



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación de ABInBev

Autor: Silvestre Bedit

DNI: 38.992.804

Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, noviembre 2023



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de ABInBev



Autor: Silvestre Bedit

DNI: 38.992.804

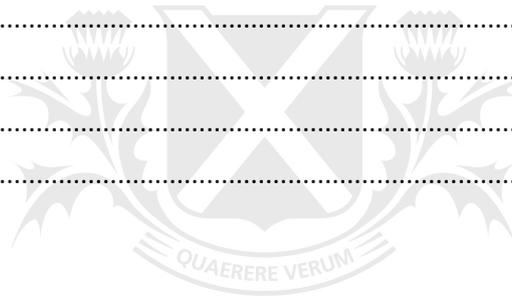
Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, noviembre 2023

ÍNDICE

1. Resumen Ejecutivo.....	4
2. Glosario:	5
3. Descripción del negocio	11
3.1 Introducción a la empresa	11
3.2 Distribución mundial.....	16
3.3 Oportunidades de Mercado.....	17
3.4 Estrategia:	18
4. Historia de la compañía:	25
5. Industria de la Cerveza:.....	27
5.1 Elaboración	27
5.2 Consumo y tendencias mundiales de bebidas alcohólicas	28
5.3 Consumo Mundial de Cerveza	31
5.4 Análisis de la competencia.....	33
6. Análisis Financiero:	37
6.1 EBITDA:.....	40
6.2 Activos Corrientes:.....	47
6.3 Activos No Corrientes:	48
6.4 Pasivos Corrientes.....	49
6.5 Pasivos No corrientes.....	50
6.7 Análisis y evolución de ratios	50
6.7.1 Indicadores de rentabilidad	50
6.7.2 Indicadores de Endeudamiento	52
6.7.3 Indicadores de Gestión Operativa y de Liquidez	54
6.8 Comparación con pares del mercado:	55
7. Valuación de ABInBev por APV	57
7.1 Flujo de fondos disponibles para la firma	58
7.2 Proyección de ventas	59
7.3 Costo de los bienes vendidos.....	62
7.4 Gastos de ventas, administrativos y de distribución y marketing	63
7.5 Depreciaciones y Amortizaciones:	65
7.6 Capex:.....	65
7.7 Capital de trabajo:.....	66
7.8 Impuestos.....	67
7.9 Tasa de descuento (Ku).....	67

7.9.1 Tasa libre de riesgo y Prima de riesgo de Mercado	67
7.9.2 Beta Apalancado	68
7.9.3 Beta Desapalancado.....	69
7.9.4 Riesgo País.....	69
7.9.5 Kd o Costo de la deuda	70
7.10 Flujo de Escudos Fiscales	70
7.11 Resultado por Valuación de Flujos de fondos descontados:	71
7.11.1 Valor terminal	71
7.11.2 Escenario Base	72
7.11.3 Escenario Optimista	73
7.11.4 Escenario Pesimista.....	74
8.Valuación por múltiplos	77
9.Bibliografía	80
9.1) Académica.....	80
9.2) Reportes e Informes	80
9.3) Sitios de Internet.....	80
10. Anexo, Cuadros y Tablas	82



Universidad de
San Andrés

1. Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente informe es valorar, con fecha 31 de diciembre de 2022, la compañía Anheuser-Busch Inbev (ABInBev), dedicada especialmente a la industria cervecera. Para dicha fecha la acción de la empresa cotizaba en U\$S 60,04 en el mercado.

En primer lugar, se presenta la historia de la compañía, se describe el negocio y se introduce a la industria de bebidas alcohólicas para luego especificar sobre la cerveza en su elaboración, producción y consumo a nivel mundial. Se analizan a los principales competidores y se explican los puntos sobre los cuales ABInBev centra su estrategia a fin de hacer crecer la categoría y su participación en ella.

Posteriormente se realiza un análisis de los principales indicadores financieros de la empresa y se los compara con empresas similares a fin de entender los mismos con mayor profundidad.

Para la valuación del capital accionario se emplean dos metodologías en paralelo: el método de flujos de fondos descontados (FFD), y el de Valuación relativo o múltiplos de mercado. Para el método FFD se utilizan los flujos de fondos libres a la firme y se los descuentan mediante el método del Valor Presente Ajustado, o en inglés APV (Adjusted Present Value)

Mediante la metodología FFD se obtuvo un valor de U\$S 76,5 por acción al 31 de diciembre de 2022. Adicionalmente, planteamos escenarios que contemplan variaciones pesimistas y optimistas para el mercado que pueden situar a dicho valor entre U\$S 51,75 y U\$S 88,6.

Mediante la metodología por Múltiplos, se analizó el EV/EBITDA a partir de una muestra de empresas comparables con ABInBev, seleccionando sus principales 3 competidoras de cerveza, y la principal competidora entre todas las bebidas alcohólicas. Las 4 empresas cotizan en el mercado de Estados Unidos y ofrecen información pública. El resultado obtenido sitúa al valor de la acción de ABInBev entre U\$S 47 y U\$S 86.

2. Glosario:

Above Core: Segmento de ventas por encima del Core del negocio.

Ambev: La Compañía de Bebidas de las Américas es una empresa privada de Brasil que nació de la fusión en julio de 1999 entre las compañías Antártica y Brahma. La empresa es una subsidiaria de la multinacional belga Anheuser-Busch InBev.

Andes Origen: Andes Origen es una marca de cerveza de origen argentino, fundada en 1921 por el inmigrante Otto Bemberg, oriundo de Alemania.

Antártica: Cerveza de origen brasileiro comercializada por la compañía Anheuser-Busch InBev.

Artois: Cervecería belga con origen en 1366.

APAC: Asia pacífica.

Baijiu: También conocido como shaojiu, es un licor destilado claro chino.

BEES: Aplicación B2B de ABInBev.

Beck's: Beck's es el nombre de una cerveza tipo pilsener alemana de amplio consumo nacional. La sede de la cervecería está situada en la ciudad de Bremen en el norte de Alemania.

Beyond Beer: Unidad de negocio de ABInbev en donde se concentran aquellos productos ajenos al core del negocio, es decir, la cerveza.

Brahma: Es una cerveza brasileña lanzada en 1888 por el suizo Joseph Villiger, radicado en Río de Janeiro.

Brahma Dorada: Variedad de cerveza de la marca Brahma, enfocada en el segmento premium.

Bud light: Marca de cerveza iniciada en la década de 1980, en St. Louis. Variedad más ligera que la Budweiser tradicional.

Budweiser: Marca de cerveza lager pálida de estilo americano, una marca de la empresa belga AB InBev. Introducida en 1876 por Carl Conrad & Co. de St. Louis, Missouri.

Budweiser Zero: Variedad de la marca de cerveza Budweiser, con la particularidad de no contener azúcar.

B2B: Hace referencia a las transacciones comerciales entre empresas, es decir, a aquellas que típicamente se establecen entre fabricantes y/o un fabricante con su distribuidor, o entre un distribuidor y un minorista.

CAGR: Tasa de crecimiento anual compuesta.

Capex: Inversiones en bienes de capital.

CAPM: modelo de valoración de activos financieros desarrollado por William Sharpe (en inglés, "Capital Asset Pricing Model")

Carlsberg: El Grupo Carlsberg es una empresa cervecera danesa fundada en 1847 por JC Jacobsen con sede en Copenhague.

Castle: Marca de cerveza oriunda de Sudáfrica, creada en 1886.

CEO: Gerente General (en inglés, "Chief Executive Officer")

Cervecería Bavaria: Empresa colombiana de bebidas con sede en Bogotá, Colombia. Fue fundada el 4 de abril de 1889 por el inmigrante alemán Leo Siegfried Kopp.

Chass: Marca de cerveza oriunda de Corea del Sur.

CMV: Costo de la Mercadería Vendida.

Corona: Es el nombre de una marca de cerveza mexicana fundada en 1926 muy popular en todo el mundo, elaborada por el Grupo Modelo.

Corona Agua Rifada: Marca de agua carbonatada con un toque de alcohol y jugo natural.

Covid-19: Enfermedad del coronavirus.

CO2: Nomenclatura de Dióxido de Carbono.

CPG: Bienes de Consumo empaquetados (en inglés, Consumer Packaged Goods)

Diageo: es una compañía británica dedicada a la fabricación y distribución de bebidas alcohólicas.

DCF: Flujo de fondos descontados.

EBIT: Utilidades antes de intereses e impuestos.

EBITDA: Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EMEA: Zona geográfica de Europa, Medio Oriente y África.

EPS: Earning Per Share (Beneficio por acción)

ETF: Los Exchange Traded Funds o fondos cotizados son fondos de inversión que tienen la particularidad de que cotizan en bolsa, al igual que una acción, y su gestión es pasiva, ya que su objetivo es replicar a su índice de referencia.

Euromonitor: Líder en búsqueda y desarrollo de información de mercado.

EV: Representa el valor total de la compañía.

EV/EBITDA: Múltiplo Enterprise Valor, Valor de Firma sobre EBITDA.

Fast Company: Compañía Americana que se enfoca en temas de tecnología, negocio y diseño.

FCFF: Flujos de fondos disponibles para la firma.

Fujian Sedrin: Cervecería China adquirida por ABInBev en el año 2006.

Golden: Marca de cerveza comercializada en Perú, elaborada con maíz 100% peruano.

Goose Island: Marca de cerveza proveniente de una cervecería estadounidense de Chicago, Illinois que comenzó como un brewpub en 1988 en Lincoln Park, Chicago, y que lleva el nombre de una isla cercana.

Hard Seltzer: Bebidas alcohólicas ligeramente saborizadas con baja concentración de calorías.

HeadQuarter: Casa central del Quarter

Heineken: Es el grupo cervecero más grande de Europa y el de mayor presencia internacional.

High End: Productos de mayor rentabilidad para la empresa por su precio de venta en el mercado.

Hlt= Unidad de expresión equivalente a 100 litros.

Hoegarden: Marca de cerveza que data de 1445, cuando monjes belgas comenzaron a experimentar con la naranja y el cilantro en sus lotes de cerveza de trigo. Hoy, es considerada

la cerveza belga blanca por excelencia: doblemente fermentada, pero no filtrada, lo cual le da una apariencia turbia.

Inbev: Empresa resultante de la fusión de Interbrew y Ambev.

Interbrew: Empresa creada en 1987 a través de la fusión de las dos empresas más grandes de Bélgica, Artois y Piedboeuf.

K= Letra que representa la unidad monetaria “miles”.

Lefte: es una marca de cerveza premium propiedad de InBev Bélgica.

Michelob Ultra: Cerveza fabricada y distribuida por ABInBev.

MSCI: Morgan Stanley Capital International y es la empresa estadounidense que realiza diversos índices que miden el desempeño de acciones, fondos, bonos, etc.

Molson Coors: Es una multinacional canadiense-estadounidense de bebidas y cervecería incorporada bajo la Ley de Corporaciones Generales de Delaware y con sede en Golden, Colorado y Montreal, Quebec

NPS: Net promoted Score o valoración del consumidor a la empresa

NOPAT: Utilidad operativa después de impuestos

Nuestra Siembra: Marca de cerveza originada en Ecuador, una cerveza extra refrescante, que parte de los beneficios del sol y ayuda a miles de familias ecuatorianas a través de la tecnología blockchain.

NYSE: bolsa de comercio de Nueva York (en inglés, “New York Stock Exchange”)

Perfect Draft: Sistema de extracción/servido de cerveza con el fin de “alquilar” barriles de aceros como servicio a los consumidores.

Pernod Ricard: Empresa francesa que produce bebidas alcohólicas.

Piedboeuf: es una cervecería en Jupille-sur-Meuse, Bélgica. Es propiedad de Anheuser-Busch InBev. La marca principal es Jupiler, la cerveza más vendida en Bélgica.

Presidente: residente es una cerveza tipo Pilsener de origen dominicano y estilo rubia. Se caracteriza por ser comercializada en una botella verde y un logo muy distintivo, producido por la Cervecería Nacional Dominicana en la República Dominicana.

Quarter: Zona geográfica

Quilmes: Es una cerveza argentina de ingredientes argentinos. Fue fundada por Otto Bemberg en la ciudad homónima en el año 1888, y el 31 de mayo de 1890 se lanzó al público.

Quilmes Doble Malta: Marca de cerveza, variedad de la marca Quilmes, con mayor espesor y textura.

Quilmes 0.0: Marca de cerveza, variedad de la marca Quilmes, sin alcohol.

Quinsa: Empresa de cerveza con presencia en Sudamérica.

ROA: Rendimientos sobre Activos.

ROE: Rendimiento del capital accionario. Utilidad Neta / Patrimonio Neto.

ROIC: Rendimiento del capital invertido. Se calcula: NOPAT / Capital Invertido.

Route To Market: Distribución al mercado.

SAB Miller: fue una corporación británico-sudafricana surgida, en 2005, con la fusión de las corporaciones South African Breweries y Miller Brewing en 2002.

Skol: es una marca de cerveza de la compañía danesa Carlsberg Group, con licencia para ser fabricada en Brasil por AmBev.

SOT: Share of Throat // Mide la participación de la cerveza en el segmento de bebidas alcohólicas

SP500: El índice Standard & Poor's 500, también conocido como S&P 500, es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. Al S&P 500 se lo considera el índice más representativo de la situación real del mercado.

Stella Artois: Es una marca de cerveza lager de 5,0% grados alcohólicos, elaborada inicialmente en Lovaina, Bélgica, en 1366 como una cerveza para la temporada navideña

Stella 0.0: Marca de cerveza, variedad de la Stella Artois, sin alcohol.

TaDá: Plataforma oficial de ABInBev para el delivery de bebidas

U\$: Dólar americano

U\$ MM: Millones de dólares

WACC: Costo promedio del capital

Ze Delivery: Aplicación desarrollada por una start-up brasilera con el fin de realizar entregas a domicilio para los consumidores finales.

ZX Ventures: Grupo Global de inversión e innovación de ABInBev



Universidad de
San Andrés

3. Descripción del negocio

3.1 Introducción a la empresa

“Soñamos en grande, para crear un futuro con más motivos para brindar”. Si bien uno podría creer que el negocio de ABInBev se basa únicamente en la fabricación y comercialización de cerveza, con el paso de los años la empresa fue ampliando sus horizontes al punto de tener como objetivo ser promotor de sustentabilidad en el mundo, liderar la innovación tecnológica para así acercar soluciones a las necesidades de los consumidores, y expandir la industria incluso acercándola a cada vez más consumidores y en mayores ocasiones de consumo.

Con más de 500 marcas alrededor del mundo, ABInBev tiene en su cadena de valor desde la producción de los granos de cebada con los que se realiza la cerveza hasta la tecnología que se utiliza para distribuir y hacer llegar sus productos a consumidores finales. Sus 10 principios consisten en:

1. Pasión por la cerveza
2. Protección de la historia y la integridad de las marcas
3. Selección de insumos que cumplan con la exigencia standard
4. Respeto por el consumidor y sus elecciones
5. Productos con el objetivo de cero conservantes
6. Valor al interés de los dueños
7. Sustentabilidad
8. Transparencia
9. Constante mejora de la calidad
10. Frescura

Entonces, como mencione, no se trata únicamente de vender cerveza si no del proceso de punta a punta, tal como nos explica Shane McNamara, maestro cervecero:

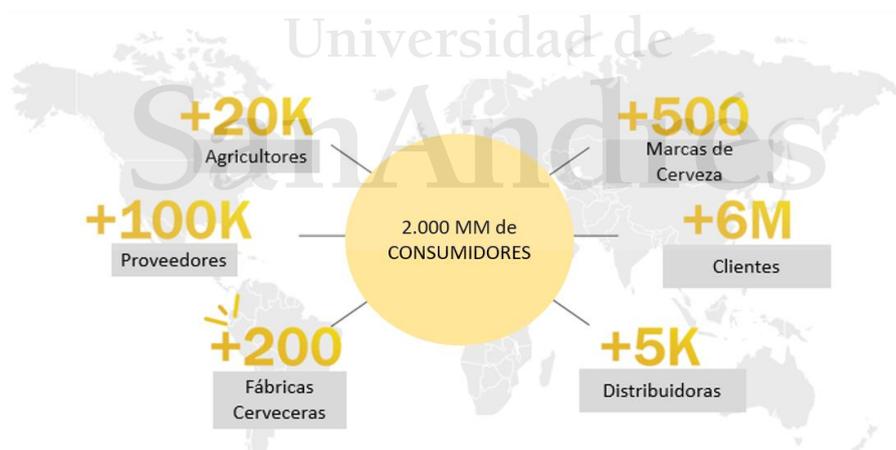
“En ABInBev conocemos el nombre de los agricultores que cultivan nuestra cebada, los recolectores que cosechan nuestro lúpulo. Probamos el agua en la cervecería antes de cada macerado. Amamos y nos preocupamos por cada ingrediente y cada paso del proceso para garantizar que cada cerveza en la mano sea única para los clientes”

Por último, a través de sus plataformas digitales líderes en la industria, laboratorios de investigación dedicados, centros de tecnología y aceleradores, están desbloqueando y obteniendo una visión sin precedentes de las necesidades de sus consumidores y clientes para ofrecer más innovación, más sostenibilidad, más ocasiones y más valor para todos sus grupos de interés.

En 2022, Fast Company nombró a AB InBev como la empresa más innovadora de América del Norte y la número 12 a nivel mundial, citando inventos como los ingredientes Evergrain de ZX Ventures, el empaque de paja de cebada desarrollado en su Centro Global de Innovación y Tecnología y su plataforma patentada B2B: Bees

Como ya mencioné, ABInBev impone una fuerte presencia de marcas en todo el mundo. Para lograr esto, la compañía cuenta con más de 200 cervecerías, 50 países con operaciones, más de 5 mil distribuidores que operan como socio comerciales, más de 6 millones de clientes y aproximadamente dos mil millones de consumidores, que llevan a una producción anual de 581.7 millones de htlts (1hlt = 100 lts). Además, 125 nacionalidades representadas dentro de los más de 170.000 empleados directos e indirectos en todo el mundo.

Imagen 1: Ecosistema mundial de ABInBev



Fuente: Elaboración Propia

ABInBev opera agrupándose en 5 zonas, que como veremos en la siguiente ilustración, cada una de ellas tiene un peso significativo en el volumen, los ingresos, y el EBITDA de la empresa:

Imagen 2: Cobertura mundial de ABInBev



Fuente: Elaboración Propia

Cuando evaluamos las marcas más valiosas del mundo, vemos que 3 de las 5 más valiosas del mundo son propiedad de la empresa:

Imagen 3: Top 10 Marcas más valiosas del 2022 en millones de dólares



Fuente: Elaboración Propia en base a Gráfico en Ámbito.com

A su vez, podemos mencionar que ABInBev además cuenta con la marca más “fuerte” a nivel internacional: Brahma

En paralelo, cuando analizamos las marcas que mayor volumen representan en el mundo, tanto de la compañía como de su competencia, encontramos que 7 de las principales 10 marcas pertenecen a ABInBev, mientras que solo una es de su principal competidor, Heineken.

En cuanto a sus marcas, ABInBev las segmenta en 3 grupos distintos que cada uno juega un rol particular:

- Marcas Globales: Budweiser, Corona y Stella Artois
- Marcas Internacionales: Michelob Ultra, Leffe, Hoegarden, Beck's, Castle
- Marcas Locales: Brahma, Quilmes, Antártica, Skol, etc

Estados Unidos, con 11 marcas presentes en el ranking, es el país que mayor valor de marca aporta al ranking seguido por México y los Países Bajos.

El crecimiento de dichas marcas y su expansión mundial han logrado que las ventas de ABInBev se vean incrementadas año tras año, logrando así no solo un crecimiento en la industria si no también en la participación de la empresa dentro de la misma. A continuación, veremos un gráfico para mayor entendimiento:

Gráfico 1: Evolución Ventas ABInBev en millones de dólares - 2018 a 2022



Fuente: Elaboración Propia en Base a Reportes Anual

Como se puede observar, la empresa muestra una tasa CAGR ¹ de 1,4% de 2018 a la fecha.

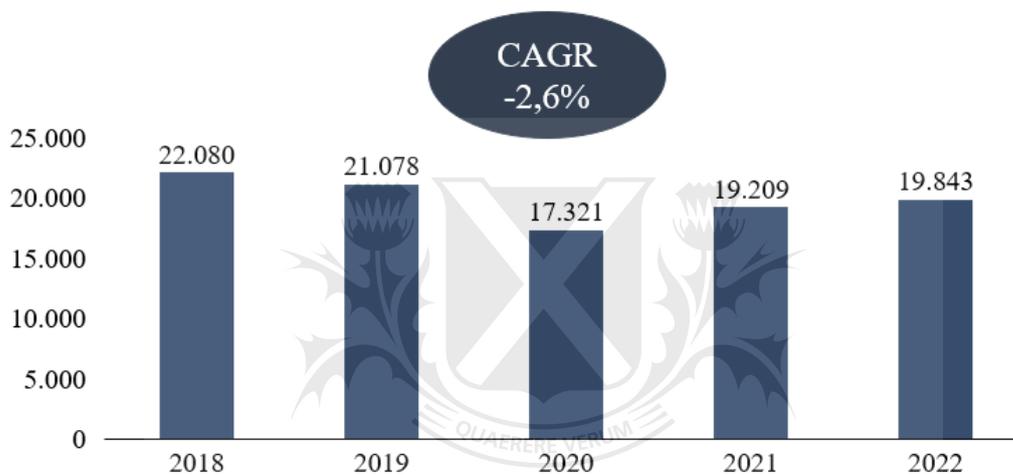
¹ CAGR: La tasa de crecimiento anual compuesto es un término específico de negocios de inversión para reflejar la ganancia anualizada lisa de una inversión sobre un período determinado. Se utiliza para observar variaciones en, por ejemplo, ingresos, volúmenes, usuarios registrados, etc

De 2018 a 2020 la compañía cae hasta casi un 15% en sus ingresos, en gran parte explicado por el impacto de la pandemia y las limitaciones que la misma trajo en el consumo de bebidas alcohólicas.

Desde ese entonces, la compañía logra prácticamente recuperar lo perdido en 2021 y ya para 2022 arroja un crecimiento de un 6% respecto a sus ventas 5 años atrás.

Por otra parte, observaremos como ha ido evolucionando el EBITDA para el mismo periodo de tiempo:

Gráfico 2: Evolución EBITDA ABInBev - 2018 a 2022 en millones de dólares

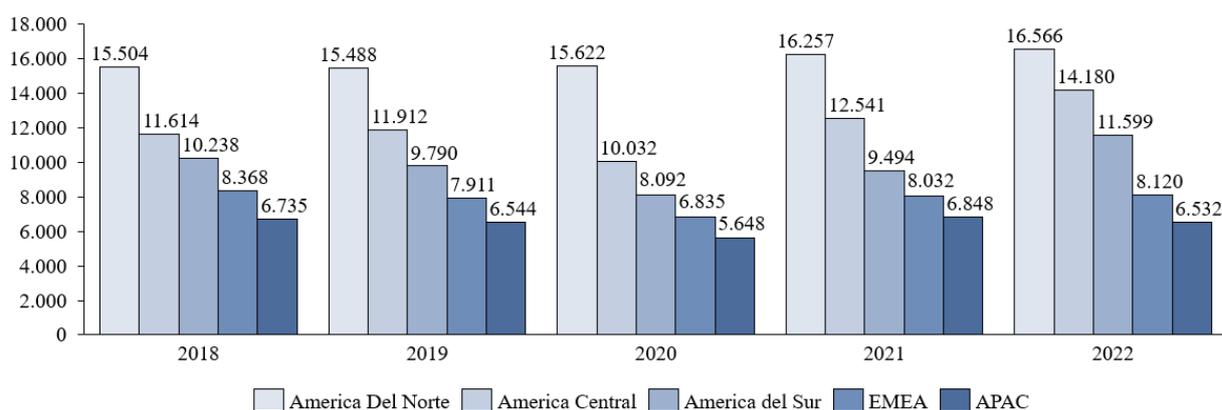


Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reportes anuales

La compañía mostró incrementos en su EBITDA respecto a 2020 y 2021 debido al incremento en las ventas, sin embargo, a diferencia de sus ingresos, no logra alcanzar los valores obtenidos cinco años atrás. Esto se explica por el aumento en los costos de ventas producto del alza en los precios de los commodities. A lo largo de los últimos 5 años el CAGR observado es de -2,6%

Sumamos la descripción de cómo ha ido evolucionando el negocio en cada una de las operaciones de ABInBev alrededor del mundo. Podemos observar que la única operación que no sufrió los efectos de la pandemia fue la de América del Norte producto de las leves restricciones que tuvieron a lo largo del país, algo similar a lo que sucedió en América Central donde ya se observan resultados históricos. Asia Pacífica es la región que más sufrió los efectos de la cuarentena y aún no logra evolucionar al ritmo que si muestran las otras operaciones.

Gráfico 3: Evolución de los ingresos por región / 2018 a 2022 en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a ABInBev Reportes anuales

3.2 Distribución mundial

América del Norte: La casa matriz de la zona se encuentra en St. Louis, Missouri. Dicha zona representa el 17% del volumen de ABInBev a nivel mundial, cerrando 2022 con una performance de 103 millones de hlts. Dentro de las marcas comercializadas, encontramos a Budweiser, Bud Light, Michelob Ultra, Goose Island entre las de mayor volumen e imagen de marca. Dicho sector representó un 29% del EBITDA y un 29% de los ingresos de la empresa.

América Central: Con 141 millones de hlts, representa un 25% del volumen de la compañía a nivel mundial. Modelo, Corona, Presidente, son algunas de las cervezas que predominan en la región. En el último año, la empresa anunció inversiones por más de U\$S 154 millones para expandir su fábrica de vidrio en Tierra Blanca, Veracruz, en la región sur de México. En Colombia, la compañía muestra claros signos de crecimiento en cada uno de los segmentos, habiéndose visto en 2021 el mayor consumo por persona en los últimos 25 años. Dicho sector representó un 31% del EBITDA y un 25% de los ingresos en 2022. Su casa matriz se encuentra en Ciudad de México.

América del Sur: Dicha zona tiene base en San Pablo, Brasil. Representa la zona con mayor distribución de volumen de las 5 que conforman la totalidad de la empresa, con un 28% y 164 millones de hlts comercializados en 2022. Sus principales marcas son Brahma, Skol, Quilmes, Patagonia y Corona. Como principal característica podemos mencionar que aquí encontramos

la unidad dedicada a nuevos alcoholes “Beyond Beer”, y que la compañía apunta al desarrollo y la premiumización de la industria.

APAC: Su casa matriz se encuentra en Shanghai, China. Si bien es la región menos representativa en términos de volumen (15% del volumen) y de EBITDA (10% de la participación) para la empresa, es la que mayor oportunidad en vistas de desarrollo representa.

EMEA: Dicha zona agrupa los continentes de África y Europa. Con 91 millones de hlts la zona tiene sus bases en Leuven, Bélgica y Johannesburgo, Sudáfrica representa el 15% del volumen e ingresos de ABInBev y el 13% del EBITDA.

3.3 Oportunidades de Mercado

Para la transformación de su negocio con el fin de poder crear un futuro con más motivos para brindar, ABInBev enfoca su estrategia en el crecimiento orgánico de su negocio y en el liderazgo para hacer crecer la categoría. En su plan de 10 años, el directorio centra su foco en tres grupos distintos de oportunidades de negocio:

1) Categoría de la Cerveza:

Su cartera de cervezas y el poder de marca que ellas contienen las hacen únicas en el mercado. A través de ABInBev se vende una de cada cuatro cervezas que se venden en el mundo, y dichas ventas representan un tercio de las ganancias mundiales en el mundo cervecero. La cerveza seguirá siendo el core business de la compañía, y representa una gran oportunidad por su potencial crecimiento y el de su ecosistema. Como ya veremos más adelante, es un negocio en crecimiento y cada vez más rentable, el foco está en capturar el momento que atraviesa el negocio y que la industria se vea apalancada por ABInBev en su expansión y desarrollo.

2) Negocio No Alcohólico:

Si bien como dijimos la cerveza es el negocio central de la compañía, ABInBev se encuentra ya hace años innovando e involucrándose en otros segmentos de la bebida. En 2021 el segmento mostró ganancias incrementales por US\$ 1.6 miles de millones, sin embargo, nos adentraremos en este punto unas líneas más adelante.

3) *Nuevos Negocios:*

El objetivo está en aprovechar el poder de su actual plataforma y ecosistema para ayudar a resolver problemas y reinventar el concepto de lo que supo ser solamente una empresa cervecera. Dentro del espacio tecnológico y su plataforma denominada BEES (esquema B2B) que viene a ofrecer soluciones de comercio electrónico enfocadas directamente al consumidor, se le suman el abanico de oportunidades que se abren en el mundo de la tecnología financiera y que componen el valor de su núcleo de negocio. Además, en el emergente campo de la biotecnología, ABInBev tiene como objetivo aprovechar su experiencia y conocimiento en la elaboración de la cerveza, para innovar y explorar nuevas y emocionantes variedades.

3.4 Estrategia:

Delimitados estos 3 puntos sobre los cuales la compañía apunta a desarrollarse, definieron su estrategia en base a tres conceptos:

Imagen 4: Estrategia de ABInBev



Fuente: Elaboración Propia

1) *Liderar y hacer crecer la categoría:*

Dicho foco se verá apuntando principalmente a las oportunidades que se presentan en el negocio de la cerveza. El objetivo estará puesto en seguir logrando que cada individuo con sus respectivos aspectos socioeconómicos y sus propios intereses encuentre en los productos de

ABInBev uno que lo represente y satisfaga sus necesidades. En la pandemia han surgido investigaciones que muestran que la gente elige más recurrentemente la misma marca, por lo que el desafío se centra en lograr más consumidores con ese alto grado de lealtad por sus marcas.

La cerveza es la categoría individual más grande dentro los bienes de consumo envasados (CPG) y es el impulsor número uno del crecimiento de CPG, según Euromonitor. Ha ido creciendo en volumen y también su participación de mercado respecto a bebidas alcohólicas, en los últimos cinco años apalancándose de los mercados que incluyen África, América Latina y Asia. A su vez, la cerveza no solo se está expandiendo, sino que además se está premiumizando. Para tomar dimensión, podemos agregar que está creciendo casi el doble de rápido que los licores premium en los últimos años, y se espera que dicha tendencia se acreciente aún más en los próximos años.

Para cubrir todos los aspectos de este primer punto de su estrategia, ABInBev se apalanca de un modelo que segmenta al mercado en 4 aristas:

A) Inclusión:

Su portafolio de marcas “inclusivas” aumentó los ingresos por más de dos dígitos porcentuales. Mediante la escala de lanzamientos de sus marcas cultivadas localmente, como así también su siembra, se desarrollan productos como “Nuestra Siembra” en Ecuador o “Golden” en Perú, que acercan a los consumidores una categoría de cerveza más accesible particularmente en mercados emergentes y en desarrollo.

B) Superioridad del negocio central:

Dicho punto se centra en el fortalecimiento de su cartera principal, a través de la mejora tanto en la calidad del producto como en la marca y en sus empaques, ofreciendo una variedad un poco más premium ante una misma marca. Por ejemplo, localmente en Argentina se pueden mencionar ejemplos como “Brahma Dorada” que viene a ser una alternativa superior a la tradicional marca “Brahma”, o “Quilmes Doble Malta” que viene a complementar la histórica “Quilmes Clásica”.

C) Ocasiones de Consumo:

En este pilar la compañía se centra en mirar más allá de la cerveza tradicional y sus ya conocidas ocasiones de consumo, como deportes, en el hogar y comidas. Alternativas en el portafolio de cervezas vienen a aumentar la venta a través de la incrementalidad obtenida en productos como la cerveza sin alcohol, que en el último año ha entregado crecimiento de ingresos de dos dígitos impulsado por extensiones de marca como Budweiser Zero y Stella 0.0, o lanzamientos locales Quilmes 0.0 en Argentina. Además, la compañía está innovando en calibres, ofreciendo sustitutos como el empaque de 269cc, para aquel consumidor que quiere saborear una cerveza llegado el fin del día, pero sin tener que tomarse medio litro de esta.

D) Premiumización:

ABInBev continúa liderando el segmento premium a nivel mundial, y es uno de sus principales objetivos lograr que dicha categoría se expanda cada vez más. El foco se centra en proporcionar a los consumidores una variedad suficiente de productos que pueda satisfacerlos a la hora de poder darse un gusto, o ir en busca de variedades de sabores y experiencias en los alcoholes. Uno de los principales focos está puesto en Michelob Ultra, la cerveza que viene creciendo y liderando el desarrollo del segmento en Estados Unidos gracias a sus bajos carbohidratos, ubicándose en el mercado premium gracias a su mensaje saludable por sus bajas calorías.

2) *Digitalizar y Monetizar su Ecosistema:*

El segundo pilar de la estrategia se centra en liberar el valor de sus activos existentes y expandir su mercado a través de la digitalización y monetización del ecosistema. ABInBev ha construido un ecosistema de aproximadamente 200 cervecerías, una distribución inigualable siendo la mejor del mundo en lo que respecta a llegada al mercado, que les permite llegar a dos mil millones de consumidores y seis millones de clientes, generando diez millones de transacciones semanales. Se han desbloqueado nuevas capacidades tecnológicas que hacen que de múltiples maneras se puedan crear valor a partir del ya mencionado ecosistema. Actualmente la empresa cuenta con una cartera de “nuevos negocios y productos”, que tiene como objetivo resolver puntos débiles del cliente y del consumidor, con el potencial de crear un valor significativo para dicho entorno. La empresa apunta a que el éxito de dichos avances tecnológicos ayude a fortalecer significativamente su negocio de cervezas y otras bebidas. Estas innovaciones tecnológicas están posicionadas para tener un impacto en el negocio y en la categoría globalmente.

El foco está puesto en tres áreas dentro de este espacio:

- Su software B2B, y sus servicios tecnológicos financieros, canalizados en una aplicación como hoy por hoy ya lo es BEES
- Sus soluciones de comercio electrónico directas al consumidor, incluyendo Zé Delivery y “Perfect Draft”, o localmente en Argentina podemos mencionar el nuevo lanzamiento “TaDá”
- Iniciativas de biotecnología que utilizan su experiencia en fermentación a escala para crear alimentos sustentables.

Para ejecutar las nuevas oportunidades estratégicas, han simplificado la forma en que administran su negocio, agrupando su huella en cuatro grupos basados en tendencias macroeconómicas y de consumo similares. Este grupo simplificado hace que sea más fácil crear y compartir aprendizajes repetibles, usar su escala global y tomar mejores decisiones de asignación de recursos.

A) Mercado en desarrollo:

Aquellos mercados que están demostrando crecimientos sostenidos en población, economía, y consumo por persona, no solo de cervezas si no de bienes de consumo. Como ya hemos mencionado, la estrategia se centrará en liderar la expansión de la categoría y en premiumizar el mercado a través de cervezas de mayor calidad y alternativas de ocasiones de consumo.

B) China

Debido a su tamaño y su particular modelo de operación, es una de las prioridades para ABInBev. El crecimiento de las clases económicas media y alta es sin precedentes, y en los próximos diez años esta parte de la población debería crecer más rápido que en las últimas décadas. Se espera que desempeñe un papel clave para la compañía a medida que desarrollándose en el futuro.

C) Mercados Desarrollados:

Aquellos mercados donde la gente es de alto poder adquisitivo, y donde las tendencias de consumo están en constante evolución, requieren un innovador enfoque hacia la estrategia de mercado y la expansión en nuevos segmentos incrementales como bebidas no alcohólicas.

D) Mercados Emergentes:

Dichos mercados representan una parte considerable de la población que está creciendo rápidamente, aunque estos mercados pueden tener un ingreso por habitante disponible más bajo en relación con los demás. Como resultado, serán una oportunidad significativa para la cerveza en el largo término. El foco está puesto en que la categoría sea inclusiva, pudiendo acercar un producto y una marca reconocida hasta aquellos que no se pueden dar gustos cotidianamente.

3) *Optimizar el negocio:*

La asignación disciplinada de recursos es esencial para optimizar el potencial de crecimiento de su negocio. Han construido un ecosistema global único con marcas icónicas. Tanto en términos de rentabilidad y como en flujo de caja libre, ABInBev es la mejor en su clase entre sus pares de bienes de consumo de rápido movimiento, con un Margen EBITDA en torno al 35% y su Flujo de fondos libres operativo como un porcentaje de los ingresos de casi el 27%. Es fundamental la correcta asignación de recursos para impulsar el crecimiento y la rentabilidad.

Por citar algunos ejemplos, podemos mencionar el cambio en la asignación de recursos en Estados Unidos, donde migraron buena parte de la inversión de su negocio central al premium y a sus carteras no alcohólicas. Además, continúan apostando fuertemente en la estrategia de premiumización de la categoría de cerveza en China, e invertir en una escala cada vez mayor en los mercados como Nigeria y Mozambique. Para posicionar su negocio de cara al futuro, continuarán dedicando recursos para “nuevos negocios”.

Estas últimas son inversiones a largo plazo que extraen nuevo valor de su ecosistema. Como ya hemos mencionado, se centran en iniciativas apalancadas en Bees o biotecnologías para la producción de sus productos.

A su vez, se han centrado en la gestión de riesgos y el último año han hecho grandes esfuerzos para disminuir el apalancamiento de la empresa. En 2021 han pagado más de 22 mil millones de dólares de deuda, y en 2022 dicho número ascendió a 9 mil millones de dólares, cumpliendo con todos sus bonos con vencimientos dentro de los próximos 5 años. Con dichas acciones, su liquidez actual es suficiente para cubrir toda su deuda con vencimiento hasta 2027. Además, ya no cuenta con ningún covenant sobre ninguna de sus deudas.

Por último, han planteado bases sobre una estructura de capital eficiente para maximizar la creación de valor a largo plazo. El objetivo está puesto en lograr aquel balance que permita

maximizar los beneficios de la compañía, impulsando un crecimiento rentable sostenido a través de sus distintos negocios, así equilibrando su apalancamiento como el retorno para sus accionistas, y disponibilidad para futuras adquisiciones que puedan brindar nuevos ingresos.

3.5 Composición Accionaria:

Al cierre de 2022 ABInBev el capital emitido ascendía a 1.736 millones de dólares, representado en 2019 millones de acciones las cuales casi el 14% son restringidas a transferencias.

Cuando observamos la composición accionaria de la empresa, encontramos que la misma se encuentra atomizada y no centralizada en unos pocos dueños.

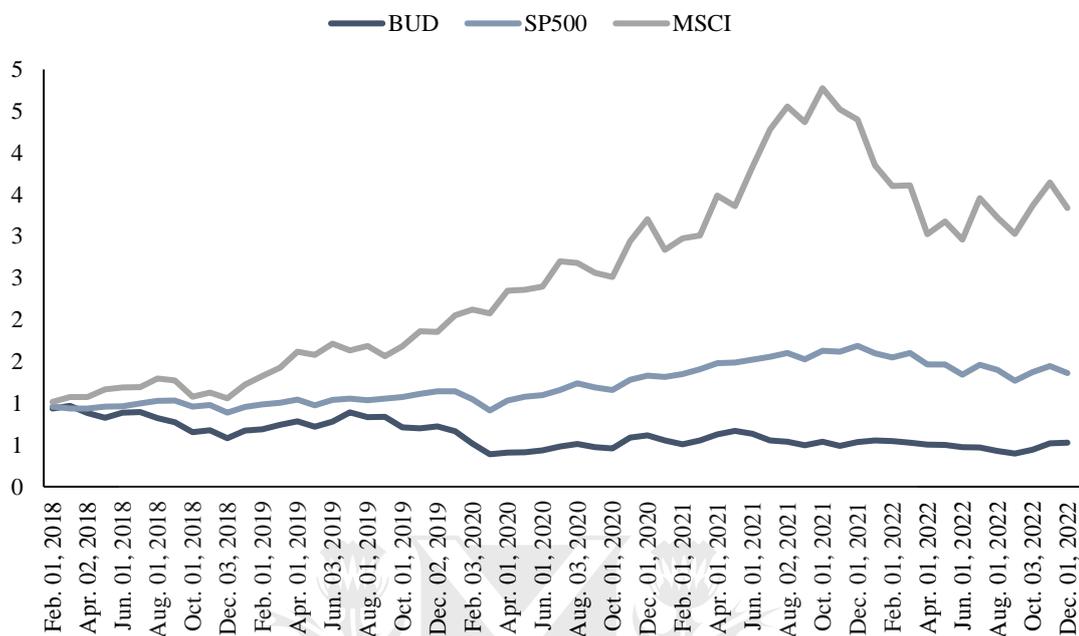
Gráfico 4: Principales Accionistas a diciembre 2022

Accionista	Acciones	%	Valor
Dodge & Cox Inc	25.302.353	1,46%	USD 1.418.570.827
Manufactures Life Insurance Co.	10.381.586	0,60%	USD 586.144.336
Fisher Asset Management, LLC	9.648.869	0,56%	USD 544.775.134
Royal Bank of Canada	6.967.609	0,40%	USD 393.391.197
Capital International Investors	5.781.036	0,33%	USD 326.397.287
Morgan Stanley	2.539.397	0,15%	USD 143.374.352
Invesco Ltd.	1.930.723	0,11%	USD 109.008.618
Arrow Street Capital, Limited Partnership	1.957.874	0,11%	USD 110.541.564
FMR, LLC	1.853.908	0,11%	USD 104.671.643
Bank Of America Corporation	1.921.799	0,10%	USD 102.858.769

Fuente: Elaboración propia en base a <https://finance.yahoo.com/quote/BUD/holders?p=BUD>

Además, sumamos un gráfico para entender la variación del precio de la acción de Anheuser Busch InBev a lo largo de los últimos 5 años. Como se puede observar, la compañía muestra resultados muy por debajo de los indicadores con los cuales se los compara: MSCI y SP500. El motivo se explica básicamente por la deuda que contrajo en 2018 para la adquisición de SAB Miller, y que posteriormente no terminó de arrojar los resultados esperados para la compañía, producto del alza en commodities y la pandemia sufrida en 2020 que afectó altamente a la industria de consumo.

Gráfico 5: Comparación Acción ABInBev vs MSCI y SP500 (2018 a 2022)



Fuente: Elaboración Propia en base a SeekingAlpha.com

Por su parte, la calificación crediticia de la empresa para fines de 2022 era de BBB+ para las obligaciones de largo plazo según el SP y de A-2 para las de corto plazo, mientras que según Moody's Investors Service fueron de Baa1 y P-2 respectivamente.

San Andrés

4. Historia de la compañía:

ABInBev es una empresa multinacional que surge de la adquisición de distintas empresas que previamente se desempeñaban de forma individual en diferentes mercados del mundo.

Para conocer un poco de cómo es que tantas empresas terminaron fusionándose y creando la compañía de cervezas más grande de la historia, tenemos que comenzar mencionando la creación de Inbev, en 2004, a través de la fusión de para aquel entonces las cerveceras número 3 y 5 respectivamente del mundo:

- Interbrew, creada en 1987 a través de la fusión de las dos compañías más grandes de Bélgica: Artois y Piedboeuf. Vale mencionar que la cervecería Artois es una de las más reconocidas de la historia, ya que la misma data de los años 1366 en Leuven.
- Ambev, “Compañía de Bebidas de las Américas”, nace en 1999 a través de la fusión de las dos compañías de cerveza más grandes de Brasil: Antártica y Brahma.

Dicha fusión fue valuada en U\$S 11.500 millones representando un hito en la historia mundial de las empresas cerveceras.

Continuando en el tiempo hacia 2006, InBev adquiere Fujian Sedrin de China, lo que colocó a Inbev como la tercera cervecería más grande de China. En 2007 lleva su expansión a Canadá e incrementa su paquete accionario en Quinsa, fortaleciéndose en el mercado argentino, boliviano, paraguayo y uruguayo.

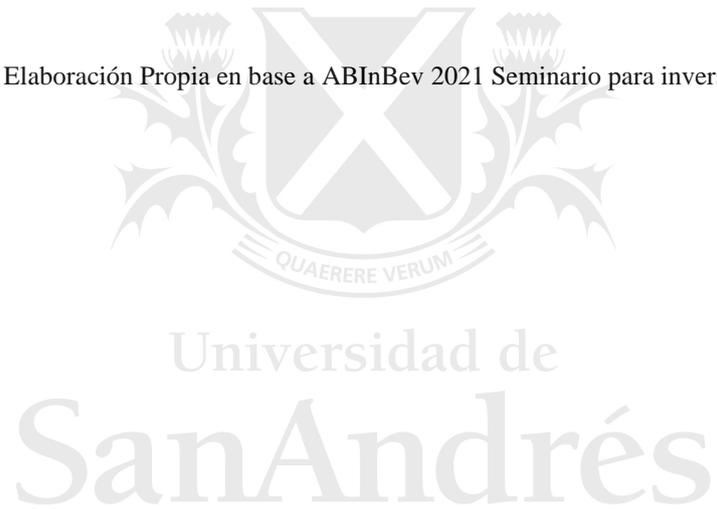
Un año después, en 2008, se completa la fusión entre InBev y Anheuser-Busch, creándose Anheuser-Busch InBev, la cervecería más grande del mundo y la quinta compañía más grande entre las compañías de consumo.

En octubre de 2015, Anheuser-Busch InBev hizo una oferta para adquirir SABMiller, incorporando así también Cervecería Bavaria en Colombia y sus subsidiarias en Centroamérica y el Caribe.

Imagen 5: Evolución ABInBev



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev 2021 Seminario para inversores



5. Industria de la Cerveza:

5.1 Elaboración

La cerveza es una bebida alcohólica producida por la fermentación de azúcares de levadura derivados de la cebada malteada en alcohol y aromatizada con lúpulo. Hay cuatro ingredientes esenciales en la cerveza: cebada malteada, agua, levadura y lúpulo. Sin alguno de estos 4 ingredientes, básicamente no se podría producir la cerveza.

Existen algunas alternativas en la producción de la cerveza en la que la malta se complementa con otros cereales, o en la que el lúpulo se sustituye por otros productos botánicos. El sabor y otros atributos proceden de la adición de maltas especiales, lúpulo y levadura.

- Agua

El 95% de la cerveza es agua y debe estar libre de cualquier tipo de contaminación que pudiera dañar el sabor o la apariencia de la cerveza o de las personas que la van a beber.

- Malta

La malta utilizada para la elaboración de la cerveza proviene fundamentalmente de la cebada, aunque es posible "maltear" otros cereales como el trigo, la avena, el maíz y el arroz. La malta aporta los azúcares que la levadura convierte en alcohol. También aporta color, sabor y aroma al producto final.

- Lúpulo

El lúpulo se añade a la cerveza para darle un toque de amargor, estabilidad y aroma. El lúpulo es una planta que desarrolla resinas amargas y aceites que se disuelven cuando se añade el lúpulo en varias etapas del proceso de elaboración de la cerveza.

- Levadura

Se debe añadir levadura al mosto para que los azúcares fermenten y se conviertan en alcohol y dióxido de carbono. La levadura es un microorganismo unicelular. El número de células añadidas es enorme, entre 7 y 20 millones de células de levadura por mililitro de mosto. Está disponible en forma seca en paquetes o como levadura líquida.

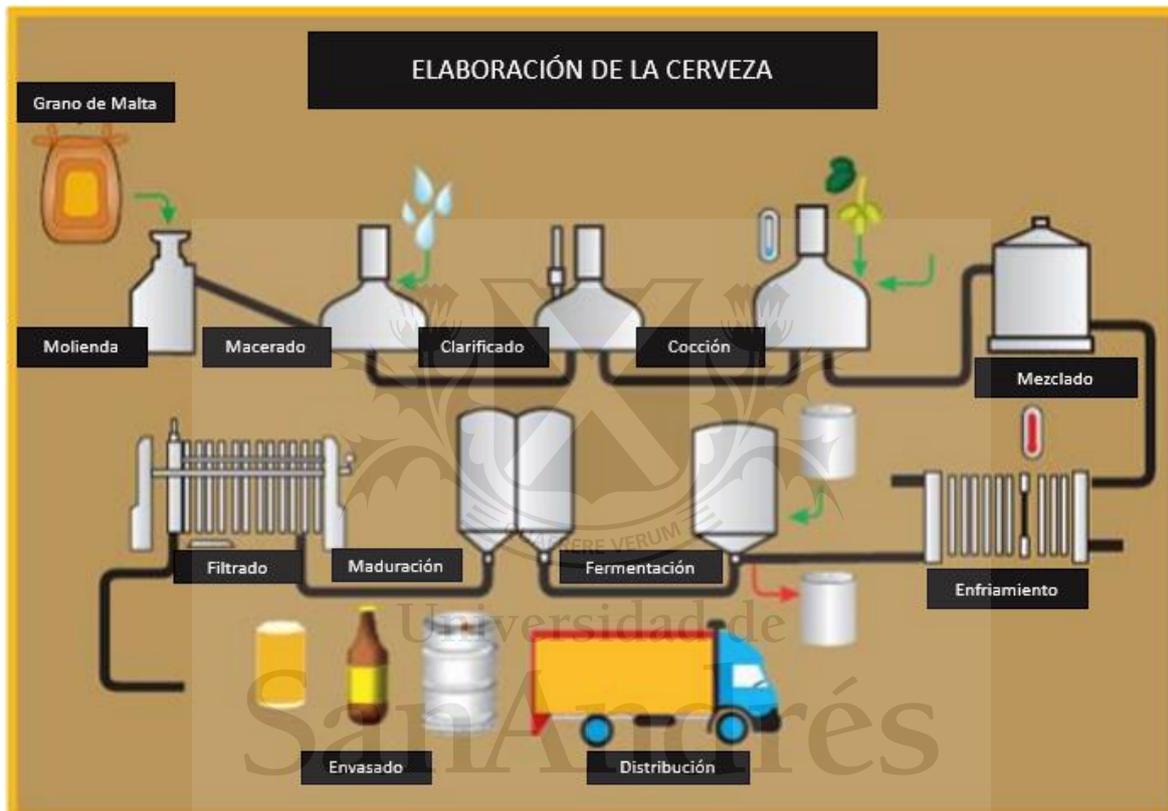
La producción de cerveza comienza en la sala de maceración, donde se procesa la malta para liberar azúcares fermentables.

Los azúcares presentes en la malta se almacenan en forma de almidón. La malta se mezcla con agua para obtener un puré. Las enzimas de la malta se liberan y convierten el almidón en azúcar. El líquido azucarado, conocido como mosto, se extrae de la masa y se hierve con lúpulo, lo que

le confiere amargura y sabor. A continuación, el mosto se enfría y se añade levadura. La levadura fermenta el mosto, produciendo alcohol y CO₂, transformándolo en cerveza. Este proceso consta de tres etapas principales: molienda, maceración y fermentación

Una vez finalizada la etapa de fermentación, la cerveza entra en su proceso final en donde se deja madurar para que finalmente se filtre para así poder envasarse y distribuirse al mercado.

Imagen 6: Elaboración de la Cerveza



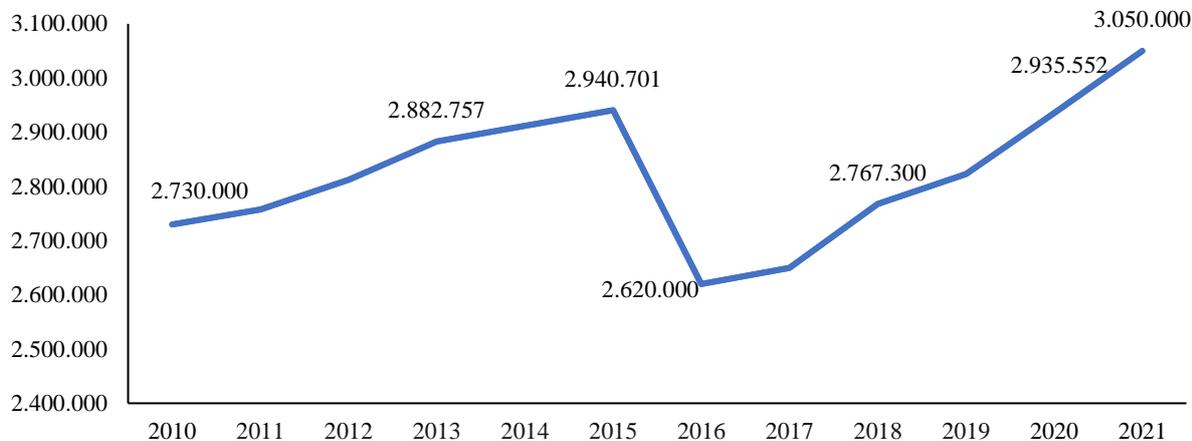
Fuente: Elaboración Propia en base a <https://www.edrawmax.com/templates/1027906/>

5.2 Consumo y tendencias mundiales de bebidas alcohólicas

La cerveza es producida y consumida mundialmente, y actualmente, es la bebida alcohólica con mayor volumen a nivel mundial. Sus principales competidores son la sidra, bebidas espirituosas, vino y Hard Seltzer (una especie de agua carbonatada con alcohol). En China se encuentra el mayor consumo de bebidas alcohólicas, y llamativamente, no se trata de la cerveza ya que la popular bebida denominada Baijiu es quien domina el mayor mercado mundial.

A continuación, vemos un gráfico donde se observa la evolución que viene presentando a lo largo de los años el mercado de las bebidas alcohólicas.

Gráfico 6: Evolución Mundial en el consumo de bebidas alcohólicas en miles de htls (2010-2021)

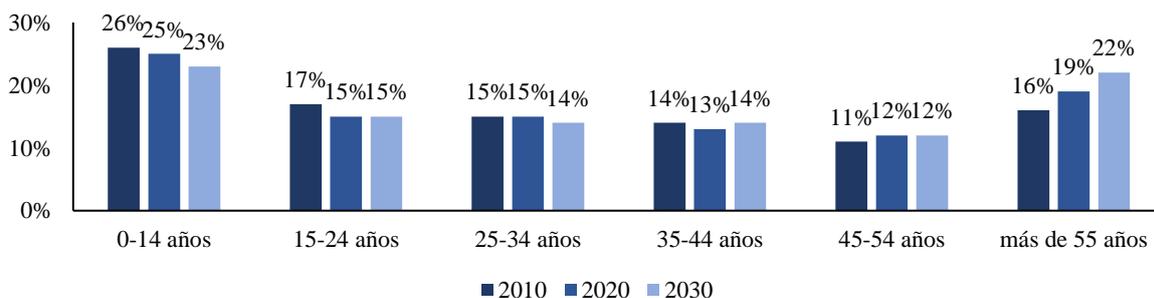


Fuente: elaboración propia en base a Statista

Según la información más reciente que se pudo consultar, en 2021 se consumieron cerca de 3.050.000 miles de htls de bebidas alcohólicas en el mundo lo que supuso un crecimiento de 4% respecto al año anterior, explicado principalmente por el fin de la pandemia. A su vez, se espera que para 2027 dicho número ascienda a 3.230.700 miles de htls a un ritmo anual de crecimiento de 3,4%.

Uno de los datos que impulsa al consumo de las bebidas alcohólicas es la variación en la edad de la población mundial. Se observa que respecto a 10 años atrás el porcentaje ubicado de 0 a 25 años es 3ppt menor, e incluso 5ppt menor si se lo compara con la expectativa para 2030.

Gráfico 7: Distribución de la edad en la población mundial 2010-2030



Fuente: Elaboración Propia en base a Reporte de Statista

Particularmente para la industria de la cerveza, se observa que la mayor concentración de consumo se concentra entre los años 25 y 50.

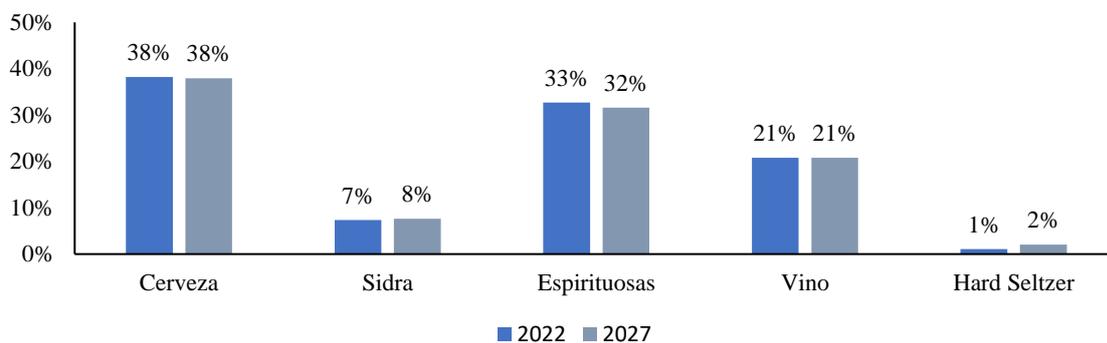
A continuación, mostramos geográficamente cuan desarrollado se encuentra el mundo según su consumo de bebidas alcohólicas:

Imagen 7: Consumo Mundial de Bebidas alcohólicas



Además, podemos ver en el siguiente gráfico como se han distribuido los ingresos por categoría de bebidas alcohólicas durante el año 2022, y como se espera que evolucione dentro de los próximos 5 años:

Gráfico 8: Participación de Mercado de Bebidas Alcohólicas: 2022-2027



Fuente: Elaboración Propia con información obtenida de Statista

Para el mercado del Hard Seltzer se proyecta un crecimiento de 158% respecto a los 16 billones de dólares que han sido registrado como ingresos en el año 2022. Por su parte, se espera que el mercado de la cerveza crezca en un 33% para el mismo año.

A su vez, las tendencias del mercado muestran una clara concientización acerca del impacto en la salud en el consumo de las bebidas alcohólicas, lo que perfila a las variedades sin alcohol como una alternativa en crecimiento, pero también a aquellos productos orgánicos o naturales. Y las tendencias de mercado arrojan mayor concientización ambiental, no sólo en la bebida, si no también en sus empaques. Las principales compañías del mundo están con el foco puesto en reducir las emisiones de carbono en su cadena de valor, tanto en sus procesos de agricultura como en el transporte y distribución de sus productos.

Por su parte se observa que además de la premiumización que viene demostrando el mercado, se ve aún un retraso en la venta a través de canales e-commerce, a diferencia de otros segmentos, y se espera un desarrollo de dicho mercado, lo que puede lograr un crecimiento en productores pequeños ya que accederían a los consumidores sin la necesidad de incurrir en los complejos y tradicionales canales de distribución.

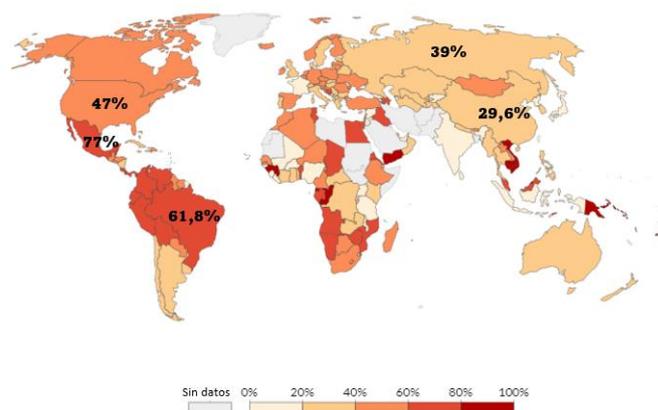
Por último, las bebidas “ready to drink” se perfilan como una nueva alternativa a nivel mundial, considerando su practicidad dado que es un trago ya preparado, y pueden ser fácilmente trasladado por aquellos consumidores que buscan un producto a base de bebidas alcohólicas mixeadas con no alcohólicas. Jack Daniels y Coca Cola son algunas de las empresas que ya han desarrollado productos en dicho mercado, pero sin dudas queda lugar para innovar con productos desconocidos por los consumidores.

5.3 Consumo Mundial de Cerveza

En 2021 se produjeron 1.860.000 miles de htl's mundiales de cerveza, y si bien dicho número demuestra un considerable ascenso respecto al año anterior, aún muestra oportunidades respecto a la máxima producción alcanzada en 2013. La cerveza es la tercera bebida más popular en el mundo después del agua y el té.

En el siguiente gráfico podemos observar la distribución de mercado que abarca la cerveza por sobre las demás bebidas alcohólicas tomando como referencia el año 2016.

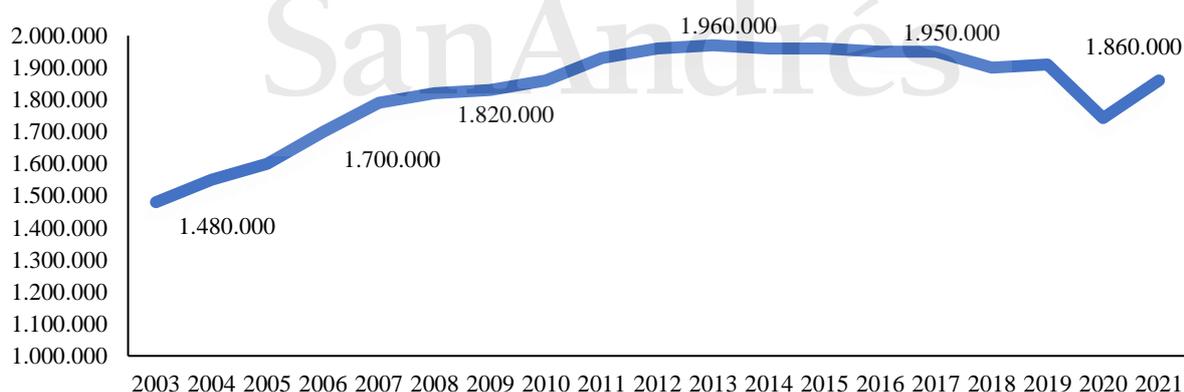
Imagen 8: Participación de mercado de la Cerveza en Consumo Alcohólico por país



Fuente: Elaboración propia en base a gráfico de ourworldindata.org

Como podemos observar, la cerveza es la bebida alcohólica líder en el mundo y no solo lo es en los países de mayor densidad poblacional, sino que además domina la mayoría de los países con consumo alcohólico significativo para el mercado. Además, como ya veremos adelante, las grandes compañías han ganado aún más territorio con el paso de los años en comparación contra otros alcoholes a través de la premiumización del segmento y el desarrollo de nuevas ocasiones de consumo.

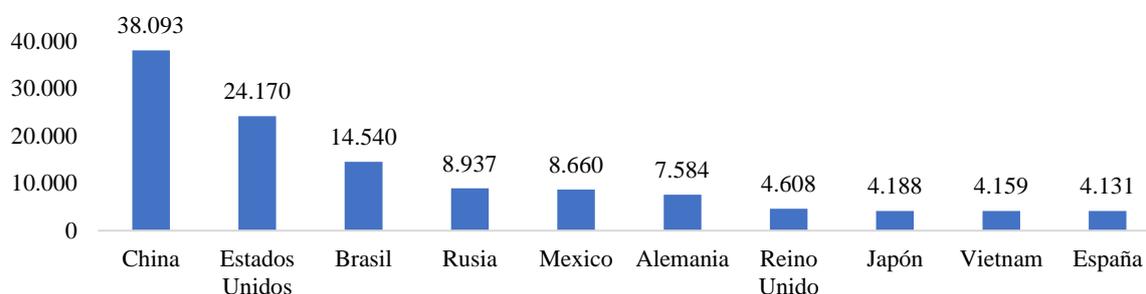
Gráfico 9: Evolución de la producción mundial de cerveza en miles de htls



Fuente: Elaboración Propia en base a Statista

En el último año, se consumieron 1.860.000 miles de htls de cerveza en el mundo, obteniendo una participación del consumo total del 57%. China, Estados Unidos y Brasil ocupan el top 3 de países con mayor consumo cervecero, y por su parte Alemania y el Reino Unido son los países de mayor consumo en el Reino Unido.

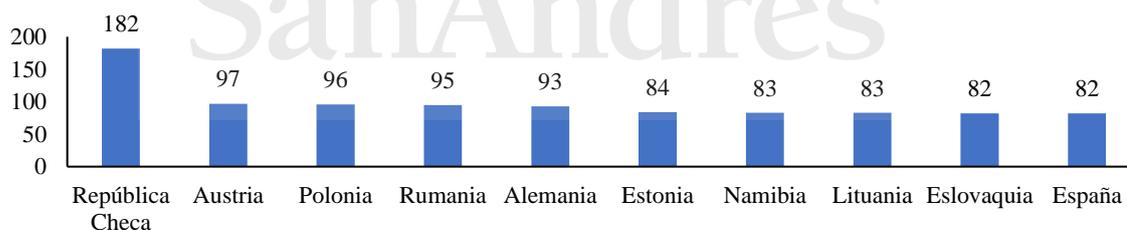
Gráfico 10: Top 10 Mundial en Consumo de Cerveza en miles de hlts



Fuente: statista.com

Sin embargo, dicho ranking no se repite si dentro de nuestro análisis consideramos la población mundial que presenta cada uno de estos países. Cuando observamos el consumo de los países por persona, encontramos que es sin dudas en Europa donde la población elige mayormente la cerveza, siendo República Checa la de mayor consumo por casi el doble de Austria, quien ocupa el segundo lugar.

Gráfico 11: Litros Anuales Por persona – Top 10 Mundial



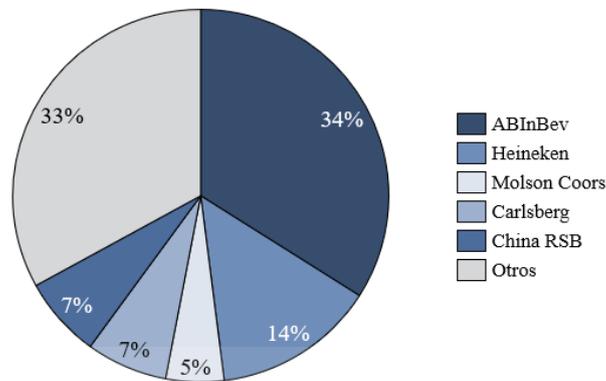
Fuente: us.as.com

5.4 Análisis de la competencia

Y cuando analizamos la producción mundial entre las 40 principales compañías del mundo, entre quienes se reparten el 91,4% de la producción total mundial, encontramos que ABInBev es claramente dominante en este aspecto. En 2022 la empresa elaboró más cerveza que cualquiera otra del mundo, con una participación de 34% del mercado ascendiendo su producción a 697,5 millones de hlts.

Seguida por su principal competidor alrededor del mundo Heineken, quien sin embargo produjo menos de la mitad rondando los 287 millones de hlts.

Gráfico 12: Distribución de la producción de las principales empresas – Año 2022

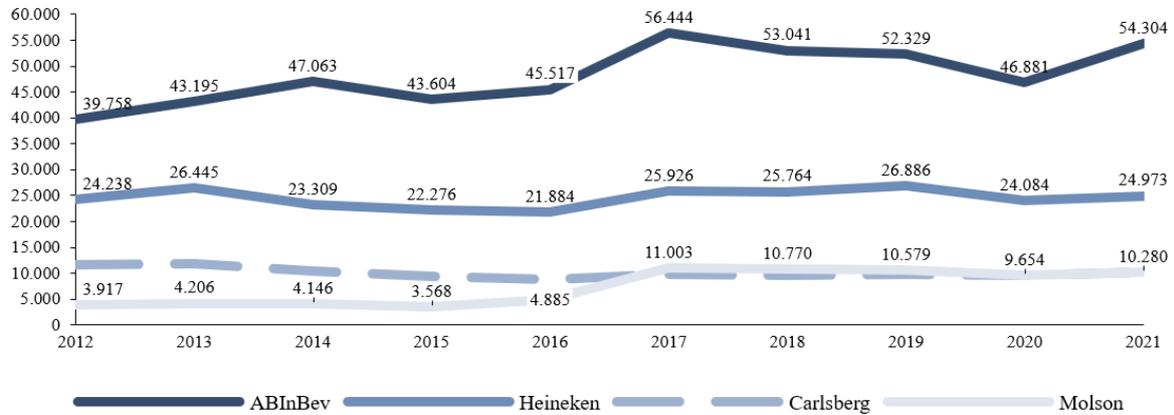


Fuente: Elaboración Propia en base a craftbrewingbusiness.com

Además, podemos analizar también como han evolucionado algunos indicadores clave de cada una de ellas a lo largo del tiempo, para entender si han gana competitividad en el mercado respecto a sus pares o viceversa.

Desde el 2013 a la fecha, es mucha la diferencia en los ingresos que ha sacado ABInBev en comparación a sus competidores, situándose el mismo un 36,6% por encima en 2022 respecto a 2013, con un CARG de 2,95% vs 1,52% de su principal competidora, Heineken, quien además apenas logró un crecimiento total de sus ingresos cercano al 16% para el mismo período. Si se puede observar un crecimiento fuerte en 2017 de Molson Coors debido a adquisiciones y fusiones que realizó la empresa, superando para 2022 a Carlsberg como la tercera cervecera con mayores ingresos mundiales.

Gráfico 13: Evolución de Ingresos de ABInBev y principales competidores (2012 -2022)
en millones de dólares

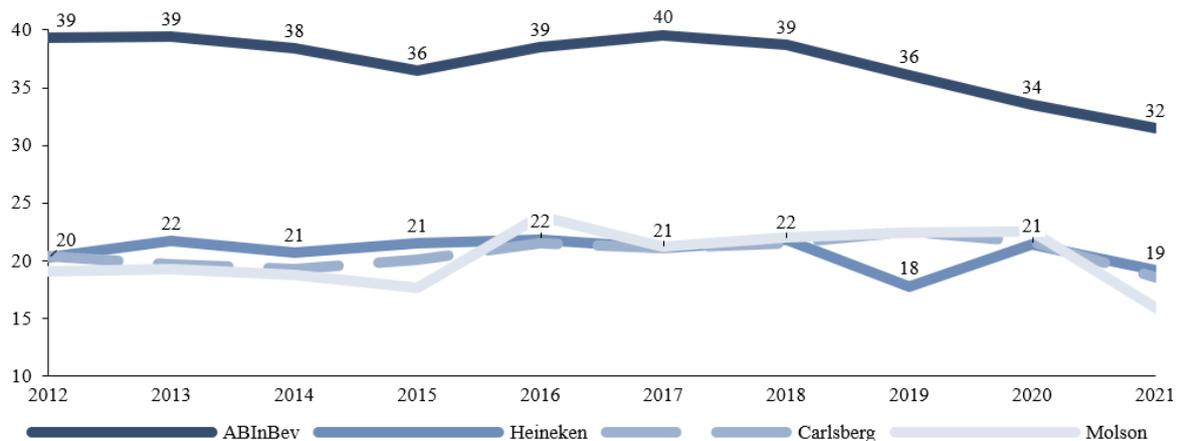


Fuente: Elaboración propia en base a SeekingAlpha.com

Para complementar, podemos agregar que ABInBev tenía en 2013 una participación del 50,4% de las ganancias totales entre sus 4 principales competidores, y en 2022 dicho número ascendió a 52,8%.

Por su parte, es sumamente valioso analizar también como ha ido evolucionando el margen EBITDA para cada una de las compañías.

Gráfico 14: Evolución Margen EBITDA vs principales competidores en % (2013-2022)



Fuente: Elaboración propia en base a SeekingAlpha.com

Se puede observar claramente que ABInBev les saca amplia diferencia a sus competidores en términos de margen operativo, viendo mayores ganancias con relación a sus ventas netas. También podemos observar que en los últimos 5 años la industria en general ha sufrido caídas en términos de márgenes. Dicha variación negativa se explica por el impacto de los precios de los commodities.



Universidad de
San Andrés

6. Análisis Financiero:

Para facilitar la comprensión del desempeño de ABInBev, los comentarios en este informe de gestión, a menos que se indique lo contrario indicado, se basan en números orgánicos y normalizados. "Orgánico" significa que el análisis elimina el impacto de los diferentes tipos de cambios en las operaciones con monedas de tipo extranjero. Los alcances representan el impacto de las adquisiciones y desinversiones, el inicio o terminación de actividades o la transferencia de actividades entre segmentos, reducción de ganancias y pérdidas y cambios año tras año en las estimaciones contables y otros supuestos que la compañía no considera parte del rendimiento subyacente del negocio.

Siempre que se utilice en este informe, el término "normalizado" se refiere a medidas de desempeño (EBITDA, EBIT, Utilidad) antes de partidas no subyacentes y operaciones discontinuadas. Los elementos no subyacentes son ingresos o gastos que no ocurren regularmente como parte de las actividades normales de la empresa. Se presentan por separado porque son importantes para la comprensión del desempeño sostenible subyacente de la empresa debido a su tamaño o naturaleza.

A continuación, vamos a desarrollar un análisis de la performance del estado de resultados de ABInBev en los últimos 4 años. A su vez, vamos a adentrarnos en el mismo para cada una de las regiones de la compañía, a fin de entender en detalle el aporte de cada una de ellas a la empresa.

Tabla 1: Estado de resultados histórico ABInBev en millones de dólares

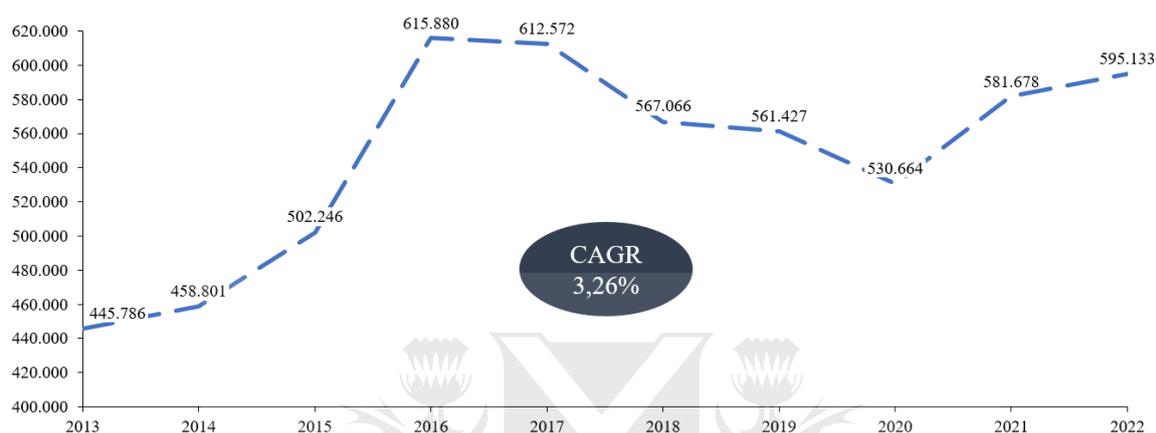
ABInBev	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Volumen de Ventas (miles de hlts)	612.572	567.066	561.427	530.664	581.678	595.133
Ingresos	56.444	54.619	52.329	46.881	54.304	57.786
Costo de Ventas	-21.386	-20.359	-20.362	-19.634	-23.097	-26.305
Margen Bruto	35.058	34.259	31.967	27.247	31.207	31.481
Gastos Ventas, Generales y Adm.	-18.099	-17.118	-16.421	-15.368	-17.574	-17.555
Otros Ingresos	854	680	875	845	805	841
EBIT	17.814	17.821	16.421	12.723	14.438	14.768
EBITDA	22.084	22.080	21.078	17.321	19.209	19.843

Fuente: Elaboración propia en base a ABInBev Reporte Anual

Los valores de la tabla superior se encuentran expresados en millones de dólares, a excepción de los volúmenes que están representados en miles de hlts.

Como podemos apreciar, la compañía mostró una fuerte recuperación tanto en volúmenes como en ingresos respecto a la caída sufrida de 2018 a 2020. Para 2022 ya logra situarse casi un 6% arriba de los ingresos obtenidos 5 años atrás, y un 23% por encima del piso alcanzado en año de pandemia.

Gráfico 15: Evolución volumen de ventas en miles de hlts - ABInBev (2013-2022)



Fuente: Elaboración propia en base a ABInBev Reportes Anuales

A su vez, su EBITDA creció en un 3% respecto al año anterior mientras que el margen EBITDA se contrajo en 110 puntos básicos, alcanzando los 34,3%.

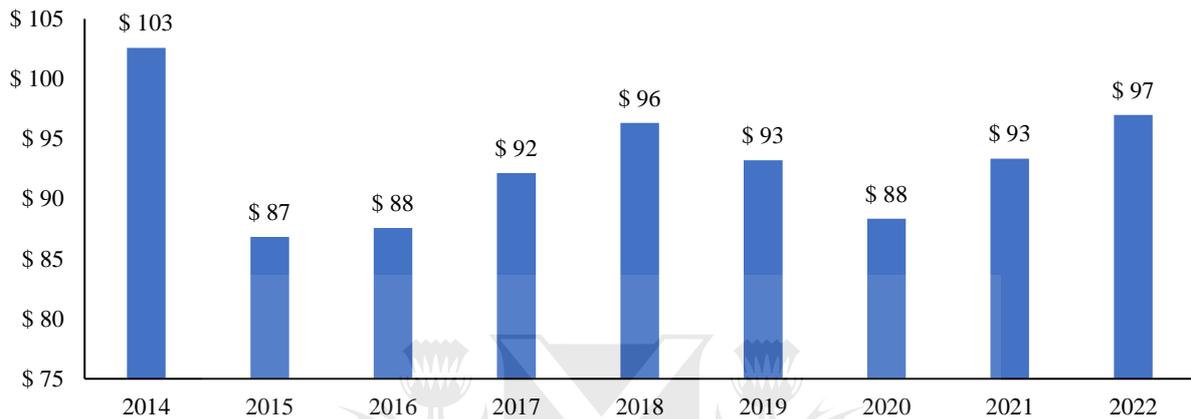
El incremento en el volumen se explica principalmente por la venta de bebidas con alcohol, sin embargo, las bebidas sin alcohol acompañan la sub mostrando incrementos de 8,7% en las ventas en comparación al año anterior.

Los ingresos apalancan su crecimiento en el retorno por hlt, apalancado principalmente por la premiumización del negocio y por las iniciativas de optimización del negocio impulsadas por el directorio. A su vez, sus marcas globales: Corona, Budweiser y Stella Artois, vieron incrementos de 18,6%, 2,5% y 11,7% a nivel mundial y se expandieron aún más en mercados extranjeros, alcanzando crecimiento de 8,7% respecto año anterior.

A continuación, vemos un gráfico en donde se observa la tendencia de crecimiento que vienen teniendo los ingresos por hlt vendido a lo largo de los últimos años. Dichos resultados impulsados por las decisiones estratégicas de la compañía a fin de acelerar la premiumización del mercado y las optimizaciones en los mismos. Sin embargo, si lo comparamos con los resultados obtenidos hace casi una década atrás, vemos que los mismos aún cuentan con una buena oportunidad. Dicha caída se explica básicamente por la incorporación de la empresa en

nuevos mercados, y su estrategia al adentrarse en los mismos. Si revisamos la caída de 2014 a 2015 y la comparamos con la evolución de volumen que ha sufrido la compañía, vamos a encontrar que en dicho periodo la empresa mostró grandes resultados en términos de hlt's vendidos pero que no pudo replicar en términos de ingreso por Hlt.

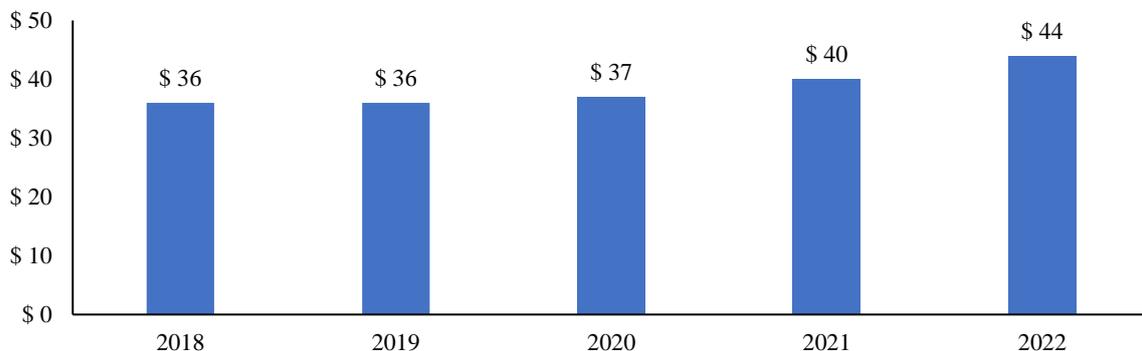
Gráfico 16: Evolución Ingresos por Hlt en dólares (2014-2022)



Fuente: Elaboración propia en base a ABInBev Reporte Anual

El costo de la mercadería vendida también sufrió incrementos respecto a años anteriores, impulsado lógicamente por el aumento en ventas, pero además, viendo también un aumento del 11% respecto al año anterior, por hlt vendido que se explica por operaciones anticipadas en tipo de cambio y por el alza que sufrieron los commodities.

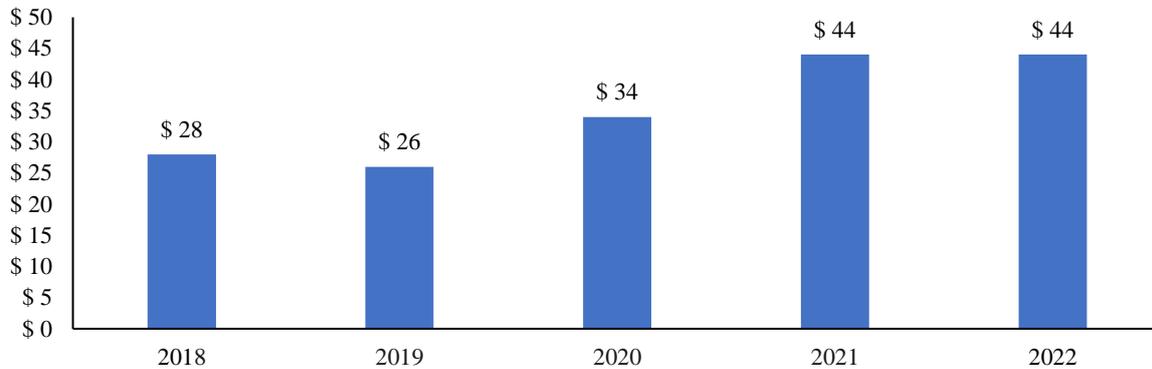
Gráfico 17: Evolución del costo de la mercadería vendida por hlt / (2018 a 2022)



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

A continuación, para tomar dimensión del impacto del precio de los commodities en el costo de la mercadería vendida de la empresa, vemos como ha ido evolucionando un ETF que replica los precios de commodities de Agricultura.

Gráfico 18: Evolución ETF VEGI (2018-2022)



Fuente: Elaboración Propia en base a Investing.com

Se puede observar claramente que la suba de US\$ 37 a US\$ 40 de 2020 respecto a 2021 es en parte por como incrementaron los precios en los commodities.

Los gastos de ventas, generales y administrativos también vieron aumentos en comparación a los hlts vendidos, explicados principalmente por mayores remuneraciones variables a nivel global y aumentos en la cadena de suministro.

6.1 EBITDA:

Las diferencias observadas en el EBITDA entre las distintas operaciones de ABInBev en el mundo se explica mayormente por las distintas estrategias de llegada al mercado con las que cuenta la empresa, la participación de mercado que tienen los productos retornables en cada uno de ellos y la rentabilidad obtenida de acuerdo con el mix premium que tiene cada uno de ellos.

En la siguiente tabla podemos observar cómo ha contribuido cada una de las regiones al EBITDA global de la compañía desde 2018 a la 2022

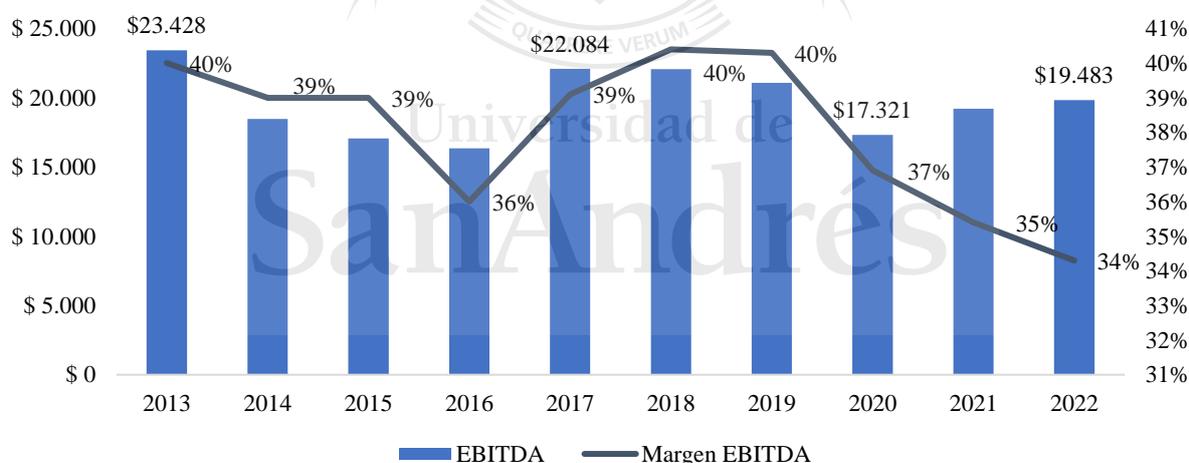
Tabla 2: Evolución EBITDA por Operación en millones de dólares (2018-2022)

Operación	2018	2019	2020	2021	2022
América del Norte	\$ 6.199	\$ 6.185	\$ 6.172	\$ 6.131	\$ 6.057
América Central	\$ 6.033	\$ 6.356	\$ 5.014	\$ 6.126	\$ 6.564
América del Sur	\$ 4.696	\$ 4.145	\$ 3.179	\$ 3.125	\$ 3.511
EMEA	\$ 3.184	\$ 2.781	\$ 1.895	\$ 2.598	\$ 2.612
Asia Pacífica	\$ 2.178	\$ 2.287	\$ 1.737	\$ 2.321	\$ 2.104
Exportaciones	-\$ 558	-\$ 676	-\$ 677	\$ 1.093	\$ 1.004
ABInBEV	\$ 21.732	\$ 21.078	\$ 17.320	\$ 21.394	\$ 21.852

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Y en el siguiente gráfico, observamos la evolución del EBITDA, y como fue el mismo creciendo a lo largo de que la compañía se fue expandiendo y fusionando con otras empresas mundialmente. En 2021 aún no logró recuperar el camino alcista que venía manteniendo desde 2013, y el desafío está puesto en 2025 ya regresar a los niveles máximos alcanzados en 2017

Gráfico 19: Evolución EBITDA + Margen EBITDA



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

A su vez, es importante explicar el porqué de la caída en el ratio que mide el margen EBITDA sobre las ganancias netas. Como ya mencionamos, esto ha ido disminuyendo a partir del incremento en el precio de los commodities y los gastos de ventas, generales y administrativos, especialmente los enfocados en las cadenas de suministro.

Para un mayor entendimiento de la composición de los resultados, vamos a hacer un pequeño resumen por las operaciones en el mundo de ABInBev para entender el aporte de cada uno de

los mismos en los resultados globales de la compañía, y daremos un mayor detalle acerca de los volúmenes y la estrategia que viene desarrollando la compañía en cada una de las regiones.

América del Norte

Tabla 3: Estado de Resultados América del Norte en millones de dólares

America del Norte	2021	2022	Crecimiento Orgánico
Volúmen (en miles de Hlts)	106.965	102.674	
Ingresos Brutos	16.257	16.566	2,4%
Costo de la mercadería vendida	-6.185	-6.714	
Ganancia Bruta	10.072	9.851	-1,6%
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-4.769	-4.587	
Otros Ingresos /-Costos	46	45	
EBIT	5.349	5.309	
EBITDA	6.131	6.057	-0,5%
Márgen del EBITDA	37,7%	36,6%	-106 bps

Fuente: Elaboración Propia en Base a ABInBev Reporte Anual

Los volúmenes en América del Norte cayeron en relación con el año anterior. En Estados Unidos, las ventas a retailers cayeron en un 4,2% un número que situó a la empresa en línea con el comportamiento de la industria. A su vez, su venta en el segmento “above core”² mostró incrementos cercanos al 10% lo que dio lugar a que el mismo represente casi el 30% de las ganancias de la operación.

Michelob Ultra continuó con su buen desempeño posicionándose como la segunda marca más vendida del mercado después de Budweiser.

² Above Core: Segmento situado por encima del Core de venta, en términos de precio de venta al público. Dicho segmento otorga mayor rentabilidad que el Core.

³ On-Premise: Canal de venta donde el producto se consume en el punto de venta (boliches, bares, restaurantes, etc)

⁴ Off-Premise: Canal de venta en donde el consumidor realiza la compra para luego consumirla fuera del mismo (Supermercados, Kioscos, Autoservicios, etc)

El negocio Beyond Beer siguió mostrando crecimientos a doble dígito en comparación con año anterior, por encima de la industria.

En Canadá, los volúmenes también se mantuvieron en línea contra año anterior, incluso considerando que el canal On-Premise³ mostró incrementos considerables respecto a años anteriores debido a las restricciones generadas por la pandemia, que para el beneficio de la compañía pudo compensar las caídas en el canal Off-Premise⁴.

Al igual que en Estados Unidos, la compañía mostró crecimientos en el Above Core y también en su segmento Beyond Beer, creciendo su volumen en doble dígito.

El EBITDA disminuyó en 0,5% a 6.057 millones de dólares, con una contracción del margen de 160 puntos básicos a 36,6% en consecuencia principalmente del aumento en el costo de la mercadería vendida.

América Central

Tabla 4: Estado de Resultados América Central en millones de dólares

America Central	2021	2022	Crecimiento Orgánico
Volúmen (en miles de Hlts)	141.447	147.624	
Ingresos Brutos	12.541	14.180	15,1%
Costo de la mercadería vendida	-4.428	-5.540	
Ganancia Bruta	8.113	8.639	8,4%
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-3.149	-3.390	
Otros Ingresos /-Costos	24	-12	
EBIT	4.988	5.238	
EBITDA	6.126	6.564	8,7%
Márgen del EBITDA	48,8%	46,3%	-274 bps

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

En México, los ingresos brutos mostraron incrementos de doble dígito. Sin embargo, la compañía no pudo alcanzar el crecimiento de la industria viendo así disminución en su participación de mercado.

El buen momento que atraviesa esta operación se centra en el desarrollo y la premiumización de su portafolio. A su vez, la transformación digital y la expansión del segmento “Beyond Beer”⁵ a través de innovaciones como Michelob Ultra Hard Seltzer o Corona Agua Rifada.

En Colombia, sus volúmenes crecieron por encima del 20% en comparación con 2021 gracias a la fortaleza de sus marcas y el poder de ejecución de estas en el mercado.

A su vez, la compañía mostró buenos resultados en su afán de liderar el crecimiento de la categoría, logrando en 2022 el mayor consumo de cerveza per capita en los últimos 25 años.

Crecieron todos los segmentos de la compañía, pero casi el 40% del peso de este se lo llevaron las marcas globales, y su marca local, “Club Colombia”

En Perú y Ecuador la compañía también mostró incrementos en sus ventas, y el foco está puesto en continuar con la digitalización del mercado y hacer crecer la categoría Premium para lograr mayor rentabilidad en el mismo.

Respecto al EBITDA, el mismo vio incrementos en 8,7% a 6.564 millones de dólares con una contracción del margen de 274 puntos básicos a 46,3%.

América del Sur

Tabla 5: Estado de resultados de América del Sur en millones de dólares

America del sur	2021	2022	Crecimiento Orgánico
Volúmen (en miles de Hlts)	156.622	164.319	
Ingresos Brutos	9.494	11.599	27,9%
Costo de la mercadería vendida	-4.763	-5.976	
Ganancia Bruta	4.730	5.623	24,7%
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-2.762	-3.458	
Otros Ingresos /-Costos	397	473	
EBIT	2.365	2.683	
EBITDA	3.125	3.511	25,7%
Márgen del EBITDA	32,9%	30,3%	-49 bps

Fuente: ABInBev Reporte Anual

Los ingresos brutos crecieron en casi 30% respecto al año anterior, representando el 24% del crecimiento obtenido por la compañía en su totalidad. A su vez, en comparación con 2019, es la operación que mejor performó, con crecimientos en sus ventas cercanos al 12%.

⁵ Beyond Beer: Negocio que abarca todos los productos comercializados por ABInBev que no corresponden a cerveza.

En Brasil, el volumen se incrementó un 5,6% apalancado principalmente por el segmento no alcohólico, que mostró crecimientos de 12% respecto año anterior. El foco está puesto en poner al consumidor en el centro, en innovar la categoría y digitalizar el ecosistema. En los últimos años el segmento High End ⁶viene batiendo resultados, aumentando así la rentabilidad del mercado.

BEES actualmente abarca el 85% de la facturación del mercado, logrando a través de ella el mejor resultado de NPS ⁷histórico en el país.

En Argentina si bien el volumen no creció significativamente respecto a 2021, el mismo se pudo mantener y esto mismo implica ventas en niveles históricos. Las marcas premium lideran el camino, apalancadas principalmente por Andes Origen, Corona y Stella Artois.

El EBITDA de la operación aumento 25,7% a 3.511 millones de dólares con una contracción del margen de -49 puntos básicos a 30,3% debido a que el aumento de la facturación bruta se vio contrarrestado por operaciones anticipadas en los tipos de cambios, aumentos en los precios de los commodities, e incrementos en los gastos de ventas, generales y administrativos.

EMEA

Tabla 6: Estado de resultados EMEA en millones de dólares

EMEA	2021	2022	Crecimiento Orgánico
Volúmen (en miles de Hlts)	86.707	90.780	
Ingresos Brutos	8.032	8.120	13,1%
Costo de la mercadería vendida	-3.793	-4.167	
Ganancia Bruta	4.239	3.953	6,2%
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-2.855	-2.604	
Otros Ingresos /-Costos	200	198	
EBIT	1.584	1.546	
EBITDA	2.598	2.612	11,5%
Márgen del EBITDA	32,4%	32,2%	-45 bps

Fuente: Elaboración propia en base a ABInBev Reporte Anual

⁶ High End: Productos de mayor rentabilidad para la empresa por su precio de venta en el mercado

⁷ NPS: Net Promoter Score // Valoración del consumidor hacia la empresa

La región de Europa y África no se quedó atrás en el crecimiento obtenido por la compañía, y mostró incrementos de 13,1% en comparación contra año anterior, significando el 21% del crecimiento total de la compañía.

Los volúmenes vienen apalancados por el segmento premium, que representa el 50% de las ganancias netas de la operación.

En 2021, dicho segmento creció en doble dígito gracias a la buena performance de su marca local Leffe y la marca global Corona.

En Sudáfrica la compañía también mostró buenos resultados gracias a su plan de participación de mercado, que hizo crecer sus ventas tanto en el negocio de la cerveza como en el negocio “Beyond Beer”.

El foco en BEES alcanzó niveles de facturación digital cercanos al 90%, número record para todas las regiones de la compañía.

En África, excluyendo Sudáfrica, también se vieron números verdes, y el foco continúa puesto en la expansión de la categoría logrando acercar un producto de la compañía a cada vez más consumidores.

El EBITDA de la región aumentó en 30,6% a 2.598 millones de dólares, con un crecimiento del margen de 308 puntos básicos a 32,4% debido a los incrementos en facturación complementados con eficiencias operativas.

APAC

Tabla 7: Estado de resultados Asia pacífica en millones de dólares

APAC	2021	2022	Crecimiento Orgánico
Volúmen (en miles de Hlts)	88.379	88.898	
Ingresos Brutos	6.848	6.532	2,4%
Costo de la mercadería vendida	-3.048	-3.168	
Ganancia Bruta	3.800	3.364	-3,2%
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-2.330	-2.067	
Otros Ingresos /-Costos	139	137	
EBIT	1.609	1.433	
EBITDA	2.321	2.104	-4,6%
Márgen del EBITDA	33,9%	32,2%	-234 bps

Fuente: Elaboración propia en base a ABInBev Reporte Anual

Los ingresos brutos crecieron en 2,4% en comparación con el año anterior. Dicho resultado apalancado principalmente por China, quien creció en un 9,3% contra 2020. La participación de mercado creció en 80 puntos básicos. El foco de la región está puesto en la premiumización del mercado, la transformación digital del mismo, y la expansión del negocio.

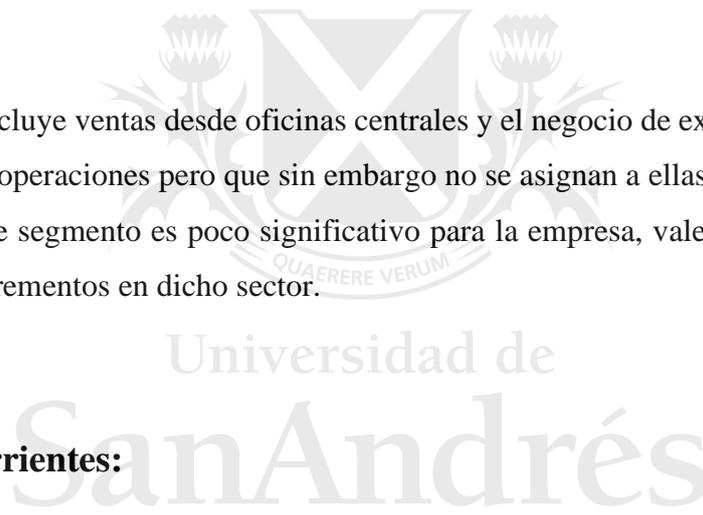
En Corea del Sur también se mostraron indicadores verdes de la mano de la cerveza local, Chass. Además, el país mostró incrementos en su participación de mercado por encima de China, tanto en el canal on-premise como en el canal off-premise.

Respecto al EBITDA, el mismo disminuyó en -4,6% a 2.104 millones de dólares con una contracción del margen de -234 puntos básicos a 32,2% en consecuencia del aumento de los ingresos apalancados por la premiumización del volumen y las iniciativas de optimización del directorio.

Exportaciones

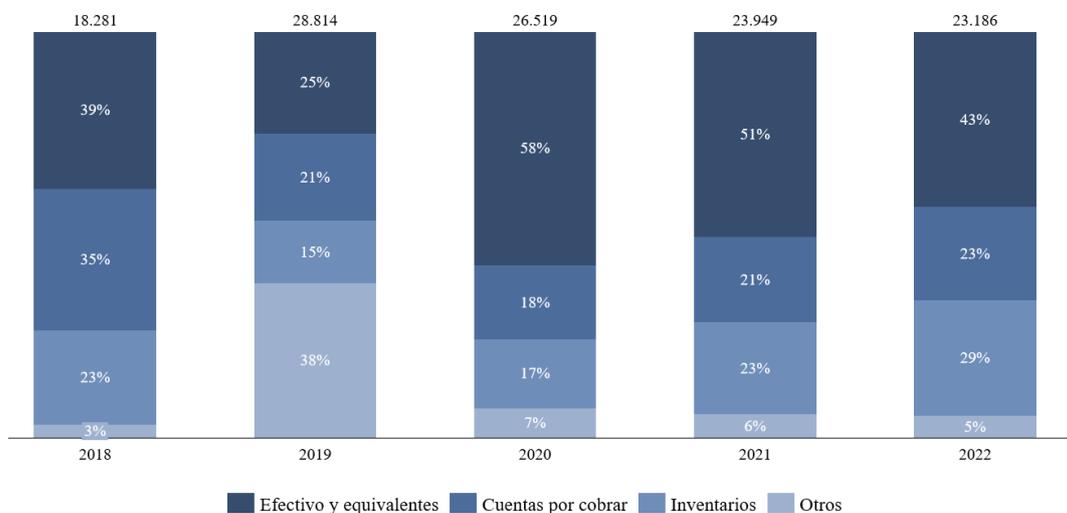
Dicho segmento incluye ventas desde oficinas centrales y el negocio de exportación, que se da en cada una de las operaciones pero que sin embargo no se asignan a ellas.

Si bien el peso este segmento es poco significativo para la empresa, vale mencionar que año tras año se ven incrementos en dicho sector.



6.2 Activos Corrientes:

Gráfico 20: Evolución de los activos corrientes 2018-2022 en millones de dólares



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev reporte anual

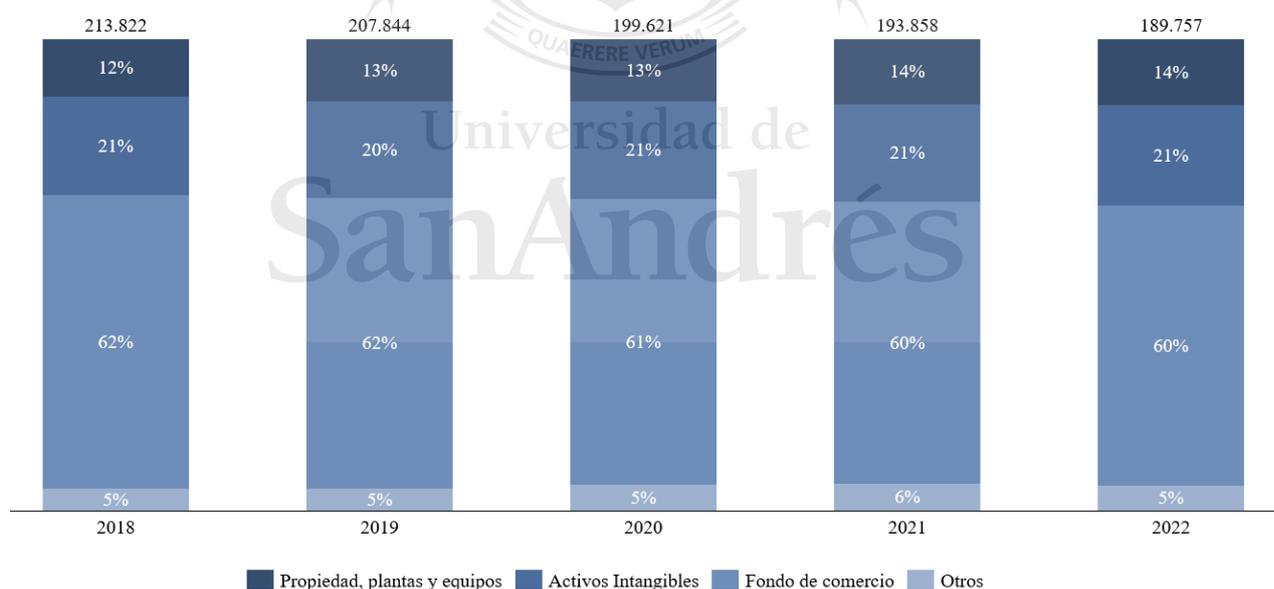
Como podemos observar, el valor de los activos corrientes ha marcado una tendencia bajista en los últimos años.

La compañía ha ido gestionando la baja en la liquidez de efectivo y equivalentes, en contrapartida aumentando el peso de los inventarios en los activos corrientes. Dicho aumento en los inventarios viene explicado también por el incremento en el valor de las materias primas, pasando de 3.072 millones de dólares en 2021 a 3.851 millones de dólares en 2022.

Para los años 2020 y 2021, efectivo y equivalentes sufren un gran incremento debido a la decisión de la empresa de obtener mayor liquidez y preservar el valor de su capital. En 2019 la inversión en bonos del tesoro era 0 y a fines de 2020 la compañía cerró con 6.800 millones de dólares invertidos. A su vez, en 2021 la compañía duplicó su inversión en préstamos bancarios de corto plazo.

6.3 Activos No Corrientes:

Gráfico 21: Evolución de los activos no corrientes 2018-2022 en millones de dólares



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

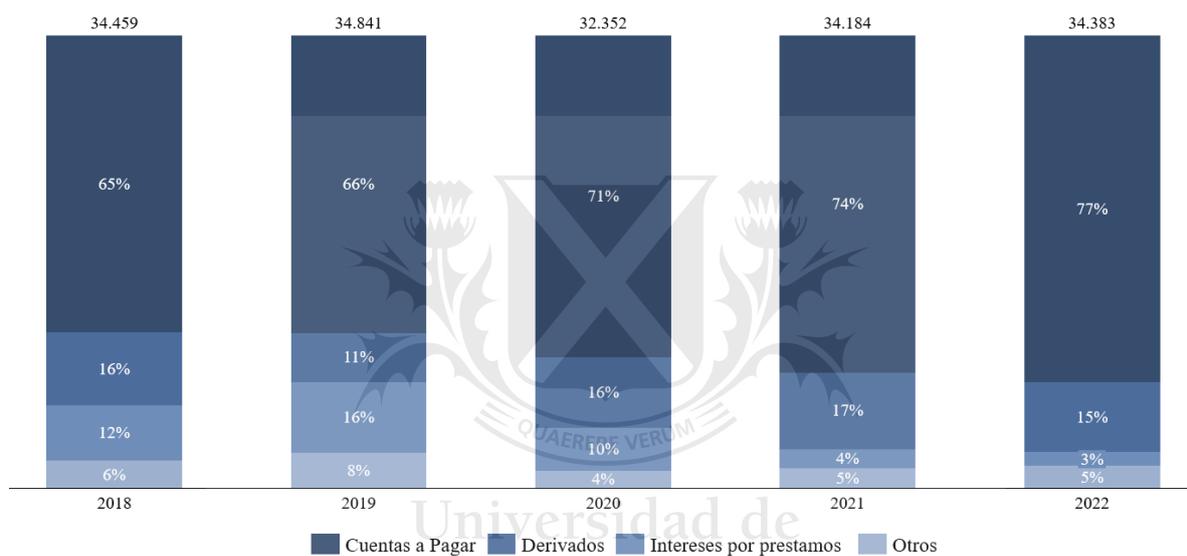
Se puede observar que a lo largo de los años los activos no corrientes mantienen su participación sobre el total, sin embargo, de 2018 a 2022 la compañía los disminuyó por casi

24.000 millones de dólares, en más de un 11% respecto a los 213.822 millones de dólares valorizados en 2018.

Esto se explica principalmente por la caída en el valor del fondo de comercio⁸, que representa el 80% de la caída total de los activos no corrientes, afectado negativamente por el efecto de los movimientos de moneda extranjera

6.4 Pasivos Corrientes

Gráfico 22: Evolución Pasivos corrientes 2017-2021 en millones de dólares



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reportes Anuales

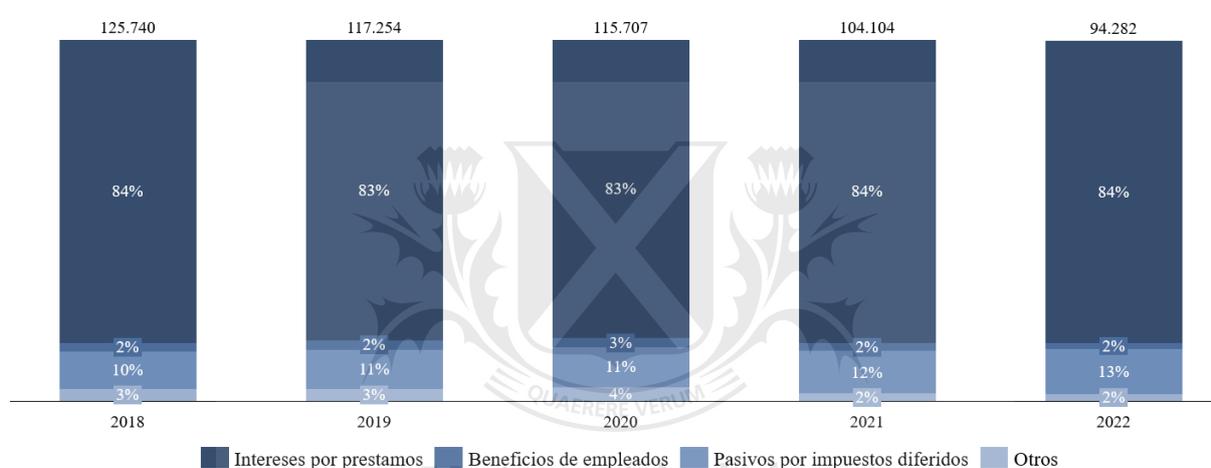
Si bien de 2019 a 2020 la compañía mostró intenciones de disminuir el pasivo corriente, lo cierto es que ha permanecido estable en los últimos 5 años, y las cuentas a pagar han ganado notorio peso de 2018 a 2022, pasando de representar un 65% a un 77% dentro del mismo, y aumentando por la suma de casi 4.000 millones de dólares.

⁸ Fondo De comercio: Se define como el mayor valor que tiene una empresa en su conjunto en comparación con el que tienen los distintos elementos de su organización por separado. Los elementos que forman la empresa tienen una valoración individual. La suma de todos ellos podrían darnos un valor que se correspondería con el del negocio. Sin embargo, la integración de todos ellos y su capacidad para producir aporta un valor añadido. Ese valor, en conjunto, es superior al de la suma de las partes.

6.5 Pasivos No corrientes

De 2018 a 2022, ABInBev disminuyó en -31.450 millones de dólares el monto de los pasivos no corrientes. Dicha baja se explica principalmente en la deuda de largo plazo, que como bien ya hemos mencionado, es uno de los principales puntos de foco del directorio de la compañía. En 2016 dicho número ascendía a 113.733 millones de dólares, incluso por encima de los 105.584 que se muestran en 2018. El resto de los componentes del pasivo no corriente también disminuye, y mantiene su peso en la participación total del pasivo.

Gráfico 23: Evolución Pasivos No corrientes 2017-2021 en millones de dólares



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reportes Anuales

6.7 Análisis y evolución de ratios

6.7.1 Indicadores de rentabilidad

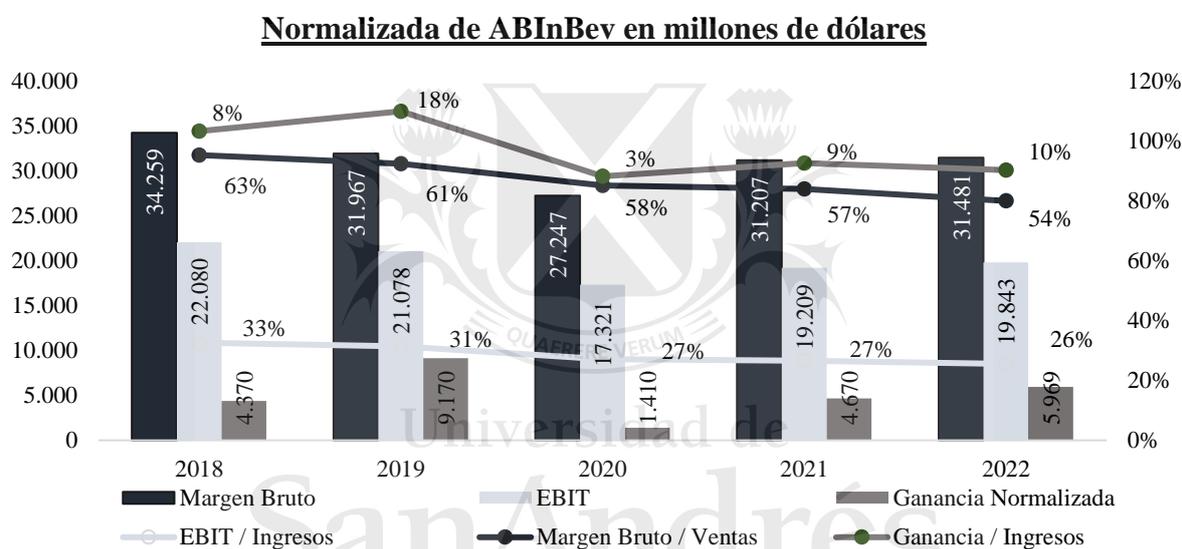
En primer lugar, repasaremos el % de margen bruto, que se obtiene deduciendo los costos de mercadería de los ingresos por ventas, y expresando dicho resultado en relación con las ventas. Podemos ver que desde el 2018 que dicho resultado viene con una caída sostenida a lo largo de los años, debido principalmente al aumento en los commodities. Como vemos en el gráfico, dicho indicador se posicionaba en 63% en 2018 y a fines de 2022 el mismo se situó en 54%, con una contracción de 8 puntos.

Por otra parte, analizaremos el margen operativo, que además de deducir el costo de mercadería vendida además descuenta los gastos operativos de los ingresos por ventas. Dicho indicador también sufrió de la inflación y el alza de commodities.

Otro indicador fundamental para analizar a la hora de evaluar empresas es el margen neto, que a diferencia del margen operativo, esto no deduce los costos asociados a depreciaciones y amortizaciones de los activos fijos. No es la excepción y también disminuye considerablemente en el año 2020, y si bien en 2021 recupera, aún tiene recorrido de cara a los niveles alcanzados en 2019.

La evolución de ambos indicadores se ejemplificará en el siguiente gráfico:

Gráfico 24: Evolución 2018 a 2022 de Margen Bruto, EBIT Normalizado y Ganancia



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

A continuación, se mostrará el Análisis de Dupont utilizado para alcanzar el ROE de la empresa en los últimos 5 años.

Dicho análisis nos permite analizar la eficiencia de la compañía e indicar en que variables la compañía gana o pierde rentabilidad.

Tabla 8: Análisis de Dupont 2018-2022 en millones de dólares

Analisis de Dupont	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	\$ 54.619	\$ 52.329	\$ 46.881	\$ 54.304	\$ 57.786
Resultado Neto	\$ 4.370	\$ 9.170	\$ 1.410	\$ 4.670	\$ 5.969
Activos Totales	\$ 232.103	\$ 236.648	\$ 226.410	\$ 217.627	\$ 212.943
Margen Neto	8,0%	17,5%	3,0%	8,6%	10,3%
Rotación de Activos	24%	22%	21%	25%	27%
ROI	1,9%	3,9%	0,6%	2,1%	2,8%
Multiplicador de Capital	3,60	3,13	3,33	3,17	2,90
ROE	6,8%	12,1%	2,1%	6,8%	8,1%

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Por último, veremos cómo ha ido evolucionando el ROA en los últimos 5 años.

Tabla 9: Evolución del ROA de ABInBev 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
ROA	1,83%	3,90%	0,61%	2,15%	2,80%

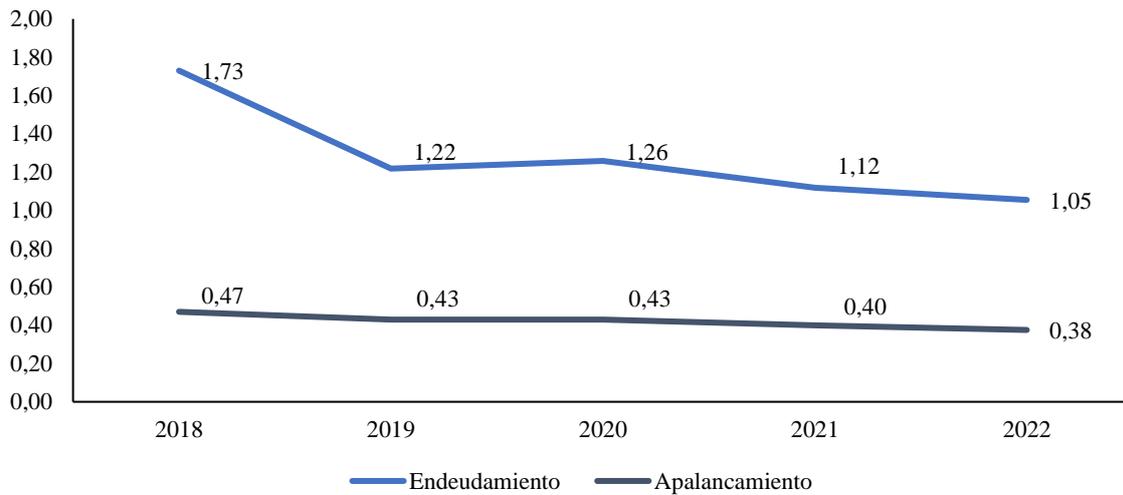
Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

En ambos casos se puede observar cómo ha afectado la pandemia en los ratios, pero ya en 2021 la compañía logra recuperarse, incluso superando dicha recuperación en 2022 lo que marca que la empresa retorna a niveles esperables de gestión.

6.7.2 Indicadores de Endeudamiento

En primer lugar, observaremos como ha variado cada uno de los indicadores, para después analizar brevemente la situación de ellos y como se conectan con la realidad de la empresa.

Gráfico 25: Evolución Deuda y Apalancamiento de ABInBev (2018 a 2022)



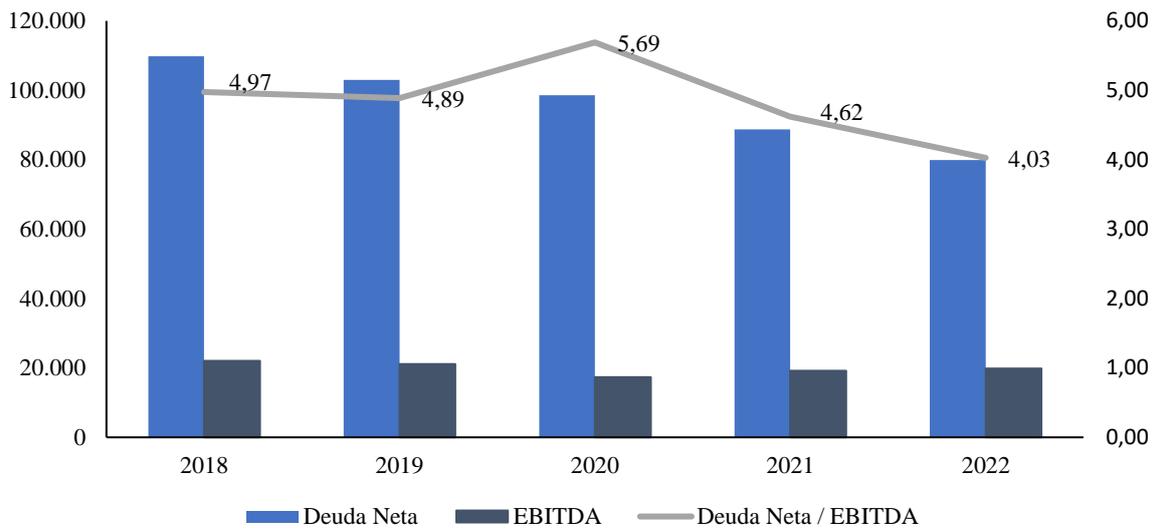
Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

El índice de endeudamiento de ABInBev ha ido disminuyendo a lo largo de los últimos 5 años, y como hemos comentado previamente, es el objetivo de los directores de la empresa y por eso es que están trabajando muy de cerca dicho indicador. En 2016 la empresa incorpora SAB Miller, lo que hace que este indicador se sitúe por encima del 100% del peso de la deuda sobre el patrimonio neto, llegando en 2018 a representar el 173% del mismo. Desde dicho año a fines de 2022 el indicador fue disminuyendo, logrando que en 2022 se sitúe apenas por encima de la barrera del 100%. El objetivo está puesto en volver a situar dicho indicador en un número menor a 1, para poder hacer frente a sus obligaciones de largo plazo con el patrimonio de la compañía.

Por su parte, el apalancamiento nos mide el peso de la deuda de la compañía por sobre los activos de esta. También se puede observar que en 2018 dicho indicador se situaba por encima de la actualidad. Como bien sabemos, dicho instrumento puede servirle a la compañía para maximizar sus resultados, pero a la vez la vuelve más riesgosa y volátil.

Además, sumaremos la evolución del indicador de deuda financiera sobre el EBITDA, que también nos permite dimensionar que tan endeudada se encuentra la empresa en relación a los resultados que obtiene por el curso de sus operaciones. Como observaremos, el ratio se sitúa a lo largo de los últimos 5 años por encima de 3x lo que nos indica que la empresa está muy endeudada, sobre todo a partir de 2016 año en el cual la empresa incorporó SAB Miller y tuvo que hacerse de recursos a través del endeudamiento.

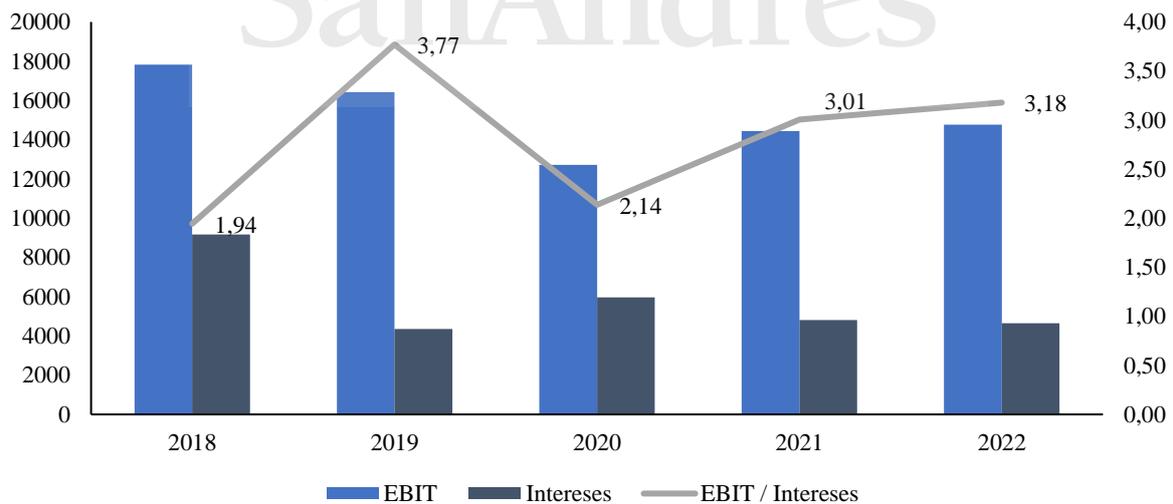
Gráfico 26: Evolución Deuda Financiera / EBITDA (2018 a 2022)



Fuente: Elaboración Propia en base a Balances de ABInBev

Finalmente, cuando observamos la capacidad que tiene la empresa de cubrir los intereses de deuda con los flujos de caja provenientes de la actividad comercial, encontramos que los índices también reflejan el endeudamiento que venimos mencionando, sin embargo, pareciera ser que la empresa no tendría inconvenientes mayores a la hora de afrontar el pago de los mismos con el flujo obtenido de su actividad comercial.

Gráfico 27: Evolución EBIT / Intereses (2018 a 2022)



Fuente: Elaboración Propia en base a balances ABInBev

6.7.3 Indicadores de Gestión Operativa y de Liquidez

Tabla 10: Evolución de Indicadores ABInBev 2018-2022

Indicadores de Gestión	2018	2019	2020	2021	2022
Días de Cobro	43	43	38	34	34
Días de Pago	480	478	521	493	439
Días de Inventario	76	79	83	85	92
Ciclo de Conversión	-361	-356	-400	-374	-313
Indicadores de Liquidez	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez Corriente (AC/PC)	53%	83%	82%	70%	67%
Liquidez Acida ((AC - Inventarios) / PC))	41%	70%	68%	54%	48%

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Como se observa en la tabla, la compañía ha logrado disminuir los días de cobro a lo largo de los últimos 5 años pasando de 43 a 34, casi en un 20% de disminución. A su vez, se observa como los días de pago son siempre muy superiores a los días de cobro, situándose al menos 10 veces por encima año tras año. Los días de inventario pudieron ser incrementados de 76 a 92 de 2018 a 2022, lo que resulta en un ciclo de conversión de caja muy beneficioso para la compañía pudiendo cobrar en corto plazo y pagar en el largo. La extensión de plazo de pago a proveedores es el factor principal de la mejora en el ciclo de conversión de caja de ABInBev. Por su parte, cuando observamos los ratios de Liquidez encontramos que los mismos son valores esperables para una compañía de la industria en la que se desempeña ABInBev más allá de encontrarse por debajo del 100%. Por su parte, a través del inventario han podido desarrollarlo en los últimos años.

6.8 Comparación con pares del mercado:

A continuación, procederé a comparar alguno de los ratios de rentabilidad, gestión financiera y eficiencia con los siguientes competidores: Heineken, Carlsberg, Diageo y Pernod-Ricard.

Tabla 11: Comparación de ratios de ABInBev con pares del mercado

Indicador	ABInBev	Heineken	Carlsberg	Diageo	Pernod Ricard
Márgen Bruto	57%	37,31%	46,29%	61,34%	60,49%
EBITDA Márgen	34,30%	20,70%	21,70%	33,40%	29,90%
ROA	2,15%	6,80%	5,42%	9,18%	5,07%
ROIC	5,35%	6,56%	10,09%	12,04%	7,25%
Rotación de Activos	0,24	0,53	0,58	0,45	0,31
Endeudamiento	129%	76,90%	86,80%	176,40%	68,90%

Fuente: Elaboración Propia en base a información obtenida de SeekingAlpha.com

En primer lugar, observamos que ABInBev presenta indicadores muy sólidos en términos de rentabilidad, muy por encima de sus competidores cerveceros, y prácticamente en línea con Diageo y Pernod Ricard cuyo negocio ofrece mayores márgenes principalmente por la ganancia que obtienen por hlt vendido. Respecto a sus competidores de cerveza, la principal ventaja que tiene la empresa es su alta eficiencia en la gestión de costos y su enfoque estratégico en la optimización del negocio.

Cuando analizamos el grado de endeudamiento con el que cerró la empresa en 2021, observamos que dicho indicador a diferencia de Heineken y Carlsberg se sitúa por encima del 100%, ocupando el segundo lugar detrás de Diageo en términos de endeudamiento. Como ya hemos mencionado, esto surge producto de la adquisición de SAB Miller hace algunos años.

7. Valuación de ABInBev por APV

La valuación por APV es el valor actual neto de una empresa o un proyecto si se financia únicamente con fondos propios, más el valor actual de todos los beneficios de la financiación. El valor actual ajustado ayuda a mostrar a un inversor los beneficios de los escudos fiscales resultantes de una o más deducciones fiscales de pagos de intereses o de un préstamo subvencionado a tipos inferiores a los de mercado.

Para aclarar el método, vale mencionar que cuando una empresa contrae deuda para financiarse, está generando un ahorro fiscal debido a que los intereses financieros son deducibles del pago del impuesto a las ganancias y consecuentemente, una empresa endeudada termina pagando menos impuestos que una empresa con menor deuda. Es decir, su valor se ve incrementado producto de la financiación con deuda.

Por su parte, habrá que proyectar los flujos futuros para los próximos 5 años y a perpetuidad, para posteriormente traer dichos flujos futuros a la actualidad, descontándolos a una tasa que refleje el costo de financiamiento del capital de la empresa. El costo de capital propio, más bien conocido como K_u , se obtendrá de la siguiente forma:

$$K_u = R_f + B_u * (R_m - R_f) + RP$$

Siendo:

K_u : Costo de capital de una firma sin deuda

R_f : Tasa libre de riesgo al momento de la valuación

B_u : Beta desapalancada

R_m : Riesgo de mercado

$R_m - R_f$: Prima de riesgo de mercado

RP : Riesgo País

Una vez obtenidos el valor presente de los flujos futuros de la empresa sin apalancamiento, habrá que obtener el valor presente de los ahorros fiscales. Para poder obtenerlo, se deberá proyectar el esquema de pagos de deuda en el que incurrirá la compañía y sus intereses correspondientes según las tasas que abone la empresa. A dichos intereses se los afectará por la tasa de impuestos a las ganancias, para así obtener el ahorro fiscal para cada año correspondiente. Dichos ahorros fiscales serán descontados a la tasa K_d .

Como ya hemos comentado, es uno de los 3 focos anuales de la empresa la disminución de la deuda en la estructura de capital, por lo que sería un error descontar los flujos a una tasa WACC⁹, dado que el método supone constante la relación deuda/capital propio. La fórmula matemática que expresa el descuento a valor presente el flujo de fondos futuros disponible de la empresa será la siguiente:

$$VPN = \sum_{t=1}^n \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT_N \qquad VT_N = \frac{FF_{N+1}}{(r-g)}$$

En donde:

- VPN_{FF} = Valor presente de los flujos de fondos
- FF_t = Flujos de Fondos disponibles para la firma en el momento t
- r = Tasa de descuento (Ku)
- VT_N = Valor Terminal de la empresa en el momento N
- g = Tasa de Crecimiento esperada para el Flujo de Fondos a Perpetuidad.

7.1 Flujo de fondos disponibles para la firma

Como ya he indicado previamente, el FCFE es el flujo de caja resultante, después de impuestos, de los flujos de operación del negocio y de los flujos de inversión proyectados para un período determinado. Representa el efectivo disponible para todos los inversores, y es independiente del modo en que elija la empresa financiarse, ya sea por accionistas o acreedores.

Para calcularlo utilizaremos la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{Utilidad antes de impuestos} \\ & + \text{Depreciaciones y Amortizaciones} \\ & - \text{Impuesto a las ganancias} \\ & - \text{Inversión en Capex} \end{aligned}$$

⁹ WACC: *Weighted Average Cost of Capital*, es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión.

- Variación de capital de trabajo

En la utilización de este modelo consideraremos los flujos de fondos esperados para los próximos 5 años, desde 2023 hasta 2027 incluido, y los años futuros serán estimados a una tasa de crecimiento que nos llevará a obtener el valor terminal.

7.2 Proyección de ventas

En base a Statista, utilizaré la tasa esperada de crecimiento para cada una de las regiones en la que opera ABInBev a fin de poder estimar como irá evolucionando el mercado de bebidas alcohólicas en el mundo entre 2023 y 2027.

A su vez, es importante mencionar que el crecimiento de ventas del mercado es el resultado conjunto de la evolución de precios y volúmenes. En función de estos datos, se calcularon las ventas netas de ABInBev asumiendo que la firma logra mantener su cuota de mercado en relación con el resto de las bebidas alcohólicas, y además que continúa constante su participación respecto a sus competidores cerveceros.

Asimismo, para las proyecciones de ventas se consideró que el impacto del tipo de cambio es nulo, asumiendo que la firma logra cubrir en su totalidad las fluctuaciones cambiarias entre las monedas que opera.

Particularmente para la categoría de bebidas de alcohólicas, Statista espera que el mercado crezca a una tasa CAGR de 10.01%, pero dicha tasa si la especificamos para la industria cervecera, la misma disminuye a 5,4%.

Sin embargo, para lograr mayor sensibilidad en las proyecciones de ventas de la empresa, tendremos en cuenta la proyección para los próximos años de las dos variables que componen a los ingresos: Precio y volumen. Para dichas proyecciones se utilizó de fuente Statista quien informa variaciones con aperturas regionales que nos servirán para proyectar los ingresos.

En primer lugar, es necesario entender la participación que tiene cada una de las regiones en las ventas de la compañía, y como ha ido evolucionando dicha participación a lo largo del tiempo. Para comenzar, observaremos la evolución de los volúmenes por región a lo largo de los últimos 5 años:

Tabla 12: Evolución del volumen por Operación en miles de hlts (2018-2022)

Operación	2018	2019	2020	2021	2022
America Del Norte	110.726	108.133	106.846	106.965	102.674
America Central	115.476	133.538	120.800	141.447	147.624
America del Sur	148.944	139.664	144.209	156.622	164.319
EMEA	87.176	85.888	76.207	86.707	90.780
APAC	104.266	93.168	81.649	88.379	88.898
ABInBev	566.588	560.391	529.711	580.120	594.295

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Como podemos observar, América Central ha ganado mayor relevancia en los últimos cinco años en términos del volumen de la empresa, pesando un 20% en 2018 e incrementando dicha participación al 25% en 2022. América del Norte y APAC perdieron 3 ppt de participación cada una respectivamente, y América del Sur y EMEA se mantuvieron estable a lo largo de los últimos 5 años.

Por su parte, cuando se analiza cómo ha ido variando el factor precio para cada uno de los años, se puede observar que las regiones de América del Norte y América Central son aquellas que han mostrado tasas de crecimiento positivas en los últimos 5 años, mientras América del Sur sufrió una caída de casi 3%, EMEA disminuyó 1,77% y APAC cayó en un 2,48%.

Tabla 13: Evolución del precio por hlt por región (2018-2022)

Región	2018	2019	2020	2021	2022
America Del Norte	\$ 140	\$ 143	\$ 146	\$ 152	\$ 161
America Central	\$ 87	\$ 89	\$ 83	\$ 89	\$ 96
America del Sur	\$ 80	\$ 70	\$ 56	\$ 61	\$ 71
EMEA	\$ 96	\$ 92	\$ 90	\$ 93	\$ 89
APAC	\$ 81	\$ 70	\$ 69	\$ 77	\$ 73
ABInBev	\$ 96	\$ 92	\$ 87	\$ 92	\$ 96

Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de ABInBev

Con ambos factores, veremos cómo han ido evolucionando los ingresos por operación:

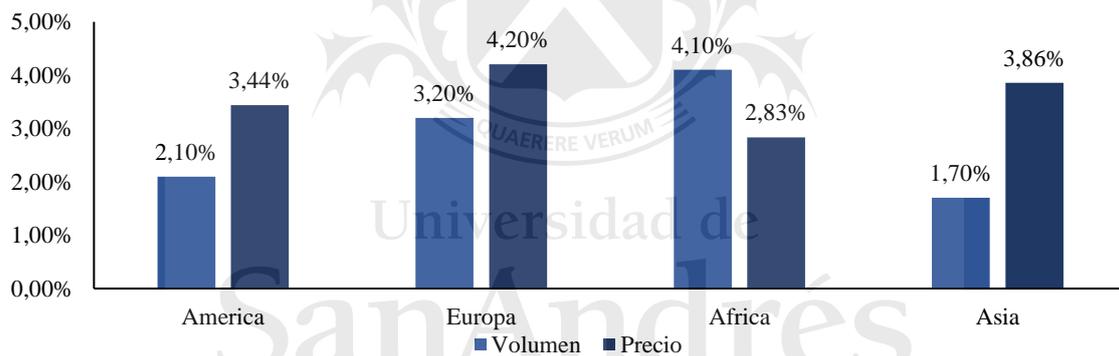
Tabla 14: Evolución de ingresos por región en millones de dólares (2018-2022)

Región	2018	2019	2020	2021	2022
America Del Norte	\$ 15.504	\$ 15.488	\$ 15.622	\$ 16.257	\$ 16.566
America Central	\$ 9.999	\$ 11.912	\$ 10.032	\$ 12.541	\$ 14.180
America del Sur	\$ 11.853	\$ 9.790	\$ 8.092	\$ 9.494	\$ 11.599
EMEA	\$ 8.374	\$ 7.911	\$ 6.835	\$ 8.032	\$ 8.120
APAC	\$ 8.470	\$ 6.544	\$ 5.648	\$ 6.848	\$ 6.532
ABInBev	\$ 54.200	\$ 51.645	\$ 46.229	\$ 53.172	\$ 56.997

Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de ABInBev

Sin embargo, Statista nos indica las tasas anuales a las que se espera que evolucione la industria, tanto para el precio como para así también el volumen, en los próximos 5 años:

Gráfico 28: Proyección de crecimiento de volumen y precio a 2027



Fuente: Elaboración Propia en base a Proyecciones de Statista

Con esta información, se realizó la proyección de los ingresos considerando que ABInBev tiene dentro de la zona de EMEA un 30% de su peso en África y un 70% de su peso en Europa.

Tabla 15: Proyección regional del volumen (2023-2027)

Región	2022	g	2023	2024	2025	2026	2027
America Del Norte	102.674	2,0%	104.727	106.822	108.958	111.138	113.360
America Central	147.624	2,0%	150.576	153.588	156.660	159.793	162.989
America del Sur	164.319	2,0%	167.605	170.957	174.377	177.864	181.421
EMEA	90.780	3,4%	93.892	97.111	100.441	103.884	107.446
APAC	88.898	1,7%	90.409	91.946	93.509	95.099	96.716
ABInBev	594.295		607.211	620.425	633.945	647.778	661.932

Fuente: Elaboración Propia en base a Statista y Reporte Anual

Se puede observar que la zona de Europa y África es la que cuenta con mayor tasa de crecimiento en términos de volumen para 2027. Por su parte, Statista informa una tasa de crecimiento anual de 2% para la región de América, y un 1,7% para Asia Pacífica.

Por otra parte, se proyectará el precio ponderado de venta:

Tabla 16: Proyección de precio por hlt por región (2023-2027)

Región	2022	g	2023	2024	2025	2026	2027
America Del Norte	\$ 161	3,4%	\$ 167	\$ 173	\$ 179	\$ 185	\$ 191
America Central	\$ 96	3,4%	\$ 99	\$ 103	\$ 106	\$ 110	\$ 114
America del Sur	\$ 71	3,4%	\$ 73	\$ 76	\$ 78	\$ 81	\$ 84
EMEA	\$ 89	3,9%	\$ 93	\$ 96	\$ 100	\$ 104	\$ 108
APAC	\$ 73	2,5%	\$ 75	\$ 77	\$ 79	\$ 81	\$ 83
ABInBev	\$ 96		\$ 99	\$ 103	\$ 106	\$ 110	\$ 113

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Obtenido el factor precio, podemos multiplicarlo por los volúmenes esperados en cada una de las regiones y así obtener los ingresos proyectados para los próximos 5 años

Tabla 17: Proyección de ingresos por Operación (2023-2027)

Región	2022	g	2023	2024	2025	2026	2027
America Del Norte	\$ 16.566	5,51%	\$ 17.478	\$ 18.441	\$ 19.457	\$ 20.529	\$ 21.659
America Central	\$ 14.180	5,51%	\$ 14.961	\$ 15.785	\$ 16.655	\$ 17.572	\$ 18.540
America del Sur	\$ 11.599	5,51%	\$ 12.238	\$ 12.912	\$ 13.623	\$ 14.374	\$ 15.165
EMEA	\$ 8.120	7,42%	\$ 8.722	\$ 9.369	\$ 10.064	\$ 10.810	\$ 11.612
APAC	\$ 6.532	4,20%	\$ 6.806	\$ 7.092	\$ 7.390	\$ 7.700	\$ 8.023
Exportaciones	\$ 790	0,00%	\$ 790	\$ 790	\$ 790	\$ 790	\$ 790
ABInBev	\$ 57.787	5,57%	\$ 60.996	\$ 64.389	\$ 67.978	\$ 71.775	\$ 75.790

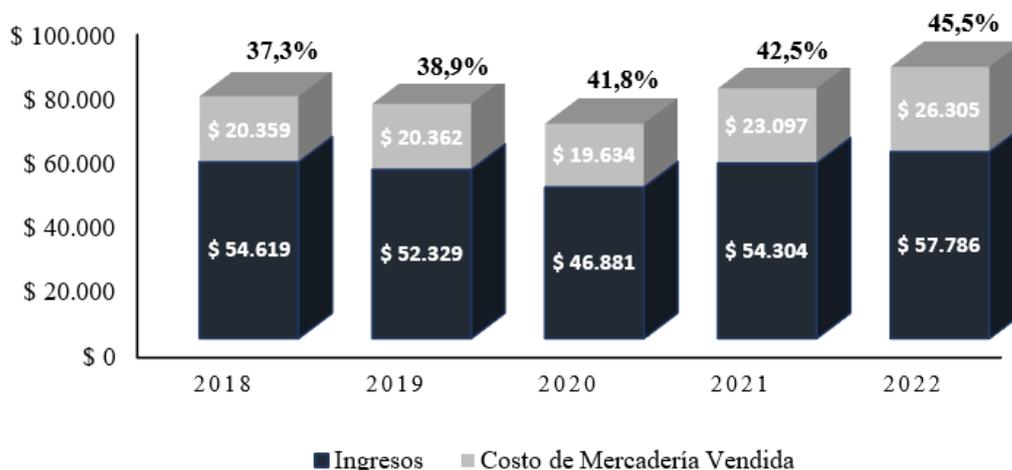
Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

7.3 Costo de los bienes vendidos

El costo de mercadería vendida será proyectado teniendo en cuenta el alza que viene teniendo la categoría de suministro en los últimos años y la suba de precios de los commodities. Dentro de los consumos requeridos por ABInBev consideramos materias primas, combustibles, gas natural, energía, y recursos humanos, que desde la pandemia que vienen sufriendo aumento en sus respectivos precios.

A su vez, se contempla también el peso que han tenido los mismos por sobre las ganancias en los últimos años.

Gráfico 29: Evolución de costo de mercadería vendida / ingresos (2018-2022)



Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

En vistas a los precios futuros, no se esperan bajas ni en la energía, ni en el precio de los comoditas, por lo que para las proyecciones será utilizado el peso de 45,5% alcanzado en 2022, obteniendo en consecuencia un margen bruto estimado de 54,5% por sobre los ingresos proyectados para los 5 años.

Tabla 18: Proyección CMV (2023-2027)

ABInBev	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas Proyectadas	\$ 60.996	\$ 64.389	\$ 67.978	\$ 71.775	\$ 75.790
CMV / Ventas	45,50%	45,50%	45,50%	45,50%	45,50%
CMV Proyectado	\$ 27.753	\$ 29.297	\$ 30.930	\$ 32.657	\$ 34.484

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

7.4 Gastos de ventas, administrativos y de distribución y marketing

Para el cálculo de estos costos, analizaremos la evolución que han mostrado durante los últimos 5 años en relación con las ventas. Dentro de los costos fijos encontramos gastos de distribución, gastos de marketing y ventas, y gastos de administración.

Para la proyección necesitaremos evaluar cómo han ido variando los gastos y su relación con los ingresos durante los últimos años.

Tabla 19: Evolución Gastos de ventas, generales y administrativos (2018-2022)

Operación	2018	2019	2020	2021	2022
America Del Norte	\$ 4.396	\$ 4.372	\$ 4.369	\$ 4.769	\$ 4.587
America Central	\$ 2.821	\$ 3.049	\$ 2.710	\$ 3.149	\$ 3.390
America del Sur	\$ 3.375	\$ 2.791	\$ 2.417	\$ 2.762	\$ 3.458
EMEA	\$ 2.760	\$ 2.862	\$ 2.696	\$ 2.855	\$ 2.604
APAC	\$ 2.770	\$ 2.216	\$ 2.097	\$ 2.330	\$ 2.067
ABInBev	\$ 16.122	\$ 15.290	\$ 14.289	\$ 15.865	\$ 16.106

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

En el siguiente cálculo se observará la evolución de los costos en relación con los ingresos que han mostrado año tras año las distintas regiones de la compañía.

Tabla 20: Evolución Gastos de ventas, generales y administrativos / Ingresos (2018-2022)

Operación	2018	2019	2020	2021	2022	MEDIA
America Del Norte	28%	28%	28%	29%	28%	28%
America Central	28%	26%	27%	25%	24%	26%
America del Sur	28%	29%	30%	29%	30%	29%
EMEA	33%	36%	39%	36%	32%	35%
APAC	33%	34%	37%	34%	32%	34%
ABInBev	30%	30%	31%	30%	28%	30%

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Para la proyección de los costos fijos de la compañía, se observó la evolución del peso de los mismos sobre los ingresos a nivel regional, y se tomó el promedio obtenido a lo largo de los últimos 5 años a fin de poder afectar el mismo sobre los ingresos esperados por región para cada uno de los períodos:

Tabla 21: Proyección Gastos de ventas, generales y administrativos en millones de dólares (2023-2027)

Operación	2023	2024	2025	2026	2027
America Del Norte	\$ 4.949	\$ 5.222	\$ 5.509	\$ 5.813	\$ 6.133
America Central	\$ 3.885	\$ 4.099	\$ 4.325	\$ 4.563	\$ 4.814
America del Sur	\$ 3.568	\$ 3.764	\$ 3.971	\$ 4.190	\$ 4.421
EMEA	\$ 3.074	\$ 3.302	\$ 3.546	\$ 3.809	\$ 4.092
APAC	\$ 2.305	\$ 2.402	\$ 2.503	\$ 2.608	\$ 2.718
Exportaciones	\$ 1.447	\$ 1.447	\$ 1.447	\$ 1.447	\$ 1.447
ABInBev	\$ 19.228	\$ 20.235	\$ 21.302	\$ 22.430	\$ 23.625

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

7.5 Depreciaciones y Amortizaciones:

Para el cálculo de las depreciaciones y amortizaciones veremos cómo ha ido evolucionando el peso de las mismas en relación con los activos brutos, para determinar así que peso tendrán de cara a nuestra proyección:

Tabla 22: Evolución Histórica Depreciación / Activo Bruto (2018-2022)

Año	2018	2019	2020	2021	2022	Media
Activo Fijo Bruto	\$ 204.052	\$ 198.120	\$ 188.647	\$ 182.994	\$ 179.890	
Depreciación	\$ 4.260	\$ 4.657	\$ 4.598	\$ 4.771	\$ 5.074	
%	2,1%	2,4%	2,4%	2,6%	2,8%	2,45%

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Por consiguiente, estimamos para nuestra proyección que la empresa mantendrá la relación promedio de los últimos 5 años. Al Activo Fijo Bruto le sumamos el Capex de cada uno de los años, para si obtener la depreciación final

Tabla 23: Proyección de depreciaciones de 2023 a 2027 en millones de dólares

Año	2023	2024	2025	2026	2027
Activo Fijo	\$ 179.890	\$ 185.569	\$ 191.565	\$ 197.894	\$ 204.577
Capex	\$ 5.679	\$ 5.995	\$ 6.330	\$ 6.683	\$ 7.057
Activo Fijo Bruto	\$ 185.569	\$ 191.565	\$ 197.894	\$ 204.577	\$ 211.634
Depreciación	\$ 4.545	\$ 4.692	\$ 4.847	\$ 5.011	\$ 5.184

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

7.6 Capex:

Para el cálculo del Capex, en primer lugar, se analiza la evolución del peso del mismo sobre las ventas de la compañía en los últimos 5 años. Como se puede observar, osciló en torno a 9% por lo que vamos a considerar dicho promedio para la proyección futura.

Tabla 24: Evolución Capex/Ventas de 2018 a 2022 en millones de dólares

Año	2018	2019	2020	2021	2022	Media
Capex	\$ 5.005	\$ 5.174	\$ 3.781	\$ 5.640	\$ 5.160	
Ventas	\$ 54.619	\$ 52.329	\$ 46.881	\$ 54.304	\$ 57.786	
Capex / ventas	9,2%	9,9%	8,1%	10,4%	8,9%	9,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales de ABInBev

Tabla 25: Proyección del Capex en millones de dólares (2023-2027)

Año	2023	2024	2025	2026	2027
Capex Promedio * Ventas Proyectadas	\$ 5.679	\$ 5.995	\$ 6.330	\$ 6.683	\$ 7.057
Ventas Proyectadas	\$ 60.996	\$ 64.389	\$ 67.978	\$ 71.775	\$ 75.790

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

7.7 Capital de trabajo:

Para la proyección del capital de trabajo, se evaluó la evolución histórica entre el capital de trabajo neto, y el peso de este por sobre las ventas.

Tabla 26: Evolución del capital de trabajo / Ventas (2018 -2022)

Año	2018	2019	2020	2021	2022	Media
Cuentas a Pagar	\$ 22.568	\$ 22.864	\$ 22.965	\$ 25.434	\$ 26.349	
Cuentas a Cobrar	\$ 6.375	\$ 6.187	\$ 4.833	\$ 5.046	\$ 5.330	
Inventarios	\$ 4.234	\$ 4.427	\$ 4.482	\$ 5.399	\$ 6.612	
Capital De Trabajo	-\$ 11.959	-\$ 12.250	-\$ 13.650	-\$ 14.989	-\$ 14.407	
Ventas	\$ 54.619	\$ 52.329	\$ 46.881	\$ 54.304	\$ 57.786	
% sobre Ventas	-22%	-23%	-29%	-28%	-25%	-25%

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

Observamos que durante los últimos 5 años la empresa ha tenido un capital de trabajo abultado respecto a sus ventas debido al corto plazo de cobro a sus clientes y el largo plazo en el que enfrenta sus pagos a proveedores. El promedio se situó cercano al 25% en relación con las ventas, por lo que utilizaremos dicho indicador para proyectar de cara al futuro.

Tabla 27: Proyección de Capital de Trabajo en millones de dólares (2023 -2027)

Año	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	\$ 60.996	\$ 64.389	\$ 67.978	\$ 71.775	\$ 75.790
Capital de Trabajo	-\$ 15.427	-\$ 16.285	-\$ 17.193	-\$ 18.153	-\$ 19.168
Variación	-\$ 1.020	-\$ 858	-\$ 908	-\$ 960	-\$ 1.016

Fuente: Elaboración Propia en base a ABInBev Reporte Anual

7.8 Impuestos

La alícuota de utilizada para el cálculo de impuestos a las ganancias surge de los balances de ABInBev y la misma es de 23%. Por sus operaciones en distintos países del mundo, no podemos considerar únicamente la de referencia en Estados Unidos.

7.9 Tasa de descuento (Ku)

La fórmula que nos lleva a obtener el costo de financiamiento a través de accionistas para la empresa es la siguiente:

$$K_u = R_f + \beta \times MRP + RP$$

Donde -> Rf: Tasa libre de riesgo

β : Coeficiente Beta

MRP: Prima de Riesgo de Mercado

RP: Riesgo País



7.9.1 Tasa libre de riesgo y Prima de riesgo de Mercado

La tasa libre de riesgo es aquella que no posee riesgo de incumplimiento de pago ni de reinversión, por lo que la rentabilidad estará en línea con lo esperado. En la práctica, la tasa que se suele determinar es la de notas del tesoro de Estados Unidos a 10 años, que para el periodo en cuestión la misma se ubicaba en 3,88%

La prima de riesgo del mercado es el retorno por encima de la tasa libre de riesgo que esperarán a cambio los inversores por destinar sus fondos al financiamiento de determinada actividad o negocio.

Para el cálculo de la prima de riesgo de mercado para ABInBev utilice como fuente la base de datos históricos de los rendimientos del MSCI, para luego compararlo con la libre de riesgo.

La recomendación es de incluir períodos largos de tiempo para considerar diversos ciclos económicos y de mercado.

El resultado obtenido del promedio de los rendimientos anuales desde 1970 a 2022 fue de 8,1%, por lo que la prima de riesgo de mercado estará dada por la diferencia entre 3,88% con 8,1% situándose en 4,22%

7.9.2 Beta Apalancado

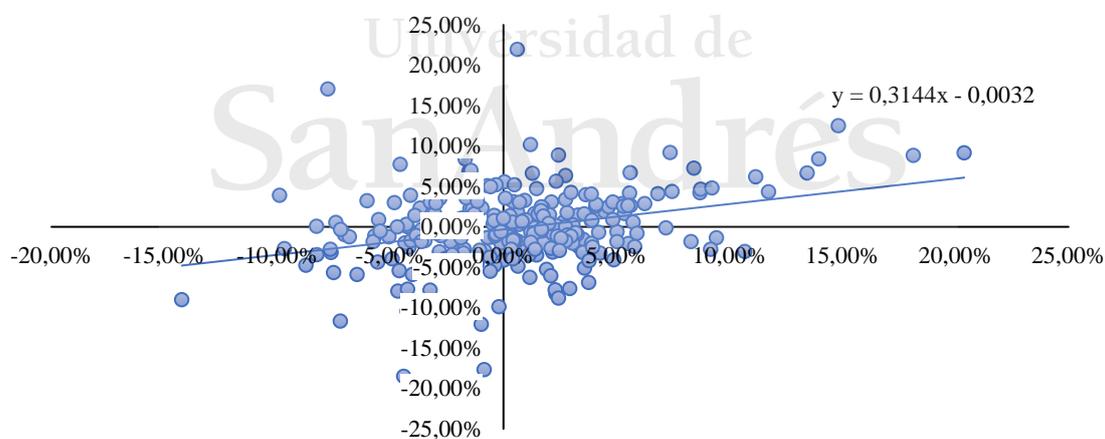
El coeficiente beta mide el riesgo sistemático o no diversificable del capital accionario de una empresa en relación con el mercado. Nos marca cuanto variará el precio del activo con relación a los movimientos de mercado, es decir, nos indica su sensibilidad. El beta contempla el riesgo del negocio, el riesgo de apalancamiento operativo y el riesgo de apalancamiento financiero. Si el beta es igual a uno, quiere decir que la compañía tiene un riesgo sistemático igual al riesgo promedio del mercado.

Si el beta es mayor a uno, nos indica que los movimientos de mercado tendrán mayor impacto en la compañía en cuestión que en el promedio de mercado. Estas empresas son más sensibles al ciclo económico.

Si el beta es menor a uno el riesgo sistemático será menor al del mercado. Empresas con flujos de fondos estables suelen tener este tipo de beta.

Para determinar el beta de la empresa consideramos la variación mensual que ha ido sufriendo el valor de la acción en comparación con el rendimiento obtenido por el SP 500. El coeficiente beta obtenido después de aplicar el método de Regresión Lineal fue de 1,03

Gráfico 30: Correlación Acción BUD vs SP 500



Fuente: Elaboración Propia en base a información obtenida en SeekingAlpha.com

Para conocer nuestro Beta utilizamos la fuente Damodaram, que nos indica el promedio de beta apalancado para empresas de la industria de bebidas alcohólicas. El mismo se sitúa en 0,88

7.9.3 Beta Desapalancado

Para lograr mayor precisión en la sensibilidad que tendrá nuestra empresa ante los cambios en el mercado, es necesario ajustar el beta obtenido a la estructura de capital que presenta ABInBev.

Entonces, procederemos con la siguiente fórmula matemática:

$$\text{Beta Desapalancado: } \text{Beta Apalancado} / (1 + (D/E) * (1-t))$$

Siendo para ABInBev: Beta Apalancado: 1,03 / (1 + ((\\$79.909/\\$119.107) * (1-0,23)))

$$\text{Beta Apalancado: } 0,679$$

Esto nos quiere decir, por lo que vimos anteriormente, que el precio de nuestra compañía será menos sensible que el promedio ante movimientos en el mercado.

7.9.4 Riesgo País

Para la obtención del riesgo país debemos considerar que la compañía opera en 25 países alrededor del mundo, afectaremos la composición de los ingresos de la compañía según el riesgo incorporado en las distintas operaciones en comparación con la tasa libre de riesgo. En la ponderación de dicha tasa con los ingresos, obtendremos la tasa que incorporará la empresa como riesgo país. Para cada una de las operaciones se consideró el riesgo país implicado en el país más representativo en términos de ingresos de la misma, y en EMEA se ponderó al 50% tanto Sudáfrica como el de Bélgica.

Tabla 28: Riesgo país ABInBev

	Riesgo País	Ingresos Proyectados	Riesgo País Ponderado
America Del Sur	260	\$ 13.662	53
Brasil			
America Central	512	\$ 16.703	127
Mexico			
APAC	-83	\$ 7.402	-9
China			
EMEA	281	\$ 10.115	42
Sudáfrica	642		
Bélgica	-81		
America Del Norte		\$ 19.513	
ABInBev		\$ 67.396	213

Fuente: Elaboración Propia en base a datosmacro.expansion.com/primaderiesgo

Con estos 4 datos, ya tenemos la totalidad de la composición para estimar el K_u de nuestra empresa.

$$K_u = R_f + \beta \times MRP + RP$$

$$K_u = 3,88\% + 0,679 \times 4,22\% + 2,13\%$$

$$K_u = 8,87\%$$

7.9.5 K_d o Costo de la deuda

Para el cálculo del K_d tendremos que observar la deuda de largo plazo emitida por la compañía. Así podremos conocer el costo de endeudamiento al que se enfrenta al momento de la valuación.

Para poder determinar el K_d se observó el rendimiento del bono USO3522AAJ97, con vencimiento en febrero de 2046, el mismo arrojaba una TIR al momento de la valuación de 5,60%. Dicha tasa será utilizada para la obtención de los intereses en los que incurrirá la compañía, para luego aplicarle a dichos intereses la tasa de impuestos a las ganancias y así obtener el flujo de escudos fiscales

7.10 Flujo de Escudos Fiscales

Para el cálculo del APV, vamos a necesitar proyectar los escudos fiscales a fin de poder posteriormente descontarlos al costo de la deuda y obtener su valor presente.

La compañía tiene como principal objetivo la reducción del peso de la deuda en su estructura de capital, y se espera que para 2027 la relación se sitúe en el doble del EBITDA. Por su parte, se pudo observar en los balances la calendarización de pagos proyectados para los próximos 5 años, por lo que si consideramos el EBITDA que se estimó en nuestras proyecciones, podremos obtener como variará año tras año dicha relación:

Tabla 29: Relación Deuda/EBITDA ABInBev (2023-2027)

ABINBEV	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	\$ 17.671	\$ 18.610	\$ 19.602	\$ 20.651	\$ 21.759
Deuda	\$ 78.909	\$ 76.109	\$ 75.209	\$ 65.509	\$ 43.509
Calendarización de Pagos	\$ 1.000	\$ 2.800	\$ 900	\$ 9.700	\$ 22.000
EBITDA / Deuda	4,47	4,09	3,84	3,17	2,00

Fuente: Elaboración Propia

Con las proyecciones de deuda total y el Kd obtenido previamente, accederemos a los intereses que tendrá que erogar la empresa año tras año, y en consecuencia, cuál será el escudo fiscal para cada uno de los períodos:

Tabla 30: Proyección de Escudos Fiscales (2023-2027)

ABINBEV	2023	2024	2025	2026	2027
Deuda	\$ 78.909	\$ 76.109	\$ 75.209	\$ 65.509	\$ 43.509
Intereses	\$ 4.419	\$ 4.262	\$ 4.212	\$ 3.669	\$ 2.437
Escudo Fiscal	\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560

Fuente: Elaboración Propia

7.11 Resultado por Valuación de Flujos de fondos descontados:

7.11.1 Valor terminal

Si bien nuestro flujo de fondos proyecta de 2023 a 2027 incluido, se espera que las actividades de ABInBev continúen por un periodo indefinido. De dicha fecha en adelante, se considera que el negocio de la compañía crecerá todos los años a una tasa constante denominada “g”.

La expresión matemática del valor terminal es la siguiente:

$$VT_N = \frac{FCFF_N (1+g)}{(K_u - g)}$$

Donde -> VT_N = Valor terminal en el momento N

$FCFF_N$ = Flujo de fondos disponibles para la firma al momento N

K_u = Tasa de descuento

g = Tasa de crecimiento esperada para el FF a perpetuidad

Para el cálculo de g deberemos tener en cuenta la proyección de crecimiento mundial a futuro, sensibilizando la tasa de acuerdo con la participación que tiene cada región en el negocio de ABInBev.

Tabla 31: Tasas de crecimiento esperadas, ponderadas en el negocio de ABInBev

	Ingresos Promedio Proyectados	Tasa de Crecimiento Real	Inflación USA Esperada	Tasa de crecimiento Nominal	Crecimiento Proyectado
America Del Norte	\$ 19.566	1,20%	2,50%	3,70%	1,1%
America Central	\$ 16.748	1,50%	2,50%	4,00%	1,0%
America del Sur	\$ 13.699	1,20%	2,50%	3,70%	0,7%
EMEA	\$ 10.103	1,40%	2,50%	3,90%	0,6%
APAC	\$ 7.611	4,10%	2,50%	6,60%	0,7%
ABInBev	\$ 67.727				4,13%

Fuente: Elaboración Propia en base a Imf.com

De esta forma, obtenemos $g = 4,13\%$

7.11.2 Escenario Base

En este escenario, contemplaremos que la compañía acompaña el crecimiento del mercado y mantiene su cuota de mercado respecto a sus competidores. Además, mantiene márgenes operativos debido al alza en sus costos, aun siendo estos los más altos observados en su evolución histórica.

El resultado obtenido para nuestro escenario base nos da que la empresa debería tener un precio por acción de U\$S 76,55. Sin embargo, la misma al 31/12/2022 se encontraba valuada en U\$S 60,04 un 21,6% debajo de lo proyectado por nuestro escenario base.

Tabla 32: Valuación por APV – Escenario Base – en millones de dólares

ABInBev	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	\$ 57.786	\$ 60.996	\$ 64.389	\$ 67.978	\$ 71.775	\$ 75.790
Costos de Ventas	-\$ 26.305	-\$ 27.766	-\$ 29.311	-\$ 30.945	-\$ 32.673	-\$ 34.501
Ganancia Bruta	\$ 31.481	\$ 33.230	\$ 35.078	\$ 37.034	\$ 39.102	\$ 41.289
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	-\$ 17.555	-\$ 19.171	-\$ 20.176	-\$ 21.239	-\$ 22.364	-\$ 23.554
Otros Ingresos/Gastos Operativos	-\$ 841	-\$ 933	-\$ 985	-\$ 1.040	-\$ 1.098	-\$ 1.160
EBIT	\$ 13.085	\$ 13.125	\$ 13.918	\$ 14.755	\$ 15.640	\$ 16.576
Impuesto a las ganancias	\$ 3.010	\$ 3.019	\$ 3.201	\$ 3.394	\$ 3.597	\$ 3.812
NOPAT	\$ 10.075	\$ 10.106	\$ 10.717	\$ 11.361	\$ 12.043	\$ 12.763
Depreciaciones y Amortizaciones		\$ 4.545	\$ 4.692	\$ 4.847	\$ 5.011	\$ 5.184
Capex		\$ 5.679	\$ 5.995	\$ 6.330	\$ 6.683	\$ 7.057
Capital de Trabajo		-\$ 1.020	-\$ 858	-\$ 908	-\$ 960	-\$ 1.016
FCFF		\$ 9.992	\$ 10.272	\$ 10.787	\$ 11.331	\$ 11.906
Valor Terminal						\$ 261.442
Flujo de Escudos Fiscales		\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560
Valor Terminal Escudo Fiscal						\$ 12.297
VT + FCFF + Flujo de Escudos Fiscales		\$ 11.008	\$ 11.252	\$ 11.756	\$ 12.175	\$ 286.205
Tasa de crecimiento a perpetuidad		4,13%				
Ku		8,87%				
Valor presente VT + FCFF		\$ 224.490				
Deuda Financiera		\$ 79.909				
Caja y Excedentes		\$ 9.973				
Valor del Capital Accionario al 31/12/2022		\$ 154.554				
Acciones en Circulación		2.019				
Precio de la acción (En U\$S)		\$ 76,55				

Fuente: Elaboración Propia

7.11.3 Escenario Optimista

Para el cálculo del escenario optimista, voy a considerar que se suaviza el alza en el precio de los commodities y que la estrategia de cobertura de la compañía es lo suficientemente eficiente para reducir los costos de mercadería vendida al ritmo de 0,5ppt sobre los ingresos por año. Dicho número era el promedio antes de la pandemia. Además, consideramos que la empresa, gracias a su estrategia competitiva, logra crecer al ritmo de medio punto anual en su participación de mercado respecto a sus competidores de cerveza, pasando a tener un peso en la comercialización de cerveza de 34% en 2022 a 36,5% en 2027.

Para nuestro escenario optimista de cara al futuro obtenemos un valor unitario de la acción de ABInBev de U\$S 88,62 situándose al momento de la valuación un 32,3% por debajo del valor obtenido en nuestra proyección optimista.

Tabla 33: Valuación por APV– Escenario Optimista – en millones de dólares

ABInBev	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	\$ 61.355	\$ 65.147	\$ 69.178	\$ 73.463	\$ 78.019
Costos de Ventas	-\$ 27.916	-\$ 29.316	-\$ 30.784	-\$ 32.324	-\$ 33.938
Ganancia Bruta	\$ 33.438	\$ 35.831	\$ 38.394	\$ 41.139	\$ 44.081
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	-\$ 18.639	-\$ 20.476	-\$ 21.676	-\$ 22.952	-\$ 24.309
Otros Ingresos/Gastos Operativos	-\$ 893	-\$ 997	-\$ 1.058	-\$ 1.124	-\$ 1.194
EBIT	\$ 13.906	\$ 14.358	\$ 15.659	\$ 17.063	\$ 18.578
Impuesto a las ganancias	\$ 3.198	\$ 3.302	\$ 3.602	\$ 3.925	\$ 4.273
NOPAT	\$ 10.708	\$ 11.056	\$ 12.058	\$ 13.139	\$ 14.305
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 4.546	\$ 4.694	\$ 4.850	\$ 5.015	\$ 5.189
Capex	\$ 5.713	\$ 6.066	\$ 6.441	\$ 6.840	\$ 7.264
Capital de Trabajo	-\$ 1.111	-\$ 959	-\$ 1.020	-\$ 1.084	-\$ 1.152
FCFF	\$ 10.652	\$ 10.643	\$ 11.486	\$ 12.397	\$ 13.381
Valor Terminal					\$ 293.851
Flujo de Escudos Fiscales	\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560
Valor Terminal Escudo Fiscal					\$ 12.297
VT + FCFF + Flujo de Escudos Fiscales	\$ 11.668	\$ 11.623	\$ 12.455	\$ 13.241	\$ 320.090
Tasa de crecimiento a perpetuidad	4,13%				
Ku	8,87%				
Valor presente VT + FCFF	\$ 248.863				
Deuda Financiera	\$ 79.909				
Caja y Excedentes	\$ 9.973				
Valor del Capital Accionario al 31/12/2022	\$ 178.927				
Acciones en Circulación	2.019				
Precio de la acción (En US\$)	\$ 88,62				

Fuente: Elaboración Propia

7.11.4 Escenario Pesimista

Para nuestro escenario pesimista contemplaremos 3 variables que afectarán negativamente en los resultados de la empresa.

En primer lugar, se estimará que la compañía pierde participación de mercado al ritmo de 0,5% anual por aumentar las aristas de su negocio y perder foco en su negocio principal, la cerveza. Además, consideramos que la estrategia de premiumización no fue 100% efectiva, logrando ingresos por hlt al 95% de lo estimado según Statista.

Por último, estimaremos que los commodities y los costos de suministro continúan su tendencia al alza, al ritmo de 0,7% anual y que la compañía no logra cubrirse para mitigar dicho efecto aumentando el peso de su costo de ventas año a año.

En nuestro escenario pesimista, observamos que el valor presente de nuestros flujos futuros disminuye significativamente pasando el valor de la acción a U\$S 51,75 situándose el precio de mercado al momento de la valuación un 16% por encima de nuestra valuación.

Por último, mostraré una tabla resumen para comparar cada uno de los escenarios previamente analizados.

Tabla 34: Valuación por APV – Escenario Pesimista – en millones de dólares

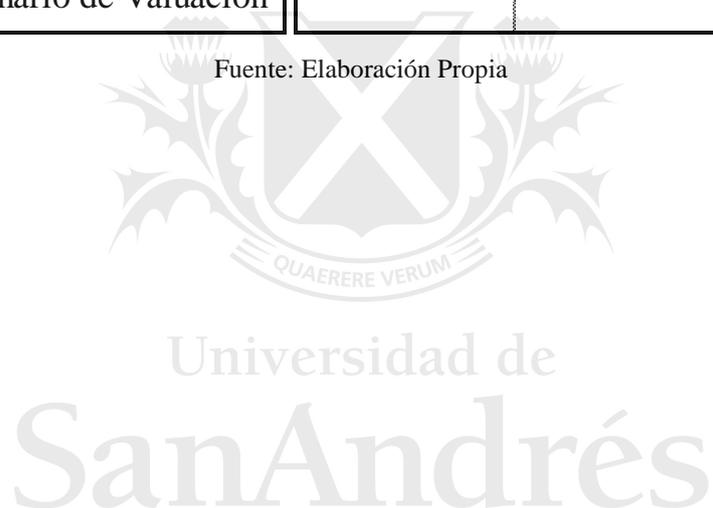
ABInBev	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	\$ 57.144	\$ 60.321	\$ 63.680	\$ 67.234	\$ 70.992
Costos de Ventas	-\$ 26.013	-\$ 28.832	-\$ 30.651	-\$ 32.587	-\$ 34.650
Ganancia Bruta	\$ 31.132	\$ 31.489	\$ 33.030	\$ 34.646	\$ 36.342
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	-\$ 17.961	-\$ 18.901	-\$ 19.896	-\$ 20.949	-\$ 22.063
Otros Ingresos/Gastos Operativos	-\$ 874	-\$ 923	-\$ 974	-\$ 1.029	-\$ 1.086
EBIT	\$ 12.297	\$ 11.665	\$ 12.159	\$ 12.669	\$ 13.193
Impuesto a las ganancias	\$ 2.828	\$ 2.683	\$ 2.797	\$ 2.914	\$ 3.034
NOPAT	\$ 9.468	\$ 8.982	\$ 9.363	\$ 9.755	\$ 10.159
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 4.537	\$ 4.683	\$ 4.837	\$ 5.001	\$ 5.173
Capex	\$ 5.321	\$ 5.617	\$ 5.929	\$ 6.260	\$ 6.610
Capital de Trabajo	-\$ 46	-\$ 803	-\$ 850	-\$ 899	-\$ 951
FCFF	\$ 8.730	\$ 8.852	\$ 9.121	\$ 9.394	\$ 9.672
Valor Terminal					\$ 212.387
Flujo de Escudos Fiscales	\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560
Valor Terminal Escudo Fiscal					\$ 12.297
VT + FCFF + Flujo de Escudos Fiscales	\$ 8.730	\$ 8.852	\$ 9.121	\$ 9.394	\$ 222.059
Tasa de crecimiento a perpetuidad	4,13%				
Ku	8,87%				
Valor presente VT + FCFF	\$ 174.415				
Deuda Financiera	\$ 79.909				
Caja y Excedentes	\$ 9.973				
Valor del Capital Accionario al 31/12/2022	\$ 104.479				
Acciones en Circulación	2.019				
Precio de la acción (En U\$S)	\$ 51,75				

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 35: Resumen de escenarios para valuación de ABInBev

Simulación de Escenarios	Pesimista	Base	Optimista
Fecha de Valuación	31/12/2022		
Kd	5,6%		
Ku	8,9%		
Tasa de Crecimiento	4,13%		
Valor de la Firma	\$ 174.415	\$ 224.490	\$ 248.863
Caja y Excedentes	\$ 9.973		
Deuda Financiera	\$ 79.909		
Valor Capital Accionario	\$ 104.479	\$ 154.554	\$ 178.927
Acciones en circulación	2.019		
Valor de la Acción	\$ 51,7	\$ 76,5	\$ 88,6
Variación del Mercado (\$60) respecto a Escenario de Valuación	15,9%	-21,6%	-32,3%

Fuente: Elaboración Propia



8. Valuación por múltiplos

La valuación por múltiplos de mercado, o valuación relativa con empresas comparables, es una metodología que se suele utilizar como complemento de la valuación por flujos de fondos descontados. Este múltiplo es estimado a partir de valores de mercado, y la clave reside en identificar activos cuyos flujos de fondos tengan un riesgo similar al que se quiera valorar.

A continuación, se detallan los pasos para valorar por múltiplos a ABInBev:

1. Identificación de empresas comparables: reconocer aquellas competidoras de ABInBev, siempre contemplando que las mismas coticen en bolsa.
2. Seleccionar el múltiplo o ratio más adecuado según el tipo de empresa o industria.
3. Estimar el valor de la empresa utilizando el rango del múltiplo definido.
4. Calcular el valor del capital accionario (E) y el precio de la acción resultante para ABInBev

Para la selección de empresas comparables consideraremos las mismas que utilizamos para la comparación de ratios. A continuación, mostraré algunos datos relevantes de las mismas.

Tabla 36: ABInBev vs Compañías comparables

	Capitalización Bursátil	EBIT Margen	EBITDA Margen	EV / EBITDA	ROIC	ROA	DEUDA
	51,81 MMUSD	14,57%	20,77%	12,28	6,56%	6,80%	14,35B
	17,97 MMUSD	16,01%	21,71%	9,43	10,09%	5,42%	2,74B
	97,42 MMUSD	31,11%	33,43%	18,41	12,04%	9,18%	20,42B
	48,72 MMUSD	15,03%	22,53%	7,44	4,56%	3,64%	11,7B
PROMEDIO		19%	25%	11,9	8%	6%	
	97,82 MMUSD	25,50%	31,41%	11x - 13x	5,35%	2,15%	83,4B

Fuente: Elaboración propia en base a SeekingAlpha.com

En cuanto a la selección del múltiplo, nos quedaremos con el valor de la empresa / el EBITDA, dado que es un indicador que se adapta muy bien a empresas de consumo masivo. Lo haremos en base al EBITDA para desafectar las variaciones que pueden verse vistas de acuerdo con adquisiciones o desinversiones característicos en empresas de esta industria. El rango que se seleccionó es 11x y 13x con un valor intermedio en 12x.

Para continuar, tomamos el valor empresa a fecha de diciembre 2022 reportado por ABInBev y el mismo se encontraba en U\$S 199.016 millones. El EBITDA proyectado para el 2023 según el flujo de fondos nos dio en U\$S \$17.671. Afectándolo por los rangos, se observa un capital accionario de U\$S 194.380 millones como rango inferior, U\$S 212.050 millones como rango superior y U\$S 229.721 millones como rango intermedio.

Tabla 37: Valuación por Múltiplo EV / EBITDA ABInBev en millones de dólares

Múltiplos de Mercado	Rango Inferior	Rango Intermedio	Rango Superior
	11x	12x	13x
Información Financiera de ABInBev			
EBITDA	\$ 17.671		
Valuación por Múltiplos			
Valor Empresa ABInbev	\$ 194.380	\$ 212.050	\$ 229.721
Caja y Excedentes	9.973		
Deuda Financiera	79.909		
Valor del Equity	\$ 124.444	\$ 142.114	\$ 159.785
Cantidad de Acciones en circulación (Millones)	2.019		
Valor por acción	\$ 61,64	\$ 70,39	\$ 79,14

Fuente: Elaboración propia

A continuación, se expone un análisis de sensibilidad del valor de la empresa (EV), el capital accionario y el precio de la acción de ABInBev para el rango del múltiplo en cuestión, y considerando las variaciones que pueda llegar a sufrir el EBITDA.

Tabla 38: Análisis de Sensibilidad del EV de ABInBev en millones de dólares

EBITDA	Análisis de Sensibilidad: EV de ABInBev				
	11x	11.5x	12x	12.5x	13x
15.904	174.942	182.893	190.845	198.797	206.749
16.787	184.661	193.054	201.448	209.842	218.235
17.671	194.380	203.215	212.050	220.886	229.721
18.554	204.099	213.376	222.653	231.930	241.207
19.438	213.817	223.536	233.255	242.974	252.693

Fuente: Elaboración propia

Tabla 39: Análisis de Sensibilidad del capital accionario de ABInBev en millones de dólares

EBITDA	Análisis de Sensibilidad: Capital Accionario de ABInBev				
	11x	11.5x	12x	12.5x	13x
15.904	95.033	102.984	110.936	118.888	126.840
16.787	104.752	113.145	121.539	129.933	138.326
17.671	114.471	123.306	132.141	140.977	149.812
18.554	124.190	133.467	142.744	152.021	161.298
19.438	133.908	143.627	153.346	163.065	172.784

Fuente: Elaboración propia

Tabla 40: Análisis de Sensibilidad del precio por acción de ABInBev

EBITDA	Análisis de Sensibilidad: Precio por acción				
	11x	11.5x	12x	12.5x	13x
15.904	47	51	55	59	63
16.787	52	56	60	64	69
17.671	57	61	65	70	74
18.554	62	66	71	75	80
19.438	66	71	76	81	86

Fuente: Elaboración propia



9. Bibliografía

9.1) Académica

Brealey, R Myers, S., & Allen, F (2013) – Principles of Corporate Finance. duodécima edición.

Damodaran, A. (2008). What is Riskfree rate? A search for the Basic Building Block. Stern of School of Business, New York University

Damodaran, A. (2015) Applied Corporate Finance. Cuarta Edición

9.2) Reportes e Informes

Reportes Públicos de ABInBev

<https://www.ab-inbev.com/assets/pressreleases/2023/FY%20Finacial%20Report%202022.pdf>

https://www.ab-inbev.com/assets/pdfs/AB%20InBev_FY_European_financials_statements_FINAL.pdf

https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/a/NYSE_BUD_2019.pdf

https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/a/NYSE_BUD_2017.pdf

9.3) Sitios de Internet

ABInBev: <https://www.ab-inbev.com>

Banco Mundial: <https://datos.bancomundial.org/>

Bloomberg <https://www.bloomberg.com/quote/BUD:US?leadSource=verify%20wall>

Carlsberg <https://www.carlsberggroup.com/>

Damodaran https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

Diageo <https://www.diageo.com/en>

Heineken <https://www.heineken.com/ar/es/agegateway?returnurl=%2far%2fes%2fhome>

IMF <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/07/10/world-economic-outlook-update-july-2023#Projections>

Markets.businessinsider <https://markets.businessinsider.com/>

Market Screener <https://www.marketscreener.com/quote/stock/ANHEUSER-BUSCH-INBEV-SA-N-31571356/financials/>

Pernod Ricard <https://www.pernod-ricard.com/en>

SeekingAlpha <https://seekingalpha.com/symbol/BUD/income-statement>

Statista <https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/worldwide#revenue>

Us Department of the treasury <https://home.treasury.gov/>

Wikipedia https://es.wikipedia.org/wiki/Anheuser-Busch_InBev

YahooFinance <https://finance.yahoo.com/quote/BUD?p=BUD&.tsrc=fin-srch>



Universidad de
San Andrés

10. Anexo, Cuadros y Tablas

Anexo 1: EBITDA y Margen EBITDA por Región 2018 - 2022

Operaciones Globales	2018		2019		2020		2021		2022	
	EBITDA	Margen								
América del Norte	\$ 6.199	40,00%	\$ 6.185	39,90%	\$ 6.172	39,50%	\$ 6.131	37,70%	\$ 6.057	36,60%
América Central	\$ 6.033	51,90%	\$ 6.356	53,40%	\$ 5.014	50,00%	\$ 6.126	48,80%	\$ 6.564	46,30%
América del Sur	\$ 4.696	45,90%	\$ 4.145	42,30%	\$ 3.179	39,30%	\$ 3.125	32,90%	\$ 3.511	30,30%
EMEA	\$ 3.184	32,30%	\$ 2.781	35,20%	\$ 1.895	27,70%	\$ 2.598	32,40%	\$ 2.612	32,20%
Asia Pacífica	\$ 2.178	32,30%	\$ 2.287	35,00%	\$ 1.737	30,80%	\$ 2.321	33,90%	\$ 2.104	32,20%
Exportaciones	-\$ 558		-\$ 676		-\$ 677		\$ 1.093		\$ 1.004	
ABInBEV	\$ 21.732	40,3%	\$ 21.078	40,3%	\$ 17.320	36,9%	\$ 21.394	35,4%	\$ 21.852	34,3%

Anexo 2: Participación en el volumen por Región 2017-2022

Región	2017	2018	2019	2020	2021	2022
America Del Norte	18,6%	19,5%	19,3%	20,2%	18,4%	17,3%
America Central	18,1%	20,4%	23,8%	22,8%	24,4%	24,8%
America del Sur	25,1%	26,3%	24,9%	27,2%	27,0%	27,6%
EMEA	21,5%	15,4%	15,3%	14,4%	14,9%	15,3%
APAC	16,7%	18,4%	16,6%	15,4%	15,2%	15,0%

Anexo 3: Tasas de Crecimiento Projectadas

País	2024	País	2024	País	2024	País	2024	País	2024	País	2024
Rusia	-0,2%	Canadá	1,3%	India	6,9%	Dinamarca	1,1%	Portugal	1,2%	Corea	1,9%
Japón	0,9%	Zona del e	1,4%	Arabia Sau	3,5%	Italia	1,0%	Nueva Zel	1,2%	Japón	0,9%
Sudáfrica	1,6%	China	4,1%	Suecia	1,9%	Estonia	3,2%	Canadá	1,3%	Noruega	1,6%
Alemania	1,5%	Italia	1,0%	Chile	2,6%	Bélgica	1,1%	Colombia	1,7%	Australia	1,6%
Estados Unidos	1,0%	Australia	1,6%	Reino Uni	0,2%	Eslovenia	2,0%	España	1,7%	Costa Rica	3,7%
México	2,1%	Reino Uni	0,2%	Alemania	1,5%	Eslovaquia	2,1%	Luxembur	2,1%	Islandia	2,3%
Francia	1,2%	Argentina	1,8%	Finlandia	1,1%	Suiza	1,4%	Hungría	2,1%	Israel	3,4%
Corea	1,9%	España	1,7%	Letonia	2,3%	Francia	1,2%	Lituania	2,0%	Turquía	3,4%
Brasil	1,4%	Indonesia	5,1%	República	2,4%	Países Baji	1,1%	Grecia	1,6%	Irlanda	3,3%
Mundo	2,7%	Turquía	3,4%	Austria	1,2%	Polonia	2,4%	México	2,1%		

Anexo 4: Bono de ABInBev cotizando en el mercado – Reuters

Date	Annual Rate (%)	Income (%)	Capital (%)	Paid Coupon
Aug 1, 2019	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 3, 2020	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 3, 2020	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2021	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 2, 2021	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2022	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 1, 2022	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2023	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 1, 2023	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2024	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 1, 2024	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 3, 2025	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 1, 2025	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 2, 2026	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 2, 2026	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2027	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 2, 2027	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2028	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Aug 1, 2028	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500
Feb 1, 2029	4.9000	2.4500	0.0000	2.4500

Anexo 5: Promedio Beta Desapalancado Damodaram

Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	Average correlation with the market	Total Unlevered Beta	Total Levered Beta
Advertising	58	1.35	1.63	24.78%	5.43	6.59
Aerospace/Defense	77	1.23	1.41	35.48%	3.46	3.99
Air Transport	21	0.69	1.42	39.97%	1.74	3.54
Apparel	39	1.02	1.32	35.74%	2.84	3.71
Auto & Truck	31	1.23	1.54	28.60%	4.29	5.39
Auto Parts	37	1.20	1.47	35.95%	3.34	4.10
Bank (Money Center)	7	0.74	1.08	51.58%	1.43	2.09
Banks (Regional)	557	0.41	0.50	26.37%	1.57	1.91
Beverage (Alcoholic)	23	0.88	1.01	24.63%	3.58	4.11
Beverage (Soft)	31	1.20	1.30	24.19%	4.97	5.39
Broadcasting	26	0.70	1.32	29.55%	2.38	4.47
Brokerage & Investment Banking	30	0.69	1.20	43.27%	1.60	2.78
Building Materials	45	1.10	1.28	43.06%	2.55	2.97
Business & Consumer Services	164	1.02	1.17	30.68%	3.32	3.82
Cable TV	10	0.71	1.26	48.66%	1.45	2.58
Chemical (Basic)	38	0.96	1.25	28.99%	3.31	4.30
Chemical (Diversified)	4	1.09	1.41	35.34%	3.09	4.00
Chemical (Specialty)	76	1.12	1.28	36.81%	3.03	3.47
Coal & Related Energy	19	1.43	1.45	23.41%	6.10	6.20
Computer Services	80	0.99	1.17	27.68%	3.59	4.23
Computers/Peripherals	42	1.23	1.29	29.41%	4.17	4.39
Construction Supplies	49	1.08	1.26	41.63%	2.58	3.04



Universidad de
San Andrés

Anexo 6: Flujo de fondos futuros escenario base

ABInBev	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	\$ 60.996	\$ 64.389	\$ 67.978	\$ 71.775	\$ 75.790
Costos de Ventas	-\$ 27.766	-\$ 29.311	-\$ 30.945	-\$ 32.673	-\$ 34.501
Ganancia Bruta	\$ 33.230	\$ 35.078	\$ 37.034	\$ 39.102	\$ 41.289
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	-\$ 19.171	-\$ 20.176	-\$ 21.239	-\$ 22.364	-\$ 23.554
Otros Ingresos/Gastos Operativos	-\$ 933	-\$ 985	-\$ 1.040	-\$ 1.098	-\$ 1.160
EBIT	\$ 13.125	\$ 13.918	\$ 14.755	\$ 15.640	\$ 16.576
Impuesto a las ganancias	\$ 3.019	\$ 3.201	\$ 3.394	\$ 3.597	\$ 3.812
NOPAT	\$ 10.106	\$ 10.717	\$ 11.361	\$ 12.043	\$ 12.763
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 4.545	\$ 4.692	\$ 4.847	\$ 5.011	\$ 5.184
Capex	\$ 5.679	\$ 5.995	\$ 6.330	\$ 6.683	\$ 7.057
Capital de Trabajo	-\$ 1.020	-\$ 858	-\$ 908	-\$ 960	-\$ 1.016
FCFF	\$ 9.992	\$ 10.272	\$ 10.787	\$ 11.331	\$ 11.906
Valor Terminal		\$ 980		\$ 844	\$ 261.442
Flujo de Escudos Fiscales	\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560
Valor Terminal Escudo Fiscal					\$ 12.297
VT + FCFF + Flujo de Escudos Fiscales	\$ 11.008	\$ 11.252	\$ 11.756	\$ 12.175	\$ 286.205
Tasa de crecimiento a perpetuidad	4,13%				
Ku	8,87%				
Valor presente VT + FCFF	\$ 224.490				
Deuda Financiera	\$ 79.909				
Caja y Excedentes	\$ 9.973				
Valor del Capital Accionario al 31/12/2022	\$ 154.554				
Acciones en Circulación	2.019				
Precio de la acción (En U\$S)	\$ 76,55				

Anexo 7: Flujos de Fondos futuros escenario optimista

ABInBev	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	\$ 61.355	\$ 65.147	\$ 69.178	\$ 73.463	\$ 78.019
Costos de Ventas	-\$ 27.916	-\$ 29.316	-\$ 30.784	-\$ 32.324	-\$ 33.938
Ganancia Bruta	\$ 33.438	\$ 35.831	\$ 38.394	\$ 41.139	\$ 44.081
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	-\$ 18.639	-\$ 20.476	-\$ 21.676	-\$ 22.952	-\$ 24.309
Otros Ingresos/Gastos Operativos	-\$ 893	-\$ 997	-\$ 1.058	-\$ 1.124	-\$ 1.194
EBIT	\$ 13.906	\$ 14.358	\$ 15.659	\$ 17.063	\$ 18.578
Impuesto a las ganancias	\$ 3.198	\$ 3.302	\$ 3.602	\$ 3.925	\$ 4.273
NOPAT	\$ 10.708	\$ 11.056	\$ 12.058	\$ 13.139	\$ 14.305
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 4.546	\$ 4.694	\$ 4.850	\$ 5.015	\$ 5.189
Capex	\$ 5.713	\$ 6.066	\$ 6.441	\$ 6.840	\$ 7.264
Capital de Trabajo	-\$ 1.111	-\$ 959	-\$ 1.020	-\$ 1.084	-\$ 1.152
FCFF	\$ 10.652	\$ 10.643	\$ 11.486	\$ 12.397	\$ 13.381
Valor Terminal					\$ 293.851
Flujo de Escudos Fiscales	\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560
Valor Terminal Escudo Fiscal					\$ 12.297
VT + FCFF + Flujo de Escudos Fiscales	\$ 11.668	\$ 11.623	\$ 12.455	\$ 13.241	\$ 320.090
Tasa de crecimiento a perpetuidad	4,13%				
Ku	8,87%				
Valor presente VT + FCFF	\$ 248.863				
Deuda Financiera	\$ 79.909				
Caja y Excedentes	\$ 9.973				
Valor del Capital Accionario al 31/12/2022	\$ 178.927				
Acciones en Circulación	2.019				
Precio de la acción (En US\$)	\$ 88,62				

Anexo 8: Flujos de fondos futuros escenario pesimista

ABInBev	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	\$ 57.144	\$ 60.321	\$ 63.680	\$ 67.234	\$ 70.992
Costos de Ventas	-\$ 26.013	-\$ 28.832	-\$ 30.651	-\$ 32.587	-\$ 34.650
Ganancia Bruta	\$ 31.132	\$ 31.489	\$ 33.030	\$ 34.646	\$ 36.342
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	-\$ 17.961	-\$ 18.901	-\$ 19.896	-\$ 20.949	-\$ 22.063
Otros Ingresos/Gastos Operativos	-\$ 874	-\$ 923	-\$ 974	-\$ 1.029	-\$ 1.086
EBIT	\$ 12.297	\$ 11.665	\$ 12.159	\$ 12.669	\$ 13.193
Impuesto a las ganancias	\$ 2.828	\$ 2.683	\$ 2.797	\$ 2.914	\$ 3.034
NOPAT	\$ 9.468	\$ 8.982	\$ 9.363	\$ 9.755	\$ 10.159
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 4.537	\$ 4.683	\$ 4.837	\$ 5.001	\$ 5.173
Capex	\$ 5.321	\$ 5.617	\$ 5.929	\$ 6.260	\$ 6.610
Capital de Trabajo	-\$ 46	-\$ 803	-\$ 850	-\$ 899	-\$ 951
FCFF	\$ 8.730	\$ 8.852	\$ 9.121	\$ 9.394	\$ 9.672
Valor Terminal					\$ 212.387
Flujo de Escudos Fiscales	\$ 1.016	\$ 980	\$ 969	\$ 844	\$ 560
Valor Terminal Escudo Fiscal					\$ 12.297
VT + FCFF + Flujo de Escudos Fiscales	\$ 8.730	\$ 8.852	\$ 9.121	\$ 9.394	\$ 222.059
Tasa de crecimiento a perpetuidad	4,13%				
Ku	8,87%				
Valor presente VT + FCFF	\$ 174.415				
Deuda Financiera	\$ 79.909				
Caja y Excedentes	\$ 9.973				
Valor del Capital Accionario al 31/12/2022	\$ 104.479				
Acciones en Circulación	2.019				
Precio de la acción (En U\$S)	\$ 51,75				