez es un mecanismo para reducir el riesgo – en este caso la adquisición de Anheuser-Busch por parte de InBev.

Respecto a las proyecciones para el mercado en los próximos años, podemos afirmar que las empresas líderes del mercado van a tener ciertas ventajas en este próximo período de crecimiento. Son las compañías más capaces de ingresar en nuevos mercados a través de adquisiciones y de sacar provecho de sus eficiencias globales en sus operaciones locales, así como también de hacer campañas de marketing de sus productos más efectivas. El análisis realizado permite inferir que los volúmenes globales de cerveza deberían crecer a un ritmo más rápido durante 2014-2019, siendo Medio Oriente y África las regiones con mayor proyección de crecimiento.

Por otro lado, este trabajo permitió confirmar que la lista de posibles targets para futuras adquisiciones en la industria de la cerveza es limitada, lo que lleva a considerar que para continuar creciendo las empresas líderes podrían orientar la búsqueda hacia otros mercados. En efecto, el mercado de las bebidas sin alcohol es la opción que tiene más fuerza ya que estos mercados comparten prácticas similares en lo que respecta a la producción, embotellado y distribución.

⁵⁵ Ibíd. nota 51.

En conclusión, podemos inferir que los mismos drivers que llevan a las empresas líderes en la industria de la cerveza a desarrollar una estrategia de M&A se harán presentes cuando estas busquen adquirir otras empresas en la industria de las bebidas sin alcohol. Finalmente, podemos concluir que el principal driver para estas nuevas adquisiciones también es estratégico: lograr entrar en un nuevo mercado, generando un mayor crecimiento y una reducción de riesgo debido a una mayor diversificación de productos.

Bibliografía

7.1. Libros y Publicaciones

Bain, J. S., *Barriers to New Competition: Their Character and Consequences in Manufacturing*, Harvard University Press, Estados Unidos, 1956.

Benson-Armer, R., Leibowitz, J., & Ramachandran, D., “Global Beer; What’s on tap?”, *The McKinsey Quarterly*, No 1, Estados Unidos, 1999.

Bierens de Haan, W., *Value Creation through cross border M&A in the beer industry 2000- 2008*, University of Amsterdam, Holanda, 2009.

Brakman, S., Garita, G., Garretsen, H., Van Marrewijk, C., “Unlocking the value of cross-border mergers and acquisitions”, *CESifo Working Paper Series*, No. 2294, Holanda, 2008.

Brooks, L.D., Felis, D.J., Sahoo, B.K., “The impact of shifts in the forecasted earnings and systematic risk on acquiring firm shareholder wealth in domestic and international acquisitions”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 13, No. 3, Estados Unidos, 2000.

Ciolletti, J., “Megabrew Takes Place”, *Beverage World*, Vol. 15, No. 3, Estados Unidos, 2016.

Ebneht, O & Theuvsen, L., “Large Mergers and Acquisitions of European Brewing Groups – Event Study Evidence on Value Creation”, *Agribusiness*, Vol. 23, No. 3, Estados Unidos, 2007.

Erickson, F., *Qualitative Methods in Research on Teaching*, American Educational Research Association, Estados Unidos, 1986.

Galanzazo, J. I., *Diseño organizativo*, Editorial Paraninfo, España, 2014.

Goergen, M. & Renneboog, L., “Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids”, *European Financial Management*, Vol. 10, Estados Unidos, 2004.

Hernández Sampieri, R., Carlos Fernandez Collado, Pilar Baptista Lucio, *Metodología de la investigación*, Mc Graw Hill – Interamericana de México, México, 1998.

Jernigan, D. H., “The global alcohol industry”, *Addiction*, Vol. 104-S.1, Estados Unidos, 2009.

Maxwell, J., *Qualitative Research Design. An Interactive Approach*, Sage Publications, Reino Unido, 1996.

Meyer, K. E. & Tran, Y. T. T., “Market Penetration and Acquisition Strategies for Emerging Economies”, *Long Range Planning*, Vol. 39, No. 2, Dinamarca, 2006.

Modigliani, F. & Miller, M. H., “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48, No.3, Estados Unidos, 1958.

Ross, S. A., Westerfield, R. & Jordan, B. D., *Fundamentos de Finanzas Corporativas (7ma edición)*, Mc Graw-Hill, México, 2006.

Stake, R., *Investigación con estudios de casos*, Ediciones Morata, España, 1999.

Sudarsanam, S., Holl, P. & Salami, A., “Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, Estados Unidos, 1996.

Vasichalis de Gialdino, I., *Estrategias de investigación cualitativa*, Gedisa, España, 2006.

Weiss, Leonard W., "The Structure-Conduct-Performance Paradigm and Antitrust", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 127, No. 4, Estados Unidos, 1979.

7.2 Páginas web

Forbes, “AB InBev adquisición Grupo Modelo”, <http://www.forbes.com.mx/grupo-modelo-guia-para-conquistar-al-mundo-a-traves-de-una-corona/>, visitado el 07/11/18

The Economist, “AB InBev en el mercado de gaseosas”, <http://www.economist.com/news/business/21674381-sabmiller-ab-inbevs-toughest-takeover-yet-it-may-not-be-its-last-beerhemot>, visitado el 07/11/18

Financial Times, “AB InBev mayor exponente de M&A”, <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/6a227754-110f-11e5-8413-00144feabdc0.html#axzz49Lxtk41s>, visitado el 07/11/18

AB Inbev, “Acción AB InBev”, <http://www.ab-inbev.com/investors/share-information.html>, visitado el 07/11/18

Justin Read, “Avances tecnológicos en la industria de la cerveza”, http://justinread- Duchonors.weebly.com/uploads/5/1/3/8/51385959/thesis_final_draft.docx, visitado el 07/11/18

Wikipedia, “Árbol cronológico AB InBev”, https://en.wikipedia.org/wiki/Anheuser-Busch_InBev, visitado el 07/11/18

AB Inbev, “Asia Pacífico y las potenciales adquisiciones en la región”, http://www.ab-inbev.com/investors/presentations/_jcr_content/contentPar/accordioncomponent/accordioncomponent/accordionsection_11/accordionsection_11/download_23/file.res/Barclays%20Capital%20Back-to-School%20Consumer%20Conference,%20Boston,%20September%202010,%202015, visitado el 07/11/18

Ycharts, “Balance general AB InBev”,
https://ycharts.com/financials/BUD/balance_sheet/annual, visitado el 07/11/18

Economipedia, Capitalización bursátil definición,
<http://economipedia.com/definiciones/capitalizacion-bursatil.html>, visitado el 07/11/18

Yahoo Finance, “Capitalización bursátil AB InBev”, <http://finance.yahoo.com/q?s=BUD>,
visitado el 07/11/18

Yahoo Finance, “Capitalización bursátil Coca Cola”, <http://finance.yahoo.com/q?s=KO>, visitado
el 07/11/18

Bloomberg, “Capitalización bursátil SABMiller”,
<http://www.bloomberg.com/quote/SBMRY:US>, visitado el 07/11/18

Reuters, “Carlsberg entrevista CEO”, [http://www.reuters.com/article/us-carlsberg-results-
idUSKCN0Y21RZ](http://www.reuters.com/article/us-carlsberg-results-idUSKCN0Y21RZ), visitado el 07/11/18

Marketing Deportivo, “Cerveza y patrocinio al Fútbol”,
[https://lazaromarketingdeportivo.wordpress.com/2014/04/16/futbol-y-cerveza-el-patrocinio-
perfecto/](https://lazaromarketingdeportivo.wordpress.com/2014/04/16/futbol-y-cerveza-el-patrocinio-perfecto/), visitado el 07/11/18

Rio 2016, “Cerveza y patrocinio a Juegos Olímpicos”,
<https://www.rio2016.com/es/patrocinadores>, visitado el 07/11/18

Bloomberg, “Coca Cola y su sistema de distribución”,
[http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-12/could-pepsi-quench-ab-inbev-s-deal-thirst-
real-m-a](http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-10-12/could-pepsi-quench-ab-inbev-s-deal-thirst-real-m-a), visitado el 07/11/18

Gjae Online, “Concentración mercado de cerveza”, [http://www.gjae-
online.de/news/pdfstamps/freeoutputs/GJAE-687_2012.pdf](http://www.gjae-online.de/news/pdfstamps/freeoutputs/GJAE-687_2012.pdf), visitado el 07/11/18

Kirin Holdings, “Consumo de cerveza per cápita (2013)”,
http://www.kirinholdings.co.jp/english/news/2014/1224_01.html#table3, visitado el 07/11/18

El Tiempo, “Desinversiones AB InBev-SAB Miller en América Latina”,
<http://www.eltiempo.com/economia/empresas/fusion-de-ab-inbev-en-colombia/16409285>,
visitado el 07/11/18

Zimma, “Drivers M&A”, [http://zimma.com.mx/adquisicion-de-empresas-y-el-valor-de-las-
sinergias/](http://zimma.com.mx/adquisicion-de-empresas-y-el-valor-de-las-sinergias/), visitado el 07/11/18

El Economista, “Emisión de deuda AB InBev”,
<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7279033/01/16/AB-InBev-coloca-42500->

[millones-en-la-segunda-mayor-emision-de-deuda-corporativa-de-la-historia.html](#), visitado el 07/11/18

Just Drinks, “Entrevista Carlos Brito (CEO AB InBev)”, http://www.just-drinks.com/comment/where-does-anheuser-busch-inbev-see-the-future-of-beer-comment_id120091.aspx, visitado el 07/11/18

Ycharts Financial Research, “Estado de resultados AB InBev”, https://ycharts.com/financials/BUD/income_statement/annual, visitado el 07/11/18

Investopedia, “Gastos administrativos”, www.investopedia.com/ask/answers/073115/what-are-some-examples-general-and-administrative-expenses.asp, visitado el 07/11/18

Definición, “Gastos operativos definición”, <http://www.definicion.de/gastos-de-operacion/>, visitado el 07/11/18

Wall Street Journal, “Market share AB InBev – SABMiller”, <http://www.wsj.com/articles/ab-inbev-takeover-of-sabmiller-would-reshuffle-global-beer-industry-1444743235>, visitado el 07/11/18

La Nacion, “Plan de incentivos AB InBev 2020”, <http://www.lanacion.com.ar/1885887-la-ambicion-de-ab-inbev-apunta-bien-alto>, visitado el 07/11/18

Economipedia, “Price Earning Ratio definición”, <http://economipedia.com/definiciones/per-ratio.html>, visitado el 07/11/18

Ycharts Financial Research, “Price Earning Ratio de las empresas líderes en la industria cervecera”, https://ycharts.com/companies/BUD/chart/#/?securities=id:BUD,include:true,,id:CABJF,include:true,,id:HINKF,include:true,,id:SBMRF,include:true,,id:CABGY,include:false&calcs=id:market_cap,include:false,,id:pe_ratio,include:true&zoom=10&format=real&correlations=&recessions=false&startDate=&endDate=&chartView=&splitType=single&scaleType=linear&securitylistName=&securitylistSecurityId=&securityGroup=, visitado el 07/11/18

Biz – Yahoo, “Price Earning Ratio de la industria cervecera”, <https://biz.yahoo.com/p/346conameu.html>, visitado el 07/11/18

Biz – Yahoo, “Price Earning Ratio de las industrias del vino y bebidas espirituosas, y bebidas sin alcohol”, <https://biz.yahoo.com/p/3peeu.html>, visitado el 07/11/18

Reuters, “Proyecciones en el mercado de gaseosas”, <http://www.reuters.com/article/us-sabmiller-m-a-beverages-idUSKCN0RI2HM20150918>, visitado el 07/11/18

Guru Focus, “Ratio de liquidez AB InBev”, http://www.gurufocus.com/term/current_ratio/BUD/Current-Ratio/Anheuser-Busch-Inbev-SA, visitado el 07/11/18

Ycharts Financial Research, “Ratio de liquidez principales competidores AB InBev”, https://ycharts.com/companies/BUD/key_stats_comparison, visitado el 07/11/18

Investopedia, “Ratio EV / EBITDA compañía sana”, <http://www.investopedia.com/ask/answers/072715/what-considered-healthy-evebitda.asp>, visitado el 07/11/18

Economipedia, “Ratio EV / EBITDA definición”, <http://economipedia.com/definiciones/evebitda.html>, visitado el 07/11/18

Ycharts Financial Research, “Ratio EV / EBITDA de las empresas líderes en la industria de la cerveza”, https://ycharts.com/companies/SBMRY/chart/#/?securities=include:true,id:SBMRY,,id:BUD,include:true,,id:CABJF,include:true,,id:HINKF,include:true&calcs=include:false,id:price,,id:ev_ebitda,include:true&correlations=&zoom=&startDate=&endDate=&format=real&recessions=false&chartView=&splitType=single&scaleType=linear&securitylistName=&securitylistSecurityId=&securityGroup=, visitado el 07/11/18

Just Drinks , “Ratio EV / EBITDA de las principales adquisiciones en la industria de la cerveza”, http://www.just-drinks.com/analysis/just-the-facts-beer-acquisition-multiples-1999-to-present-day_id112531.aspx, visitado el 07/11/18

Financial, “Ratios financieros AB InBev”, <http://financials.morningstar.com/balance-sheet/bs.html?t=BUD®ion=usa&culture=en-US>, visitado el 07/11/18

Seeking Alpha, “Sinergias ofensivas y defensivas”, <http://seekingalpha.com/article/3601436-winning-losers-game-control-synergy-ab-inbev-sabmiller-merger>, visitado el 07/11/18

AB Inbev “Sinergias para AB InBev por adquisición de SABMiller”, <http://www.ab-inbev.com/content/dam/universaltemplate/abinbev/pdf/investors/11November2015/Press%20Release%20-%20Recommended%20Acquisition%20of%20SABMiller%20PLC%20by%20Anheuser-Bus....pdf>, visitado el 07/11/18

ANEXO A

Entrevista realizada a Nadina Guiblejman, Jefa de Trade Marketing de Grupo Peñaflo

B: La razón de esta entrevista con vos es para tener una mirada distinta y más profunda acerca de la adquisición entre AB-InBev. Creo que tu punto de vista puede aportar muchísimo a la investigación que estoy realizando.

G: ¡Gracias por elegirme! Ojalá pueda darte la mayor y mejor información posible.

B: A pesar de que hoy ocupas un cargo de Gerente de Trade Marketing en Grupo Peñaflo, tengo entendido que anteriormente trabajaste en la empresa cervecera. ¿Es así?

G: Así es, desde el año 1995 hasta el 2010 trabajé en AB-InBev. Al principio de mi carrera, la compañía en la cual trabajaba era simplemente Cervecería y Maltería Quilmes. Al principio me desempeñé como Joven Profesional realizando distintas tareas por todas las áreas de la compañía. Fue una experiencia muy enriquecedora porque conocí en detalle todos los procesos de la compañía y genere una red de contactos que luego me ayudaría en mi carrera. Luego de esta experiencia, el deseo de la compañía fue que trabajase en el departamento de marketing y ahí realice toda mi carrera dentro la compañía. Fui asistente de marca y research para Quilmes, Andes (marca líder en la región de cuyo), Liberty (cerveza sin alcohol) y Eco de Los Andes. Luego, justo antes que la empresa brasileña Ambev comprara a Quilmes, me ascendieron a Jefa para un departamento nuevo que se llamaba Trade Marketing. Esta posición era solo para bebidas alcohólicas que en definitiva era la más importante. Aquí se definían las estrategias de las marcas en los diferentes canales de ventas, generar acciones a la fuerza de ventas, al trade y al consumidor. Armar programas de fidelización con los clientes y gestionar todo el material POP de la compañía. Con el correr de los años y las nuevas adquisiciones de la compañía termine como Gerente de Trade Marketing para todos los negocios de la compañía en Argentina, Chile, Uruguay y Paraguay.

B: Antes de entrar en el detalle de como operaba la compañía en las distintas facetas en las que iba transitando (estas fueron: la adquisición de Quilmes por parte de la empresa brasileña

Ambev, luego la fusión con la belga Interbrew y finalmente con la americana Anheuser-Busch para crear la empresa AB-InBev) me gustaría entender el posicionamiento de Quilmes previo a todo esto y cuáles eran sus principales estrategias comerciales.

G: En todos los años que trabaje ahí, la cerveza Quilmes fue líder indiscutido en la categoría de cervezas y hasta incluso en la categoría de bebidas alcohólicas. Esto es así porque la marca es de origen argentino, con muchísimos años de historia y siempre transmitió los valores que a nosotros más nos representa como país: la pasión y la familia. La pasión porque todo lo que hacemos en nuestras vidas lo vivimos con mucha intensidad y constantemente tenemos sobresaltos en nuestro estado de ánimo. En el resto del mundo nos identifican como un país futbolero y aquí la pasión por la pelota no se negocia. No es casualidad que las mejores publicidades de argentina estén relacionadas con el fútbol. En el 2002 fuimos reconocidos internacionalmente por el comercial que hicimos para el Mundial de FIFA.

B: Es hasta el día de hoy que sigo cantando la canción de ese comercial.

G: ¡Que gracioso! Pasan las generaciones y alguna forma o la otra vieron el comercial de Quilmes y se acuerdan de esa canción. Hasta mi hijo de 10 años que ni había nacido para entonces la vio en YouTube. Volviendo a lo de antes, lo que quiero decir es que Quilmes trabajó muchísimo sobre estos valores y gracias a esto la compañía se hizo muy fuerte en el mercado local teniendo más del 80% de participación del mercado cervecero. Ahora bien, el crecimiento de Quilmes no se debe exclusivamente a las excelentes campañas publicitarias y comerciales, sino que también fue adquiriendo pequeñas cervecerías locales o regionales que mejoraron la distribución física a lo largo del país. Por ejemplo, Andes. Esto ayudó mucho a distribuir la marca Quilmes en zonas donde la cerveza regional era muy fuerte y los puntos de ventas solo querían comprar la que ellos conocían o confiaban que podían vender. Al ir con una propuesta integral, logramos revertir esas tendencias en el interior de argentina.

B: Tengo entendido que a principios de los años 90 hicieron un convenio con PepsiCo y Nestlé para comercializar sus productos. ¿Cuáles fueron las ventajas competitivas de comercializar bebidas sin alcohol?

G: ¡Muchísimas! Primero y principal, tener un portafolio más extenso, sin importar del peso de cada marca, siempre va ser mejor. Vas a tener mayor variedad de productos para vender y así atacar a distintas categorías dentro del rubro de bebidas. Este negocio es muy tentador para los clientes porque al tener mayor participación en el negocio bebidas, los clientes tendrán mayores posibilidades de crecer en volumen y facturación.

B: ¿Qué tipo de planes o estrategias comerciales tomaron para capitalizar esto?

G: En aquel momento, arme un proyecto llamado “combos de distribución” que su principal objetivo fue generar mayor cobertura de la cerveza Quilmes en el interior de argentina apalancado por el agua y las gaseosas.

B: ¿Cómo funciona eso?

G: Básicamente lo que hicimos fue diseñar un combo de ventas para que todos los meses la fuerza de ventas de nuestros principales distribuidores pueda ofrecer en sus zonas de influencia. Es importante aclarar que, en el interior de argentina, el formato “cercañía” (chinos, almacenes y kioscos) es el de mayor importancia. Casi todos prefieren comprar ahí antes de ir a un supermercado donde los precios son más caros. El distribuidor y su fuerza de ventas son los que atienden semanalmente estos puntos de venta.

B: ¿Fue exitoso el combo que armaron?

G: El fin de este combo no fue generar mayor volumen, sino su que su objetivo principal fue aumentar la cobertura de la cerveza. En largo plazo, si tenes mayor cobertura vas a traer más volumen. Si tu universo de clientes es de 100 y tu cobertura con cerveza es de 80, significa que hay un 20% de tu universo al que no estas entrando con tus productos. En el interior de argentina no contábamos con la mejor distribución física en cervezas, pero si con aguas. Aprovechamos esta oportunidad para apalancarnos de esto y mejorar nuestros indicadores de clientes con compra. Un ejemplo de un combo de ventas era “llevando 10 packs de agua, te regalamos 1 pack

de cervezas”. Con esto nos asegurábamos que como mínimo 1 pack de cervezas Quilmes iba a haber en un chino en Salta.

B: Cuando Quilmes fue adquirida por la empresa brasileña Ambev, ¿cuáles fueron los principales cambios que notaste en la empresa y luego en el mercado?

G: Internamente fue un cambio muy grande ya que pasamos a reportar a una empresa brasileña que tenía muchísima experiencia en el rubro cervecero. Ellos hicieron un excelente trabajo en Brasil con la marca Brahma, consolidándola como una marca ganadora y la más consumida en todo el país. Brasil es un país grande que cuenta con distintas realidades económicas y sociales que hace difícil ser líder. Además, conquistar ese mercado es único porque la cerveza es muy popular y mueve millones de litros al año. Volviendo a la pregunta, cuando empezamos a trabajar con ellos, tuvimos que cambiar varios procesos internos porque los que teníamos eran bastante antiguos y/o lentos. Para te des una idea, en Quilmes hacíamos seguimientos mensuales de cualquier variable y en Ambev los reportes se hacían todos los días. Para eso tuvimos que incorporar tecnología de primer nivel y acoplarnos a las exigencias que nos pedían. Por el otro lado, al tener mayor acceso a información tuvimos que aprender a gestionarla. Para eso contratamos a una consultora externa para que nos capacitara. Así como esto, hubo muchísimos cambios más que al principio no fueron fáciles de incorporar, pero con el tiempo entendimos que era para mejor.

B: ¿Cómo respondió el mercado argentino ante la llegada de Brahma?

G: ¡La llegada de Brahma a la argentina fue un éxito rotundo! Esto fue así porque nosotros contábamos con la mejor red de distribución de bebidas alcohólicas del país. En cualquier punto de venta ibas a encontrar una Quilmes. Brahma se vio muy beneficiada por esto porque en muy poco tiempo logro posicionarse en cada localidad o ciudad del país. Si mal no recuerdo, en tan solo 3 meses, la marca ya tenía un 10% de participación en el mercado. ¡Es montón!

B: ¿Crees que, sin la red de distribución de Quilmes, la marca Brahma hubiese podido posicionarse en el país?

G: Para ser honesta, no lo creo. Uno de los motivos por la cual una empresa adquiere a la otra es para tener acceso inmediato al mercado en la que opera. Esto es aún más eficiente cuando la empresa adquirida es líder como Quilmes. Además, la producción de cerveza es bastante similar en todo el mundo, es así que Brahma empezó a producirse en Argentina que implica un ahorro en la producción ya que a mayor producción de cerveza menor es el costo de producción.

B: Con la llegada de Brahma, ¿cuál fue la estrategia de trade marketing para atraer a los consumidores de cerveza?

G: Con Quilmes apuntábamos al consumidor pasional, el que le gusta estar en familia o con amigos, el que se junta a jugar al fútbol el fin de semana, a los amantes del asado, etc. Como dije antes, al ser una cerveza nacional nuestro mensaje estaba apuntado a esas “costumbres argentinas”. Ahora bien, con Brahma la estrategia fue totalmente distinta. En su momento, era una cerveza más cara que Quilmes por lo cual nuestras acciones estaban dirigidas a los consumidores más “Premium”. A los que le gusta sentarse y disfrutar de una rica cerveza. Sin apuros. Además, habíamos hecho un estudio de mercado y encontramos que el argentino suele mirar con buenos ojos cualquier producto que se fabrique afuera del país. Siente que es de mejor calidad. Esto fue fundamental para nosotros porque en todo momento buscamos resaltar el mensaje de “estas tomando una cerveza de afuera”. Por último, gracias a la imagen de Brahma empezamos a trabajar en el formato noche. A esto me refiero en bares, restaurantes y boliches. Un formato que en su momento no estaba muy desarrollado y que no presentaba un líder absoluto. Con el ingreso de esta marca, nos metimos de lleno en este canal para adueñarnos del consumo de la noche. Para darte un ejemplo: armamos planes específicos para conquistar los boliches más representativos de Buenos Aires. Esto ayudó muchísimo a construir una imagen sólida de nuestras marcas y más que nada la empresa.

B: Pasemos a la segunda faceta de esta cronología cuando fusionan Ambev e Interbrew para crear InBev. Aquí ya estamos hablando de una nueva empresa multinacional con un portafolio de productos más extensos y consolidados como por ejemplo Stella Artois. ¿Qué es lo que más destaca de esta nueva etapa para la compañía?

G: Desde mi punto de vista, creo que la fusión entre la empresa belga (Interbrew) y la brasileña (Ambev) fue exitosa para algunas cosas, pero perjudicó la marca Quilmes. Por un lado, incorporamos al mercado argentino muchísimas marcas de calidad como Stella Artois y así nos adueñamos del mercado cervecero. Este crecimiento también lo veíamos en nuestros principales clientes y eso es muy importante porque te da la libertad de poder trabajar en sus procesos y meterte de lleno en la toma de decisiones. Pero por el otro lado, al tener una cartera de productos más extensa y competitiva, empezamos a ver que los consumidores de Quilmes migraban hacia las otras marcas. Es decir que crecimos en participación de mercado en Brahma o Stella a costa de que Quilmes resigne su porcentaje. Convengamos que este producto fue y es la más volumétrica de la empresa y si pierden litros ahí, estarían resignando facturación como también ahorros en la producción. Como dije antes, a mayor producción de cerveza menor el costo de producción.

B: ¿Qué hicieron para contrarrestar esta caída en la marca Quilmes?

G: Una de mis responsabilidades fue re asignar las marcas claves para cada canal. De esa forma evitaríamos una canibalización entre ellas. Con Stella decidimos posicionarla para el canal noche. Para tomar en bares o boliches. Con Brahma nos enfocamos en el concepto día o playa. Empezamos hacer fiestas o “afters” en Mar del Plata. La gente relaciona a Brahma como una marca festiva por el carnaval de Rio de Janeiro. Para Quilmes el mensaje fue “consumo diario” o personal. Para poder cumplir con esta meta teníamos que cambiar el embotellado para que el consumidor no tenga que abrir una botella de vidrio cada vez que quería comer. Por eso empezamos con la lata o la media pinta.

B: ¿Cómo fue la respuesta del mercado?

G: Al principio costó mucho porque el argentino no estaba acostumbrado a consumir cerveza en lata. Tampoco había un hábito de consumo diario así que tuvimos que trabajar mucho en la comunicación. Notamos que la competencia también apostaba a ese formato e invertía mucho dinero para ganar la pulseada. De todas formas, esta disputa fue muy beneficiosa para la

categoría de latas porque entre todas generamos un volumen que antes no había y como nosotros contábamos con marcas fuertes, logramos capturar muchísimo volumen.

B: ¿Cuánto representa el formato lata en el mercado cervecero?

G: Mira en esa época la participación era muy pequeña, pero por lo que leí en este último tiempo, ha crecido un montón y entiendo que la empresa multinacional AB-InBev quiere migrar todos sus negocios en argentina hacia el concepto lata. Es el formato exitoso que predomina en todo, principalmente en el mercado americano y chino que son los mercados más importantes del mundo. Y encima, los costos de distribución son menores que al de botella.

B: Pasemos a la última faceta cuando se consolida la famosa y exitosa empresa AB-InBev. Desde tu punto de vista, ¿Qué podés resaltar de esta nueva empresa?

G: Para serte honesta, en esta última faceta participe muy poco porque entre que se formó la empresa para fines del 2008 y mi salida de la empresa para fines del 2009, no pude trabajar tanto en los procesos y marcas que venían de afuera. Lo que si te puedo remarcar es que con la entrada de marcas como Budweiser, Corona, Amstel y otras más; terminamos de consolidar un portafolio solido de productos para atacar a todos los segmentos de precios. Creo que ahí está la clave de este negocio. Contar con una marca fuerte para el segmento masivo, como Quilmes. Tener marcas ganadoras para el segmento medio como Bud o Brahma y, por último, tener productos de muy buena calidad como Corona o Stella Artois para ocasiones especiales. La clave está en dar pelea en todos los momentos de consumo, en todos los segmentos de precios, en los distintos canales de ventas como también en los distintos tipos de cerveza: rubia, roja, negra o ipa. Eso es lo que más se reconoce de AB-Inbev. Ni me quiero imaginar lo que va ser la empresa a nivel mundial con la incorporación de SAB-Miller. ¡Básicamente tendrían todo el mercado cervecero, un monopolio!

B: Yo opino igual. Van a quedar muy pocas empresas que podrán dar pelea a este monstruo como AB-InBev/SAB-Miller. Me parece que la única seria Heineken. ¿No?

G: Si es verdad. Algo que destaco de Heineken es que trabaja muchísimo sobre su imagen, la tradición y principalmente la calidad de su producto. Tengo entendido que sus estándares de calidad de producción afuera de Holanda son muy estrictas. Eso hace que el gusto no varíe y se mantenga igual en todos los países que se comercializa. No es fácil conseguir eso.

B: Heineken no se fusiono con ninguna empresa. Tampoco fue adquirida por otra. Así y todo, es una marca muy competitiva en argentina y a nivel mundial. ¿Dónde crees que está la clave en su negocio?

G: Como dije anteriormente, hacen mucho hincapié en el “branding” y la calidad de sus productos. Créeme que los consumidores lo perciben. Su estrategia estuvo en conceder licencias de comercialización y producción a empresas regionales capaces de armar una buena red de distribución. Un claro ejemplo seria CCU en Sudamérica. Para hacer una buena red de distribución tuvieron que trabajar muy de cerca con sus clientes y hacerlos sentir como partners en este negocio. ¡Y lo han logrado! Hace poco hable con alguien de quilmes y me contaba que en este último tiempo la participación de Heineken en argentina creció de 15% a 25%. ¡Es mucho! Y hay una clara tendencia de que esto va seguir subiendo. Pero bueno, también habrá que ver cómo impacta la nueva adquisición de SAB-Miller. Tengo entendido que todavía están en procesos legales para definir que marcas se van a quedar y cuáles van a ser vendidas al resto.

B: Gracias Nadina por tu tiempo.

G: No, a vos, muchas gracias.

ANEXO B

Entrevista realizada a Néstor del Campo, CEO de Grupo Peñaflo.

B: Actualmente sos el nuevo CEO y Director de Grupo Peñaflo. Felicidades por la nueva posición.

C: ¡Muchas Gracias!

B: Anteriormente fuiste CEO de Quilmes (luego AB-InBev) para Argentina. ¿Es así?

C: Claro, es así. Hasta el 2006 fui CEO de Cervecería y Maltería Quilmes. En el 2006, cuando se disuelve por completo la participación de los Bemberg (fundadores y dueños de la compañía), junto a Garcia Mansilla tomamos la decisión de dejar la compañía. Luego, por varios años participe del “board of directors” de Grupo Peñaflo y actualmente, con la salida de Martin Ramos, tomé la posición de CEO/Director de la compañía.

B: Actualmente estoy finalizando el trabajo de graduación para la Universidad de San Andrés. El objetivo general de este trabajo es analizar cuáles son los principales drivers que llevan a las empresas cerveceras líderes a buscar la generación de valor a través de M&A. Para lograr este propósito se analizó un caso emblemático del sector: Anheuser-Busch InBev (AB InBev). Uno de los primeros temas que desarrollo es si la estructura de la industria cervecera fue lo que determinó en las empresas líderes el desarrollo de una estrategia de M&A. A estructura me refiero a la micro y macro economía de este negocio. ¿Qué opinas al respecto?

C: La estructura de este negocio es fundamental y es la que siempre ha determinado las decisiones estratégicas, financieras o comerciales que hemos tomado. Hasta incluso antes de que se consoliden todos los M&A (Ambev con Quilmes, luego Ambev con Interbrew y luego Anheuser Busch con InBev para así crear a AB InBev) Quilmes ya venía desarrollando hace muchos años pequeñas adquisiciones y/o fusiones a nivel local que la potencio a ser una de las cerveceras más

importantes de Latinoamérica. Tal así que los brasileños vieron como una oportunidad enorme de adquirir a la compañía y aprovechar de todas las cosas que habíamos logrado.

B: ¿Qué serían?

C: Primero aprovechar de la marca ganadora como Quilmes. Si Ambev hubiese querido entrar a nuestro mercado con Brahma, no hubiese podido quitarle mucha participación de mercado a una marca local tan importante como Quilmes. Justamente tenes que buscar un partner que te potencie y no que te destruya. A ver, puede que en 20 años hubiesen podido crecer y sacarle volumen, pero te aseguro que en todos esos años habrán perdido mucha plata o ganado muy poca. ¿Hasta qué punto podés sostener un negocio que no arroja ganancias? Es insostenible. En segundo lugar, tenes la producción. La empresa contaba con varias plantas de producción en todo el país, todas con altísimos estándares de calidad con tecnología de último momento. No tenes muchas empresas que tengan fabricas para hacer cerveza de alta calidad. Además, si tenes que exportar tu producto a otro país, el costo de distribución va ser más alto con lo cual tus márgenes van a ser menores. Otro tema importante: la distribución. ¡La clave del éxito de Quilmes! Los más 100 años en la industria local permitieron construir relaciones muy buenas con casi todos sus clientes que son y serán los “Business Partners” de una compañía. Y esto no solo aplica para Quilmes sino para cualquier compañía que quiera triunfar en sus negocios. A través del trabajo en equipo, del esfuerzo y de la confianza, se pueden generar relaciones muy buenas entre proveedor – cliente. Si el cliente ve que los vas acompañar en los buenos momentos, pero también en los malos, te va a dejar que vos operes sus negocios como si fuera la compañía misma.

B: Imagino que también la compañía tenía un “know-how” del mercado argentino, algo que Ambev con Brahma no tenía. ¿No?

C: ¡Totalmente! Es como si nosotros hubiésemos querido entrar y vender en Brasil, con cero experiencias de cómo opera el país, los consumidores y pretender sacarle mercado a Brahma o Skol (la competencia). Hubiésemos fracasados. Hay una frase que me gusta mucho y dice algo como “las buenas decisiones provienen de la experiencia, y la experiencia... viene de las malas decisiones”. Hemos acertado, pero también errado en muchas decisiones, pero en todo momento

hemos aprendido de cómo hacer las cosas. Y creo yo que Ambev quería beneficiarse de esto también.

B: Volvamos un poco al concepto de estructura y como eso afecta o no las decisiones de la compañía. Me comentaste que antes del M&A con la empresa belgo-brasileña, la compañía ya venía haciendo pequeñas adquisiciones a nivel local. ¿Cómo era la estructura de ese momento que los empujo a tomar esas decisiones?

C: Argentina cuenta con distintas realidades económicas y sociales a lo largo y ancho del país. Si uno piensa que porque la estrategia funciona bien en capital federal se pueda replicar en salta, estamos equivocados. Cada región tiene su particularidad en cuanto a gustos, preferencias, etc. A lo largo de su historia, la compañía se dio cuenta que ante este contexto las mejores decisiones fueron cuando adquirimos socios en distintas regiones del país. Para darte un ejemplo, hace mucho tiempo, la cerveza Andes era la más consumida en las regiones de cuyo y NOA (noroeste del país). Quilmes sabía del potencial del consumo que había en esas regiones pero se le hacía muy difícil entrar. Había una preferencia hacia un producto que entendía perfectamente las necesidades de los consumidores. Entonces lo que hizo Quilmes fue comprar esa compañía y utilizar su marca para apalancar ventas de la cerveza Quilmes, sus clientes, su red de distribución, su fábrica, su personal de trabajo y así para poder entrar a ese mercado regional. ¡Y nos fue muy bien!

B: En el trabajo de graduación, enumero varios drivers o motivaciones de porque las empresas líderes de cerveza optan por desarrollar una estrategia de M&A. Pueden ser estratégicas, financieras, económicas o hasta incluso por beneficios intangibles. Por lo que estudie y también por lo que me decís vos, entiendo que las decisiones son principalmente estratégicas. ¿Es así?

C: ¡Si, por supuesto! Desde el primer minuto, Ambev necesitaba a Quilmes para poder entrar y desarrollar sus productos en Argentina. Y si esto funcionaba, sus beneficios financieros o económicos iban a ser aun mejores. Pero antes uno tiene que encontrar ese “business partner” que te ayude estratégicamente.

B: Si Quilmes le iba tan bien, ¿Por qué crees que los Bemberg decidieron vender su participación a la empresa brasileña?

C: Primero porque la plata que estaban ofreciendo era muy tentador... Segundo, sabían que en un contexto de globalización, tarde o temprano esto iba a pasar porque no había forma de desarrollar los productos en otros países sin tener que asociarnos o comprar una compañía. Evaluamos la posibilidad de asociarnos, pero lamentablemente aquellos socios no eran los indicados o ya estaban tomados por la competencia. Y comprar una compañía de otro país tampoco era viable. En el país en el que vivimos, ¿Cuántas veces viste a una compañía argentina adquirir una empresa brasileña o chilena o americana? ¡Que yo recuerde, nunca! Esperaron al mejor comprador y cuando este llego, se la vendieron. Si habrá sido una decisión sabia... desde entonces la compañía ha duplicado sus ventas, abrieron más fabricas por lo que les dieron más empleos a los argentinos y lograron introducir marcas exitosas para que cada uno la pueda tomar. Y esto no solo ocurre en argentina, sino que en cada mercado en la que opera AB-InBev. En lo que es total consumo masivo, la compañía da pelea contra Coca Cola, Procter & Gamble, Unilever, lo que sea.

B: Hablando de consumo masivo, leí que estas empresas como AB-InBev tiene como objetivo expandir sus negocios en otros mercados como la de bebidas sin alcohol. Entiendo que esto es así porque la lista de posibles targets para futuras adquisiciones en la industria de la cerveza es bastante limitada. ¿Cuál es tu opinión al respecto?

C: Claro, el mercado de las bebidas sin alcohol es la opción que tiene más fuerza ya que estos mercados comparten prácticas similares en lo que respecta a la producción, embotellado y distribución. Hoy en día la compañía tiene algunas licencias en distintos países con empresas de bebidas no alcohólicas, pero el beneficio es más estratégico que económico. Sirve más para potenciar tus marcas de cerveza que lo que realmente podés ganar por vender aguas. Para darte un ejemplo, hoy en día Peñaflores tiene el mismo acuerdo con la empresa DIAGEO (empresa inglesa, líder en bebidas espirituosas) y convengamos que por cada peso que vendemos, Peñaflores se lleva el 10%. Es poco, pero si observamos las ventas de nuestros vinos desde que hicimos el acuerdo, hemos crecido un 30% en volumen. Nos hemos beneficiado de sus marcas para potenciar nuestros vinos. Volviendo al tema, creo que si AB-InBev apuesta por ese mercado, va a preferir comprar una

compañía que asociarse. Además, hay que aclarar que por más que pertenezcan a otro mercado hoy en día todas compiten entre sí. Cerveza quiere sacarle consumo aguas y aguas quiere sacarles consumo a las cervezas.

B: Ahora que trabajas en la industria del vino, ¿Hay posibilidades de que una empresa como AB InBev intente comprar a una empresa de vinos como Peñaflor?

C: Puede pasar pero la verdad es que no lo veo tan fácil.

B: ¿Por qué?

C: Porque trabajamos en industrias totalmente distintas. El proceso de producción de la cerveza puede demorar entre 20-25 días mientras que la producción del vino demora mucho más tiempo. Se planta, se cosecha y luego se almacena en barricas de roble francés. Por el otro lado, en la industria del vino hay muchísimos jugadores, ya sean grandes o chicos. Además, ser grande tampoco te garantiza tener el mejor vino. Todo lo contrario, en la industria del vino, el consumidor ve con muy buenos ojos aquel productor boutique que vende muy pocas botellas al año. Es otra cultura. Te lo resumo así: El ADN la empresa cervecera es volumen, volumen y más volumen.

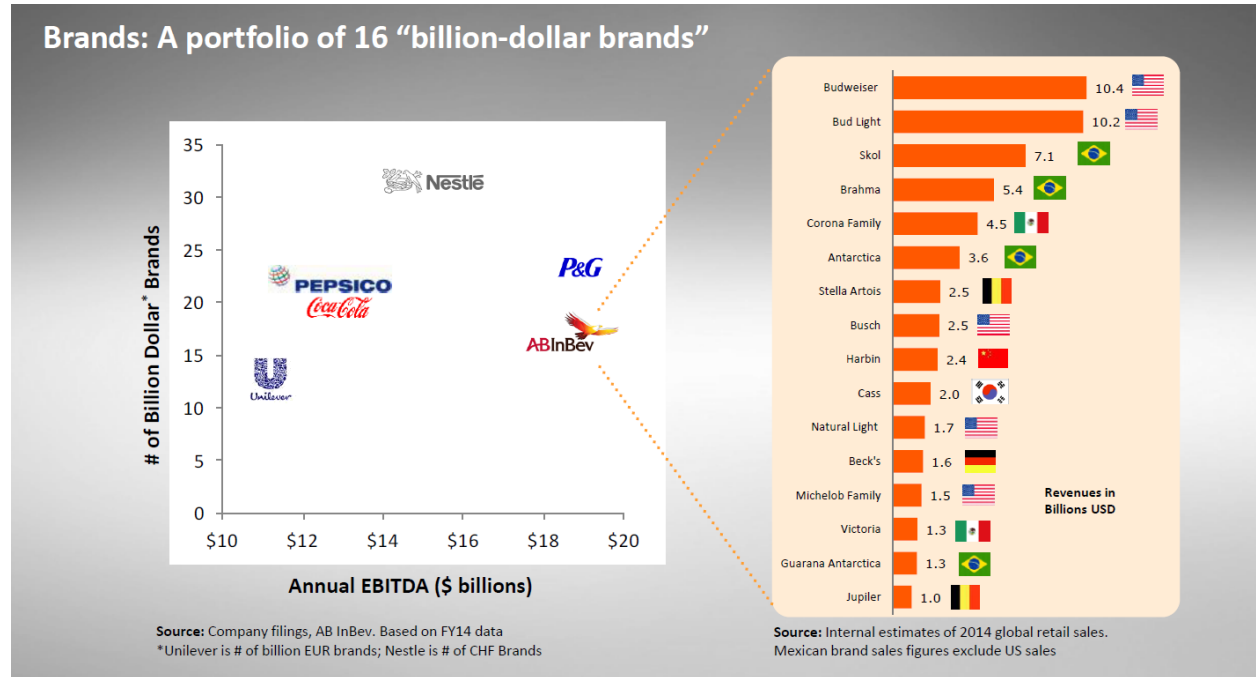
B: Y si hay una oferta tentadora, ¿Qué harían?

C: ¡Que pregunta! Hoy te puedo confirmar que Peñaflor no está a la venta.

B: Gracias Néstor por tu tiempo.

C: Gracias a vos y mucha suerte.

ANEXO B

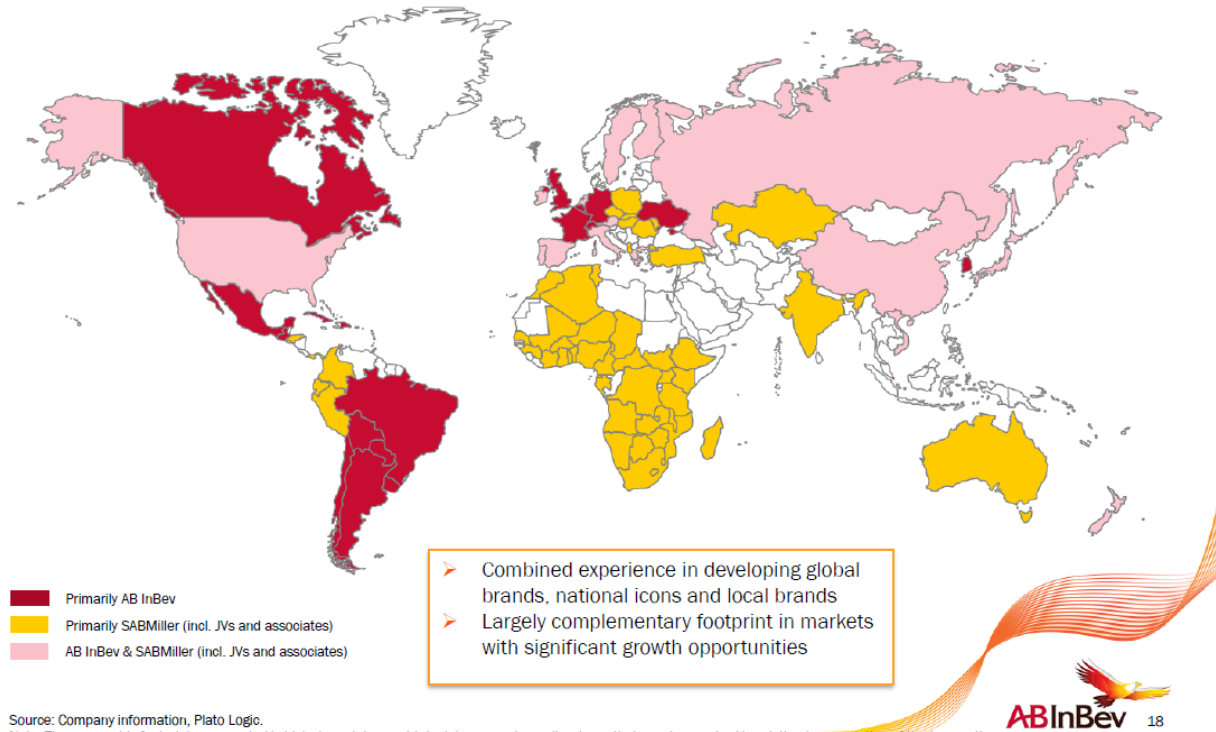


Fuente: AB InBev, Introductory Presentation, January 2016.

ANEXO C

First Truly Global Beer Company

A largely complementary geographic footprint



Fuente: AB InBev, Investor Presentation, Building the First Truly Global Beer Company, November 2015

ANEXO D

Estado de resultados de Anheuser-Busch InBev del período 2006-2015 (En USD).

Fuente: https://ycharts.com/financials/BUD/income_statement/annual,

Income (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
Operating Revenue	43.60B	47.06B	43.20B	39.76B	39.05B	36.30B	36.76B	23.51B	19.74B	17.56B
Revenue	43.60B	47.06B	43.20B	39.76B	39.05B	36.30B	36.76B	23.51B	19.74B	17.56B
Cost of Goods Sold	17.14B	18.76B	17.59B	16.42B	16.61B	16.15B	17.20B	10.34B	8.118B	7.229B
Gross Profit	26.47B	28.31B	25.60B	23.34B	22.44B	20.15B	19.56B	13.17B	11.62B	10.34B
Sales and Marketing Expense	11.17B	11.59B	10.02B	9.041B	8.448B	4.712B	4.992B	3.51B	2.919B	4.754B
General and Administrative Expense	2.56B	2.791B	2.539B	2.20B	2.057B	4.873B	4.981B	4.203B	3.697B	1.419B
SG&A Expense	13.73B	14.38B	12.56B	11.24B	10.50B	9.585B	9.973B	7.713B	6.616B	6.173B
Special Income and Charges	700.00M	1.109B	7.452B	648.00M	-329.00M	-268.00M	-153.00M	-457.00M	-59.00M	-183.45M
Total Operating Expenses	12.56B	13.20B	5.158B	10.59B	10.09B	9.249B	7.991B	7.831B	5.745B	6.206B
Operating Income	13.90B	15.11B	20.44B	12.75B	12.35B	10.90B	11.57B	5.34B	5.872B	4.130B
Non-Operating Interest Income	339.00M	335.00M	286.00M	206.00M	438.00M	525.00M	347.00M	288.00M	157.00M	219.09M
Non-Operating Interest Expense	1.923B	2.093B	2.161B	2.008B	3.722B	4.261B	4.766B	1.888B	975.00M	843.35M
Net Non-Operating Interest Income Expense	-1.584B	-1.758B	-1.875B	-1.962B	-3.284B	-3.736B	-4.419B	-1.60B	-818.00M	-624.27M
Non-Operating Income	141.00M	448.00M	-34.00M	220.00M	623.00M	521.00M	513.00M	60.00M	1.000M	1.320M
Other Income and Expenses	141.00M	448.00M	-34.00M	220.00M	623.00M	521.00M	513.00M	60.00M	1.000M	1.320M
Net Interest Income	-1.584B	-1.758B	-1.875B	-1.802B	-3.284B	-3.736B	-4.419B	-1.60B	-818.00M	-624.27M
Pre-Tax Income	12.46B	13.80B	18.53B	11.00B	9.685B	7.682B	7.663B	3.80B	5.055B	3.507B
Provision for Income Taxes	2.594B	2.499B	2.016B	1.68B	1.826B	1.92B	1.786B	674.00M	888.00M	700.81M
Income from Continuing Operations	9.867B	11.30B	16.52B	9.325B	7.859B	5.762B	5.877B	3.126B	4.167B	1.862B
Income Attributable to Minority Interest	-1.594B	-2.086B	-2.124B	-2.165B	-2.08B	-1.736B	-1.264B	-1.199B	-1.162B	943.66M
Net Income	8.273B	9.216B	14.39B	7.16B	5.779B	4.026B	4.613B	1.927B	3.005B	2.806B
Normalized Income	7.659B	8.011B	8.118B	6.999B	6.050B	4.227B	4.730B	2.303B	3.054B	2.953B

EBITDA	17.54B	19.25B	23.68B	15.76B	16.19B	14.73B	15.25B	7.60B	7.438B	5.793B
Reconciled Depreciation	3.153B	3.353B	2.985B	2.747B	2.783B	2.788B	2.818B	1.912B	1.408B	1.443B
EBIT	14.38B	15.89B	20.70B	13.01B	13.41B	11.94B	12.43B	5.688B	6.03B	4.350B
Basic EPS (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
EPS Basic from Continuing Operations	5.051	5.640	8.902	4.475	3.623	2.529	2.912	1.929	3.079	3.063
Normalized Basic EPS	4.676	4.903	5.020	4.375	3.793	2.655	2.986	2.305	3.129	3.304
EPS Basic	5.050	5.640	8.900	4.480	3.620	2.530	2.910	1.930	3.080	3.062
Diluted EPS (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
EPS Diluted from Continuing Operations	4.960	5.535	8.724	4.398	3.581	2.499	2.896	1.927	3.063	3.038
Normalized Diluted EPS	4.591	4.812	4.920	4.299	3.748	2.624	2.969	2.303	3.113	3.277
EPS Diluted	4.960	5.540	8.720	4.400	3.580	2.50	2.900	1.930	3.060	3.036
Shares Data (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
Average Basic Shares Outstanding	1.638B	1.634B	1.617B	1.60B	1.595B	1.592B	1.584B	999.00M	976.00M	608.00M
Average Diluted Shares Outstanding	1.668B	1.665B	1.65B	1.628B	1.614B	1.611B	1.593B	1.000B	981.00M	613.00M
Dividend Per Share	3.951	3.253	3.028	1.574	1.181	0.4938				

ANEXO E

Balance general de Anheuser-Busch InBev del período 2006-2015 (En USD).

Fuente: https://ycharts.com/financials/BUD/balance_sheet/annual,

Assets (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
Cash and Equivalents	6.923B	8.357B	9.839B	7.051B	5.32B	4.511B	3.689B	2.936B	1.949B	826.20M
Short Term Investments	55.00M	301.00M	123.00M	6.827B	103.00M	641.00M	55.00M	270.00M	264.00M	294.32M
Cash and Short Term Investments	6.978B	8.658B	9.962B	13.88B	5.423B	5.152B	3.744B	3.206B	2.213B	1.121B
Accounts Receivable	3.241B	3.363B	2.935B	2.736B	2.572B	4.638B	4.099B	4.126B	3.783B	3.393B
Loans Receivable	57.00M	52.00M								
Other Receivables	314.00M	175.00M	737.00M	86.00M	88.00M					
Total Receivables	4.673B	4.517B	4.471B	3.367B	3.34B	5.004B	4.689B	4.706B	4.233B	3.674B
Raw Materials Inventory	1.539B	1.723B	1.717B	1.508B	1.572B	1.519B	1.495B	1.674B	977.00M	
Work in Process Inventory	294.00M	315.00M	326.00M	267.00M	214.00M	217.00M	256.00M	335.00M	159.00M	
Finished Goods Inventory	819.00M	795.00M	829.00M	686.00M	624.00M	544.00M	542.00M	766.00M	429.00M	
Purchased Components Inventory	107.00M	55.00M	78.00M	39.00M	56.00M	129.00M	61.00M	93.00M	82.00M	
Other Inventory	103.00M	86.00M								
Inventories	2.862B	2.974B	2.95B	2.50B	2.466B	2.409B	2.354B	2.868B	1.647B	1.342B
Prepaid Expenses	465.00M	554.00M	616.00M	453.00M	434.00M					
Other Current Assets	3.316B	1.838B	691.00M	432.00M	660.00M	32.00M	66.00M	51.00M	60.00M	3.825B
Total Current Assets	18.29B	18.54B	18.69B	20.63B	12.32B	12.60B	10.85B	10.83B	8.153B	6.288B
Properties				0.000						
Land and Improvements	9.239B	9.988B	9.968B		7.849B	7.655B	7.855B	9.025B	4.662B	
Machine, Furniture & Equipment	24.16B	25.81B	26.07B	0.000	22.02B	21.32B	20.68B	20.67B	16.18B	
Construction in Progress	1.933B	1.688B	2.065B		1.488B	1.316B	756.00M	1.201B	990.00M	
Gross PP&E	35.33B	37.48B	38.11B	16.46B	31.36B	30.30B	29.29B	30.89B	21.83B	
Accumulated D&A	-16.38B	-17.22B	-17.22B	0.000	-15.34B	-14.40B	-12.83B	-11.22B	-12.07B	
Net PP&E	18.95B	20.26B	20.89B	16.46B	16.02B	15.89B	16.46B	19.67B	9.759B	8.316B
Goodwill	65.06B	70.76B	69.93B	51.77B	51.30B	52.50B	52.12B	50.24B	20.36B	16.24B
Other Intangible Assets	29.68B	29.92B	29.34B	24.37B	23.82B	23.36B	23.16B	23.64B	1.84B	1.670B
Goodwill and Intangibles	94.74B	100.68B	99.26B	76.14B	75.12B	75.86B	75.29B	73.88B	22.20B	17.91B

Long Term Investments	260.00M	228.00M	380.00M	7.346B	6.94B	7.538B	7.021B	7.11B	286.00M	
Long Term Receivables							1.941B	1.315B	858.00M	
Derivative Instruments	295.00M	507.00M	120.00M	241.00M	613.00M					
Long Term Deferred Assets	1.206B	1.084B	1.18B	845.00M	689.00M	744.00M	949.00M	932.00M	976.00M	1.131B
Other Long Term Assets	888.00M	1.236B	1.132B	949.00M	710.00M	1.70B				2.118B
Total Long Term Assets	116.34B	124.01B	122.98B	101.99B	100.10B	101.74B	101.67B	102.92B	34.09B	28.35B
Total Assets	134.64B	142.55B	141.67B	122.62B	112.43B	114.34B	112.52B	113.75B	42.25B	34.64B
Liabilities (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
Accounts Payable				14.30B		12.07B	11.38B	10.24B	6.492B	5.172B
Dividends Payable	239.00M	518.00M	384.00M		566.00M					
Current Tax Payable	2.279B	2.478B	2.794B	543.00M	1.946B	478.00M	526.00M	405.00M	839.00M	
Other Payables	253.00M	341.00M	977.00M		55.00M					
Total Payables	2.771B	3.337B	4.155B	14.84B	2.567B	12.55B	11.90B	10.64B	7.331B	5.172B
Accrued Expenses	1.741B	1.88B	2.061B		1.439B					
Payables and Accrued Expenses	16.13B	16.13B	16.05B	14.84B	11.72B	12.55B	11.90B	10.64B	7.331B	5.172B
	220.00M	165.00M	196.00M	180.00M	241.00M	238.00M	308.00M	458.00M	275.00M	333.91M
Current Provisions - Legal & Other										
Commercial Paper Liability			2.065B		2.287B					
Other Current Borrowings			5.784B		3.275B					
	5.925B	7.492B	7.849B	5.39B	5.562B	2.933B	2.043B	12.07B	2.235B	1.708B
Current Portion of Long Term Debt										
Current Capital Lease Obligation			3.000M		5.000M					
Current Debt & Capital Lease Obligation	5.925B	7.492B	7.852B	5.39B	5.567B	2.933B	2.043B	12.07B	2.235B	1.708B
Current Deferred Revenue	49.00M	53.00M	38.00M		30.00M					
Current Deferred Liabilities	1.523B	1.693B	899.00M		66.00M					
Other Current Liability	4.66B	1.728B	630.00M		2.055B					7.425B
Total Current Liabilities	28.46B	27.21B	25.63B	20.41B	19.64B	15.72B	14.25B	23.17B	9.841B	7.759B

Long Term Provisions - Legal & Other	677.00M	634.00M	532.00M	641.00M	874.00M	912.00M	966.00M	796.00M	754.00M	591.27M
Non-Current Portion of Long Term Debt	43.54B	43.63B	41.14B	38.95B	34.48B	41.96B	49.03B	49.80B	8.095B	6.792B
Long Term Cap Lease Obligation			132.00M		120.00M					
Non-Current Portion of LTD and Capital Lease Obligation	43.54B	43.63B	41.27B	38.95B	34.60B	41.96B	49.03B	49.80B	8.095B	6.792B
Long Term Deferred Tax Liabilities	11.96B	12.70B	12.84B	11.17B	11.28B	11.91B	12.50B	12.57B	689.00M	840.71M
Non-Current Deferred Liabilities	12.29B	12.84B	14.64B	11.17B	11.37B	11.91B	12.50B	12.57B	689.00M	840.71M
Pension Liability	2.725B	3.05B	2.862B	3.687B	3.44B	2.746B	2.611B	2.983B	919.00M	993.81M
Derivative Contract Liabilities	315.00M	64.00M	159.00M		508.00M					
Minority Interest Ownership	3.582B	4.285B	4.943B	4.299B	3.552B	3.54B	2.853B	1.989B	1.892B	
Other Long Term Liabilities	912.00M	868.00M	1.262B	2.313B	949.00M	2.295B				2.153B
Total Long Term Liabilities	64.04B	65.37B	65.67B	61.06B	55.29B	63.36B	67.95B	68.14B	12.35B	9.536B
Total Liabilities	92.50B	92.58B	91.30B	81.47B	74.94B	79.08B	82.21B	91.31B	22.19B	17.29B
Shareholder's Equity (Annual)	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12	2010-12	2009-12	2008-12	2007-12	2006-12
Total Capital Stock	1.736B	1.736B		1.734B		1.733B				624.27M
Retained Earnings	35.95B	35.17B	31.00B	21.52B	17.82B	13.66B	10.45B	6.482B	6.617B	4.833B
Additional Paid In Capital	17.62B	17.62B	19.34B	17.57B	19.29B	17.54B	19.25B	19.21B	9.361B	9.782B
Shareholders Equity	42.14B	49.97B	50.36B	41.15B	37.49B	35.26B	30.32B	22.44B	20.06B	16.18B

