



Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo Final de Graduación:

Valuación de The Boston Beer Company, Inc

Autor: Paula Barnes

DNI: 33.341.220

Director del Trabajo Final de Graduación: Prof. Alejandro E Loizaga

Buenos Aires, 7 de noviembre de 2018

Índice

Introducción	3
Industria	5
<i>Participación de Mercado</i>	<i>10</i>
Compañía	13
<i>FODA.....</i>	<i>20</i>
<i>Factores de Crecimiento y Riesgo.....</i>	<i>20</i>
Análisis Financiero	26
Metodología de Valuación	32
Modelo de Proyecciones.....	36
<i>Proyección de Ingresos, Costos y Margen Bruto.....</i>	<i>36</i>
<i>Proyección de Costos de Administración, Marketing y ventas.....</i>	<i>42</i>
<i>Proyección de gastos de Capital (Capex).....</i>	<i>46</i>
<i>Proyección de Depreciaciones & Amortizaciones.....</i>	<i>47</i>
<i>Proyecciones de Capital de Trabajo.....</i>	<i>48</i>
Valuación de DCF y Análisis de sensibilidad.....	51
Escenario Optimista con apalancamiento	55
Análisis por Múltiplos.....	58
Conclusiones	61
Bibliografía	62
Anexo I: Principales accionistas	63
Anexo II: Breve Descripción de las marcas comercializadas por la Compañía.....	64
Anexo III: Gráfico de Regresión de Betas diario, semanal y mensual.....	66
Anexo IV: Series de Betas Históricas.....	68
Anexo V: Gastos Operativos Históricos.....	70
Anexo VI: Capex Histórico.....	71
Anexo VII: Amortizaciones y Capex según ingresos y PPE	72
Anexo VIII: Conceptos del Capital de Trabajo.....	74

Introducción

El presente trabajo tiene como finalidad valuar el valor del paquete accionario de The Boston Beer Company, Inc (en adelante la Compañía) al 30 de Diciembre de 2017 y analizar la razonabilidad del mismo en función del valor de cotización a la misma fecha.

The Boston Beer Company, Inc (SAM) es una empresa creada en 1984 por Jim Koch, en Massachussets, con el fin de revolucionar el mercado cervecero de Estados Unidos a través de la fabricación de cerveza artesanal. Si bien su actividad principal hoy en día es la producción de cerveza artesanal, se ha extendido, aunque en menor medida, a la fabricación de otras bebidas alcohólicas como tés a base de malta, sidras y aguas carbonatadas. La Compañía concretó su oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés) el 15/11/1995 con un valor de 15 dolares por acción, en la Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE, en inglés) La denominación (ticker, en inglés) en el NYSE es "SAM"

Lo que motivó a valuar a SAM está también vinculado a la posibilidad de observar como el fenómeno del *craft beer* (cerveza artesanal) en Estados Unidos ha impactado sobre el valor de las empresas que se desarrollan en este segmento de la industria cervecera y el vinculo entre este fenómeno y la nueva tendencia social hacia el consumo de bebidas alcohólicas que surge de la mano de una nueva generación humana (los *millenials*), quienes demandan una cerveza más fresca, a base de elementos naturales y con un procesamiento más artesanal.

El market cap (capitalización de mercado) de la compañía al 30/12/17 fue de USD 2,23 billones con un precio de 191,10 dolares por acción.

Se estimó el valor de la compañía a la fecha antes mencionada, mediante dos metodologías de valuación: valuación por flujos descontados (DCF, por sus siglas en inglés) y valuación por múltiplos.

En cuanto al DCF se consideraron 4 escenarios: un escenario base, un escenario optimista, un escenario pesimista y por último un escenario optimista con apalancamiento. Los escenarios se plantean en base a supuestos relacionados a ciertos factores de importancia para la industria y por ende para la compañía. A continuación se presentan los resultados de los 3 escenarios:

	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista	Escenario Optimista con apalancamiento
Precio por acción	177,54	186,64	191,05	193,60

Los factores (en inglés, *drivers*) elegidos en base a su importancia en los márgenes de la industria y The Boston Beer Company (SAM, en adelante) son el volumen de ventas y los costos de producción. Además dado que se trata de una empresa sin endeudamiento, se realizó un escenario de apalancamiento.

En cuanto a la metodología por valuación por múltiplos, se seleccionaron aquellos indicadores relevantes para la industria, considerando que los mismos serán comparados entre pares. Se presentan debajo los resultados obtenidos a través de ésta metodología:

- Valor de la Firma /Ventas (EV/Sales, en inglés): se obtuvo un valor por acción de USD 172,29
- Valor de Mercado de la Firma /EBITDA¹ (EV/EBITDA, en inglés): se obtuvo un valor por acción de USD 221,42
- Precio / Beneficio (P/E, en inglés): se obtuvo un valor por acción de USD 190,36



Universidad de
SanAndrés

¹ Ingresos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones

Industria

Con el fin de lograr una mayor comprensión de la industria cervecera de Estados Unidos, se dividió a la misma en dos segmentos: las grandes cervecerías con producción anual de más de 6 millones de barriles (“cerveza industrial”) y las cervecerías artesanales.

Tratar de definir cerveza “artesanal” puede llegar a ser una tarea difícil considerando que la experiencia de tomar cerveza puede ser bastante personal y subjetiva. Sin embargo, la *Brewers Association*, una organización sin fines de lucro de Estados Unidos que protege y promueve las cervecerías pequeñas e independientes, define las cervecerías artesanales como aquellas que cumplen las siguientes 3 condiciones²:

- Pequeña: producción anual de hasta 6 millones de barriles o menos (aproximadamente 3% de las ventas anuales de cerveza en Estados Unidos)
- Independiente: menos del 25% de la cervecería artesanal es propiedad o está controlada por un participante de la industria de cerveza que no es en sí misma artesanal.
- Tradicional: la mayoría de las cervezas producidas se derivan de ingredientes tradicionales o innovadores y de su fermentación

A su vez, la cerveza artesanal está vinculada a su aspecto premium, en donde los consumidores pagan voluntariamente precios más altos por la cerveza artesanal que sus contrapartes tradicionales debido a su perfil de sabor exótico o sus ingredientes de mayor calidad.³

The Boston Beer Company produce además de cerveza artesanal, otras bebidas alcohólicas como té a base de malta y sidra, aunque en porciones muy bajas. Dada la pequeña proporción de producción de estos dos productos en relación a la fabricación de cerveza y considerando que ambos compiten también en dicha industria (en particular los té a base de malta), se concentrará el análisis en la industria cervecera.

En 2017, la industria de la cerveza de Estados Unidos (EEUU) representó un total de 111,4 billones de dólares en ventas de cerveza. En los últimos años la cerveza artesanal ha ganado terreno sobre la cerveza industrial, representando ya en 2017 más del 23% de las ventas de la industria cervecera estadounidense.

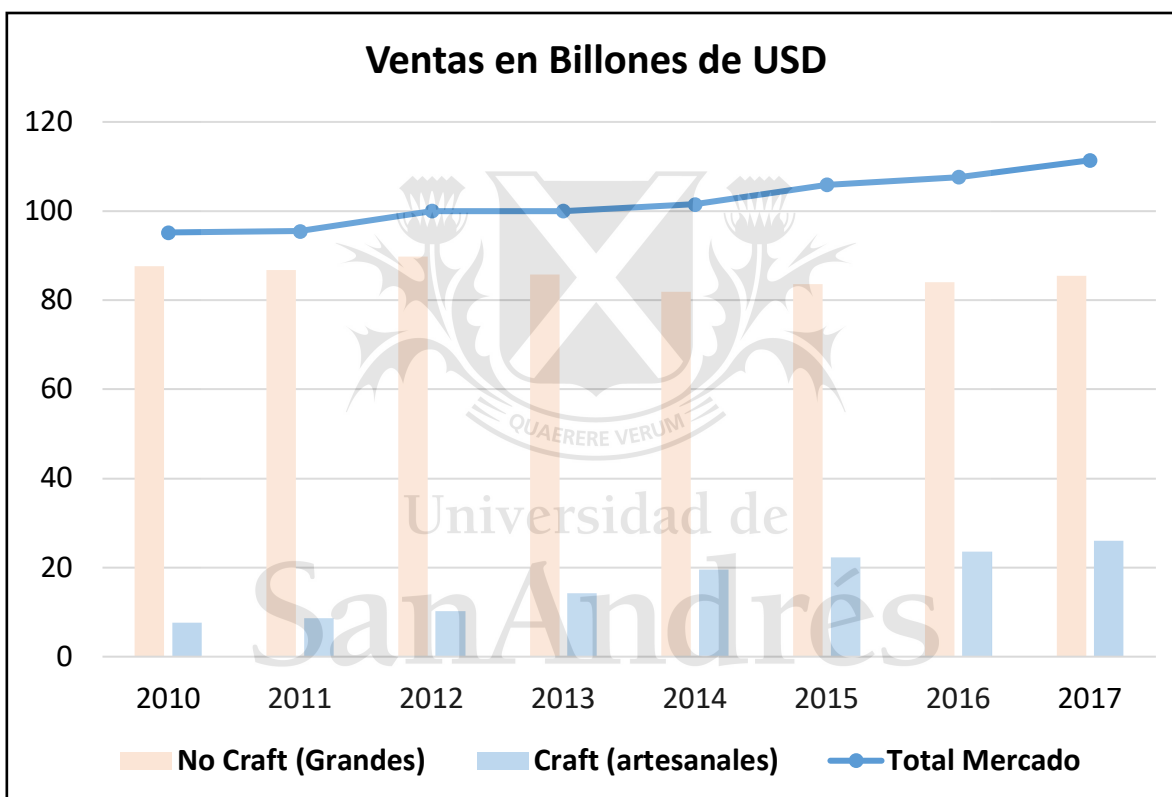
² Fuente: Brewers Association

³ Fuente: <https://www.prnewswire.com/news-releases/global-craft-beer-market-report-2018-300657436.html>

Ventas de cervezas en mercado estadounidense (en millones de USD)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Mercado	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 101.500	\$ 105.900	\$ 107.600	\$ 111.400
No Craft (Grandes)	\$ 89.800	\$ 85.700	\$ 81.900	\$ 83.600	\$ 84.100	\$ 85.400
Craft (artesanales)	\$ 10.200	\$ 14.300	\$ 19.600	\$ 22.300	\$ 23.500	\$ 26.000
Proporción ventas Craft	10,2%	14,3%	19,3%	21,1%	21,8%	23,3%

Fuente: Brewers Association



En cuanto a la producción de cerveza, la misma alcanzó en 2017, los 185 millones de barriles (producción anual) y se importaron a lo largo de todo ese mismo año alrededor de 34,4 millones de barriles. La exportación alcanzó los 6,8 millones de barriles.

Volumen de barriles del mercado de cerveza de EEUU (en millones)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Importación (1)	27,7	27,5	29,4	31,2	33,4	34,4
Producción Local (2)	191,1	186,7	186,5	184,9	183,3	178,8
Exportación (2)	5,0	5,3	5,5	6,2	6,5	6,8
Total Producción (Local + Exportación)	196,1	192,0	192,0	191,1	189,8	185,6

Fuente: campos estimados según información de (1) BeerInstitute.org y de (2) Alcohol and Tobacco Tax and Trade Bureau (TTB)

La cerveza artesanal (del inglés “craft”) alcanzó los 25,4 millones de barriles representando el 13,7% de la producción total y la exportación representó 0,5 millones de barriles.

Volumen de barriles del mercado de cerveza artesanal de EEUU (en millones de barriles)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Producción (Local + Exportación)	196,1	192,0	192,0	191,1	189,8	185,6
Producción artesanal (1)	13,2	15,5	22,1	24,4	24,5	25,4
Participación de cerveza artesanal en la producción de cerveza	6,8%	8,1%	11,5%	12,7%	12,9%	13,7%

Fuente: (1) Brewers Association

Del cuadro anterior se puede observar como la producción y la exportación de cerveza, en su conjunto, ha caído levemente en los últimos años, sin embargo el segmento de la cerveza artesanal le ha ganado una porción del mercado a la industria de las grandes cervecerías en los últimos años.

El consumo, en línea con la producción, también ha caído, en menores proporciones, en los últimos años. Sin embargo, el consumo de cerveza artesanal ha crecido, reflejando un aumento en la participación del mercado de la cerveza en EEUU. Es igualmente importante destacar que el ritmo de crecimiento de la cerveza artesanal se ha desacelerado en los últimos 2 años. Esta desaceleración no está únicamente explicada por la gran cantidad de nuevas cervecerías artesanales en el segmento *craft* (nuevos competidores) sino también por el aumento de la demanda de productos sustitutos tales como el vino y las bebidas alcohólicas destiladas, comúnmente llamadas “bebidas blancas” (whisky, tequila, gin, vodka, ron, brandy, entre otros)

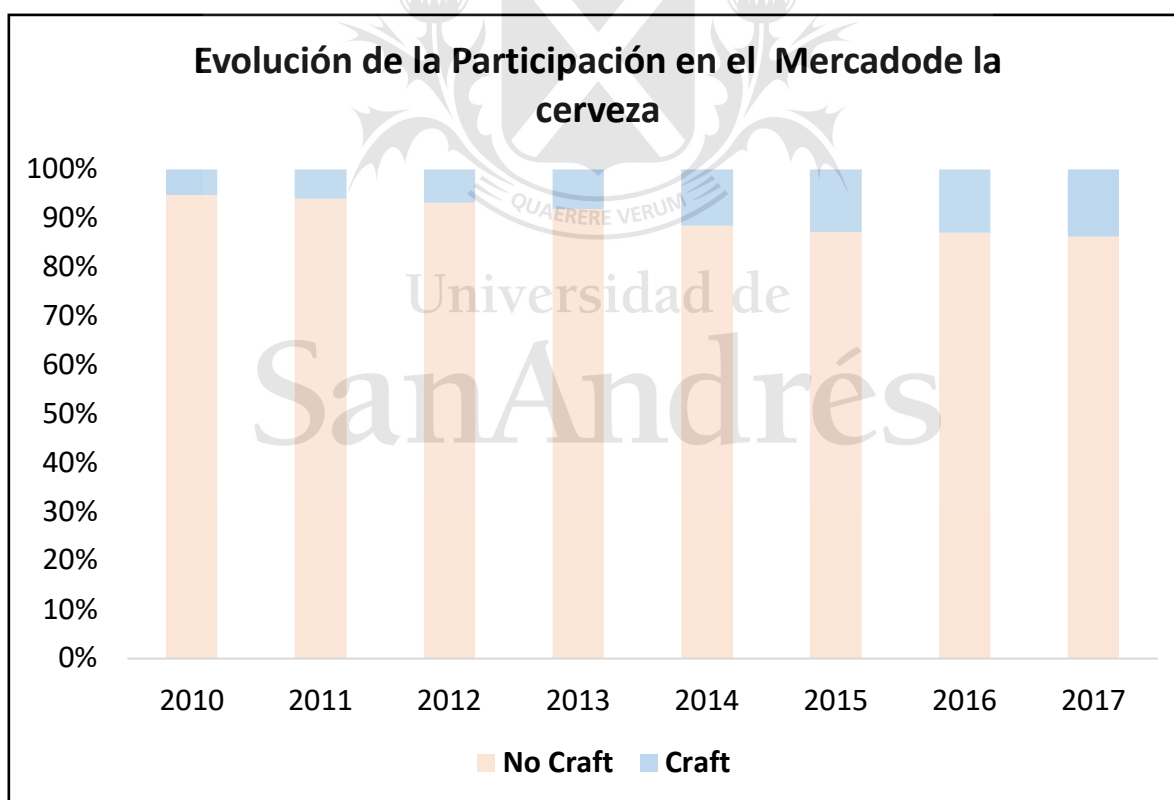
Del total consumido de cerveza en 2017, el 83 % se produjo localmente en EE.UU, y el 17 % restante provino de importación de más de 100 países diferentes en todo el mundo⁴

Consumo de cerveza de EEUU (en millones de barriles)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo Total	200,0	196,2	197,1	196,7	196,7	196,3
Craft (artesanales)	13,1	15,3	21,8	24,1	24,1	24,9
Participación de cerveza artesanal en el consumo de cerveza	6,5%	7,8%	11,0%	12,2%	12,3%	12,7%

Fuente: campos estimados según información de Brewers Association

El gráfico a continuación muestra la evolución de la participación en el mercado de la cerveza del segmento artesanal



El mayor consumo de cerveza per cápita de Estados Unidos (EE.UU.) se concentra en los estados ubicados en el centro norte y noreste. La tabla siguiente muestra los 10 Estados que

⁴ Fuente: Alcohol and Tobacco Tax and Trade Bureau (TTB) de EEUU y US Commerce., 2018

más cerveza consumieron per cápita durante el 2017, respresentado un promedio de 1,15 barriles per capita (35,5 galones per capita) y un 17% del consumo total de cerveza.

Estado		Consumo anual per capita (en barriles)	Consumo Total (en millones de barriles)
1	New Hampshire	1,31	1,35
2	Montana	1,27	0,99
3	North Dakota	1,24	0,67
4	South Dakota	1,23	0,76
5	Wiscosin	1,11	4,75
6	Maine	1,09	1,13
7	Nebraska	1,07	1,46
8	Nevada	1,06	2,35
9	Vermont	1,06	0,50
10	Texas	1,03	20,20

Fuente: datos estimados a partir de Beer Marketer's Insights y de U.S. Census Bureau.

Si se considera que la población total de EE.UU. a fines de 2017 totalizaba 325 millones y que de dicho total el 73.5%, es decir, 239 millones de personas, supera los 21 años de edad (personas que pueden beber legalmente), el consumo por persona de cerveza fue de 0.8 barriles o , lo que es igual, 25.3 galones por persona⁵.

Adicionalmente, la cantidad de cervecerías también creció en los últimos años, especialmente las cervcerías artesanales, con una variación positiva del 15,5% entre 2016 y 2017.

Cantidad de cervecerías en Estados Unidos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Grandes (mayor a 6 millones)	23	23	26	30	51	71
Otras no Craft	32	31	20	14	16	35
Craft (artesanales)	2.420	2.898	3.739	4.544	5.424	6.266
Cantidad total de cervecerías	2.475	2.952	3.785	4.588	5.491	6.372

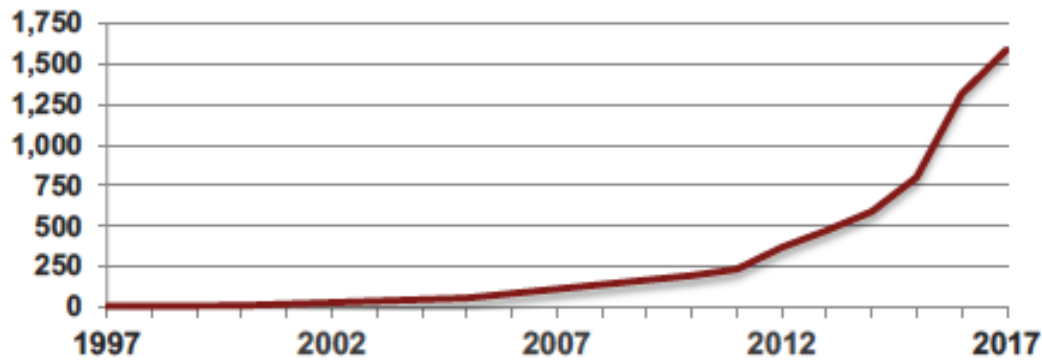
Fuente: Brewers Association

Como ya se mencionó con anterioridad, la desaceleración en el ritmo de crecimiento del segmento craft, está también vinculado a una mayor demanada de productos sustituos, en

⁵ Fuente: TTB, US commerce and NBWA Industry Affairs, 2018

particular de las bebidas alcohólicas destiladas. El gráfico siguiente muestra el aumento de la cantidad de destilerías en los Estados Unidos desde 1997-2017, con un marcado aumento a partir del 2012.

Numero de Destilerías en Estados Unidos



Fuente: Parkstreet

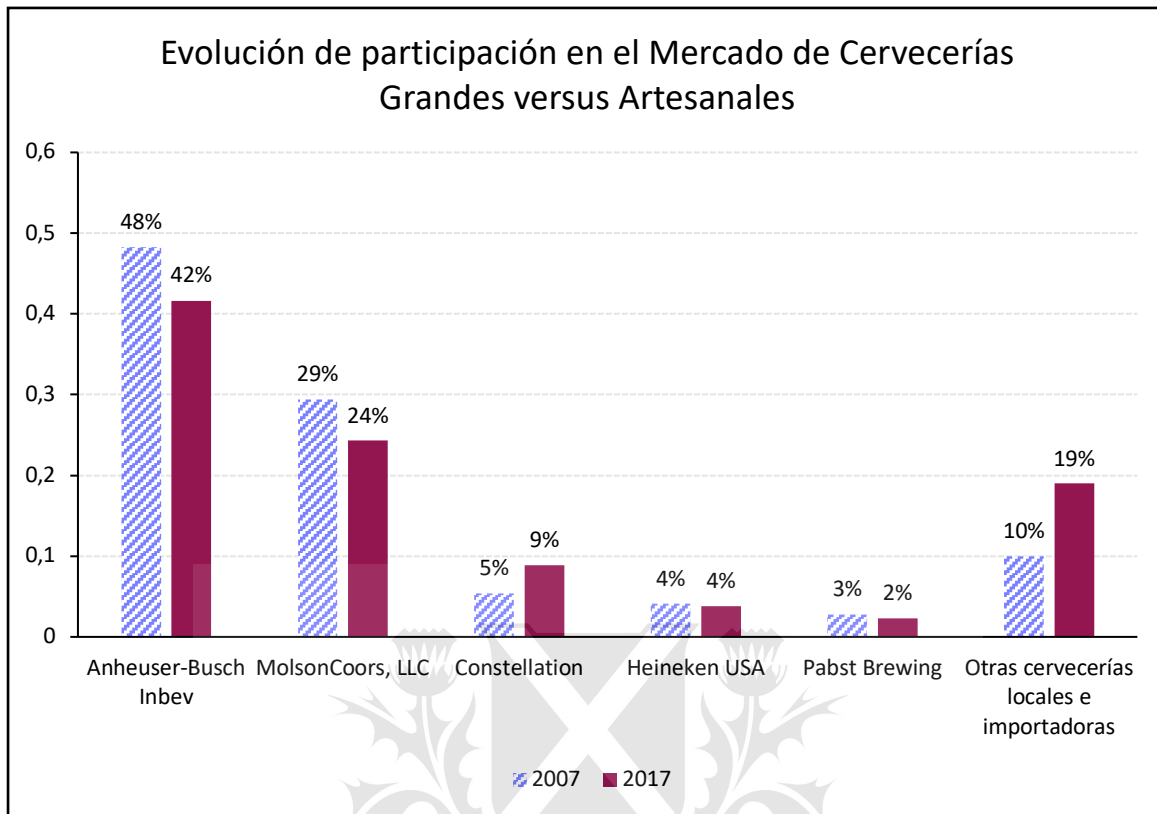
Participación de Mercado

En el siguiente gráfico se puede observar los 5 principales productores e importadores de cerveza de los Estados Unidos y la evolución de su participación de mercado en 2007 respecto de 2017.

La categoría de “Otras cervecerías locales e importadoras” ha crecido en participación de mercado (“market share”, en inglés) en los últimos años, mayormente explicado por el aumento de las ventas de las cervezas artesanales⁶.

Sin embargo, las 2 mayores cervecerías de Estados Unidos (Anheuser-Busch Inbev- “ABInBev” y MolsonrCoors LLC) concentran alrededor del 70% del mercado cervecero.

⁶ Fuente: America’s beer distributor (NBWA), Industry Fast Facts (<https://www.nbwa.org/resources/industry-fast-facts>)



The Boston Beer Company es una cervecería artesanal, dentro de la categoría “Mejor Cerveza” de los Estados Unidos. Esta categoría es altamente competitiva dado el gran número de cervecerías artesanales y de cervezas importadas con precios similares, el mercado objetivo (en inglés “target”) y la presión de las grandes cervecerías de EE. UU. por ingresar a esta categoría, a través de la adquisición de cervecerías artesanales, alianzas de distribución o bien simulando estos productos⁷ Algunas de las cervecerías dentro de esta categoría son Sierra Nevada, Lagunitas, New Belgium, entre otras.

De acuerdo con el gráfico anterior, la cerveza artesanal ha venido ganando participación del mercado cervecero de Estados Unidos (en adelante, doméstico) en, al menos, los últimos 10 años; incrementando el atractivo y la mayor competitividad en esta categoría, situación que se refleja en la cantidad de nuevas cervecerías artesanales en los últimos años. Además, las cervecerías artesanales están incrementando su capacidad de producción y expandiéndose geográficamente.

Pero, SAM no solo debe estar alerta sobre la competencia en el segmento de las “crafts” sino que también debe estar atenta a las estrategias de las cervezas importadas, como Heineken, Corona y Guinness, y a las grandes cervecerías como MolsonCoors LLC, y Anheuser-Busch InBev, que a través de distintas estrategias se han convertido en jugadores dentro del mercado de la cerveza artesanal.

⁷ Fuente: Howard, Philip H. (2018): Craftwashing in the U.S. Beer Industry, Beverages, ISSN 2306-5710, MDPI AG, Basel, Vol. 4, Iss. 1, pp. 1-13

Las grandes cervecerías industriales han ido ingresando en la categoría de “Mejor Cerveza” mediante la creación local de cervezas especiales que simulan ser artesanales, mayor publicidad, importación, distribución de marcas extranjeras y cervezas artesanales nacionales, y/o adquiriendo (total o parcialmente) cervecerías artesanales existentes.

Adicionalmente, la Compañía compite con otras bebidas alcohólicas sustitutas de la cerveza, como el vino y las bebidas espirituosas, en lo que respecta al consumo y atención de los bebedores.

Considerando el volumen anual vendido en los Estados Unidos (incluyendo importaciones), las siguientes son las principales 10 cervecerías artesanales⁸:

Top 10 Compañías de cerveza artesanal en EEUU (según volumen de venta)	
1	D. G. Yuengling & Son, Inc
2	Boston Beer Co
3	Sierra Nevada Brewing Co
4	New Belgium Brewing Co
5	Duvel Moortgat
6	Gambrinus
7	Bell's Brewery, Inc
8	Stone Brewing Co
9	CANarchy
10	Deschutes Brewery

Fuente: Brewers Association

The Boston Beer Company es la segunda cervecería artesanal más importante de Estados Unidos en cuanto a volumen de venta con 921 millones de dolares en barriles de cerveza vendidos durante el 2017⁹.

Por último, pero no menos importante, se debe también considerar la competencia existente en el mercado de la cerveza en relación a los distribuidores. En general, las fábricas cerveceras venden a distribuidores mayoristas que terminan vendiendo a los minoristas. En este sentido, las fábricas se disputan el servicio, tiempo y esfuerzos de venta de los distribuidores y los espacios en gondola de los minoristas (mercados, licorerías, etc).

En el mercado de los té a base de malta, SAM compite en la categoría “bebida de malta saborizada” (FMB, por sus siglas en inglés) dentro de la industria cervecera. Esta categoría es también altamente competitiva dada la presencia de grandes cervecerías y empresas que fabrican bebidas espirituosas, la gran inversión en publicidad y alta velocidad de innovación (nuevos ingredientes y sabores).

La categoría de “sidrería” es pequeña pero ha venido creciendo, presentando grandes rivales internacionales y domésticos así como empresas de menor tamaño.

⁸ Fuente: Bevindustry.com

⁹ Ingresos brutos (antes del impuesto a la elaboración de cerveza)

Compañía

The Boston Beer Company Inc., fue fundada en 1984 por C. James (Jim) Koch, en Massachusetts e inicialmente solo fabricaba cerveza artesanal. Su primer producto, una cerveza de estilo “lager”, se llamó Samuel Adams Boston Lager, en reconocimiento al padre fundador de la nación responsable de generar una revolución política en los Estados Unidos. Jim, también buscaba generar una revolución en EE. UU, la revolución de la cerveza artesanal.

En sus primeros años la fabricación de cerveza se hacía en una antigua cervecería de Pennsylvania hasta que en 1988 abrió su primera fábrica de cerveza en Boston.

Inicialmente solo vendía a bares en Boston, pero supo expandirse rápidamente a otros estados dentro de los Estados Unidos, volviéndose una cerveza de alcance nacional en 1992. La estrategia de crecimiento de la compañía se basa en el uso de ingredientes de alta calidad (y por ende más caros) y menos agua; además de la inversión en envasado (“packaging”, en inglés) y en publicidad.

El 15 de noviembre de 1995, concretó su oferta pública inicial, a un valor de 15 dólares por acción de Clase A. Las acciones comunes de Clase A (sin derecho a voto) de The Boston Beer Company Inc. se comercializan en la bolsa de Nueva York (NYSE) bajo la denominación (“ticker”, en inglés) SAM. La compañía tiene también acciones comunes de Clase B (con pleno derecho de voto) cuyo tenedor es C. James Koch y representan el 25,8% del total de acciones comunes de ambas clases en circulación, de acuerdo con lo informado en el Balance anual de 2017. (en el anexo I se detalla los principales accionistas de SAM de acciones de clase A)

A medida que el mercado de la cerveza fue creciendo, la empresa ha ido innovando en otras bebidas a base de malta, como los téis, cervezas de bajas calorías y saborizadas, que le permitieron posicionarse como uno de los líderes en la industria estadounidense de bebidas con bajo contenido de alcohol, captando además otro tipo de público. La compañía también lanza todos los años, una gama de cervezas de barril especialmente preparadas para festivales y celebraciones de la semana de la cerveza.

The Boston Beer Company Inc. es hoy en día la segunda cervecería artesanal en los Estados Unidos en cuanto a volumen de ventas de cerveza.

Opera a través de dos segmentos: el segmento Boston Beer Company y el segmento A & S Brewing Collaborative.

El segmento Boston Beer Company se compone de:

- Cervezas con las marcas Samuel Adams
- Bebidas saborizadas a base de malta (conocido como FMB, por sus siglas en inglés) con la marca Twisted Tea lanzada al mercado en 2001,
- Cidra con la marca de Angry Orchard desde el 2011; y
- Aguas carbonatadas con la marca Truly Spiked & Sparkling

A & S Brewing Collaborative es una subsidiaria de SAM creada en 2011 con sede en Vermont, con el fin de investigar y descubrir nuevos sabores. Está formado por cervezas con las siguientes marcas: The Traveler Beer Company, Coney Island Brewing Company, Angel City Brewery y Concrete Beach Brewing Company (en el Anexo II se incluye una breve descripción de cada una de las marcas que componen ambas categorías).

En 2016 y en 2015, las ventas de la subsidiaria A & S Brewing, fueron menores al 5% y 7%, respectivamente, de las ventas de toda la Compañía en su conjunto. En 2017, con la salida de la persona al mando de la subsidiaria, SAM decide consolidar el segmento operativo de la subsidiaria con el segmento de Boston Beer Company. Cabe mencionar que, todas las marcas que la subsidiaria vende son predominantemente bebidas de bajo contenido alcohólico con similar mercado objetivo, en cantidades semejantes y a través de los mismos canales de distribución. Además, las bebidas son producidas usando procesos de fabricación equivalentes, tienen un contenido alcohólico similar y generalmente están bajo el mismo ambiente regulatorio.

Como estrategia de negocio, SAM produce bebidas a base de malta y sidra en fábricas de su propiedad (que están en su mayoría bajo contrato de leasing) y en otras cervecerías de terceros bajo acuerdos contractuales. Esta estrategia fue en parte necesaria, en particular previo al 2008, ya que la empresa venía creciendo a gran escala y no tenía capital extra para construir una fábrica. Además, por otro lado, la subcontratación de fábricas de producción de cerveza ha sido beneficiosa en lo que respecta a la flexibilidad de producción, ventajas en costos, y el alcance nacional (las fábricas están esparcidas por todo el país) de sus productos a la vez de maximizar la frescura de la cerveza (cercanía entre fábrica y puntos de venta). Por otro lado, las fábricas contratadas han podido sacar provecho de su exceso de capacidad de producción.

Con la adquisición de su fábrica en Pennsylvania en 2008, los acuerdos contractuales de fabricación con terceros han disminuido y en 2017 SAM fabricó el 90% de sus productos en cervecerías propias. Estas fábricas suelen operar cerca o a su capacidad máxima disponible en meses de alta demanda, exponiendo a la compañía a grandes riesgos en caso de interrupción de suministro en alguna de sus fábricas propias (déficit temporal en la producción, aumento de costos de producción y distribución, inversión de capital significativa). En consecuencia, SAM aún continúa, aunque en mucho menor proporción, utilizando la opción de capacidad extra de cervecerías de terceros. En 2017, el 10% de su total producido fue elaborado en City Brewing Company LLC, una cervecería ubicada en Pennsylvania. Adicionalmente, con el fin de garantizar la calidad de su producción en las plantas contratadas, SAM emplea a cerveceros experimentados (“maestros cerveceros”) con el fin de controlar la misma.

La compañía continúa igualmente realizando esfuerzos con el fin de eficientizar y reducir costos de sus propias fábricas de producción de cerveza. En 2017 la inversión de capital con dicho destino (*Capex*, por su acrónimo en inglés¹⁰) alcanzó aproximadamente los 33 millones de dólares.

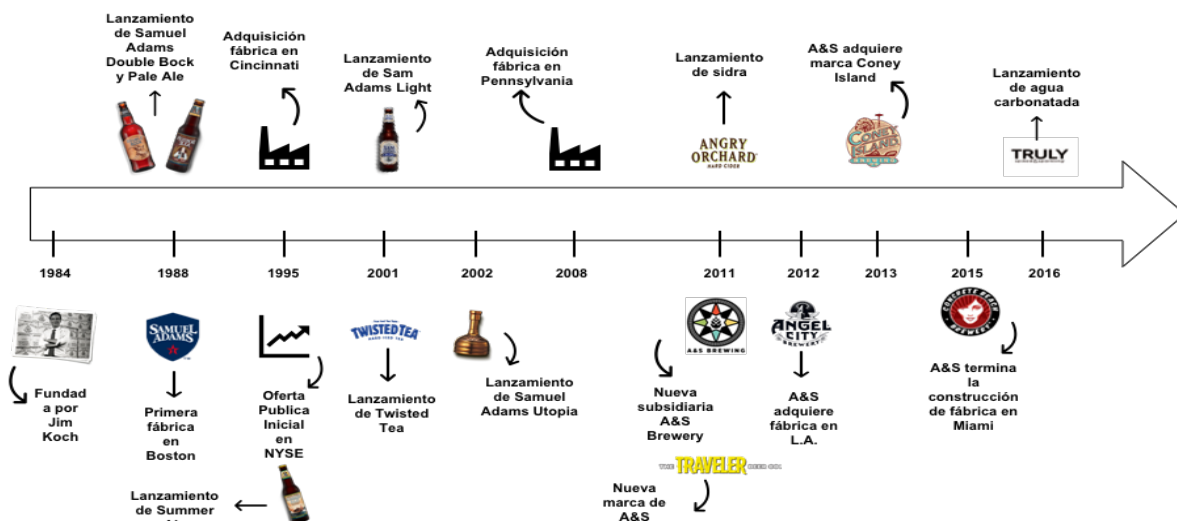
¹⁰ Capex (Capital Expenditures) son los fondos utilizados por las compañías para adquirir, aumentar y mantener sus activos fijos (propiedades, plantas, equipos)

La siguiente tabla muestra las fábricas propias de Boston Beer como de A& S, su ubicación, año de adquisición, extensión y si están o no bajo un contrato de leasing (las detalladas en negrita son las fábricas de mayor producción):

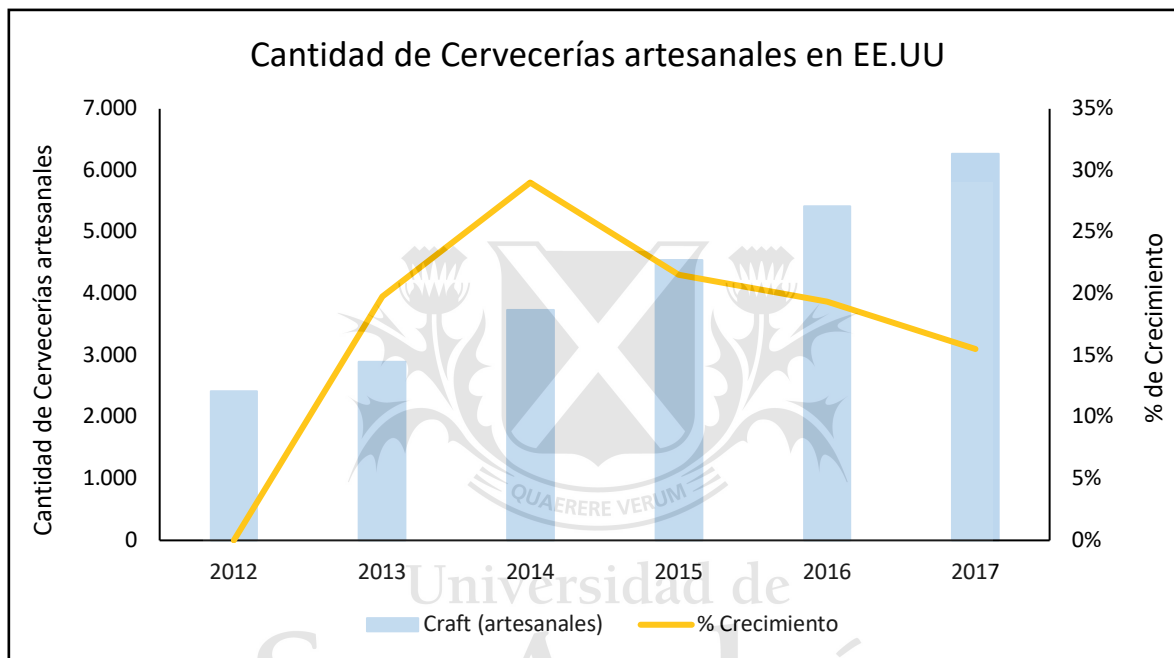
Fabricas Propias	Ubicación	Año de Adquisición	Extensión (en metros cuadrados)	Vencimiento del Leasing
Boston Brewery	Boston, Massachusetts	1988	43.000	2019 con opción de extender 5 años más
Cincinnati Brewery	Cincinnati, Ohio	1997	128.500	Opción de compra
Pennsylvania Brewery	Breinigsville, Pennsylvania	2008	1.000.000.000	No está bajo Leasing
Angel City Brewery	Los Angeles, California	2012	48.650	2021
Concrete Beach Brewery	Miami, Florida	2015	11.365	2023
Coney Island Brewery	Brooklyn, New York	2013	2.100	2019
Orchard	Walden, New York	2015	15.000	No está bajo Leasing

Por otro lado, SAM tiene sus oficinas principales en Boston, Massachusetts bajo contrato de leasing con vencimiento en 2026.

En la siguiente línea de tiempo se muestra los hechos más importantes de la compañía a lo largo de su historia



Si bien la industria de la cerveza en Estados Unidos en los últimos tiempos ha permanecido constante, incluso con leves decrecimientos en cuanto al volumen de barriles producido y vendidos, el segmento de la cerveza artesanal ha crecido a un promedio de más del 10% en los últimos 5 años. Sin embargo, en el 2017, se manifiestan signos de saturación del segmento artesanal reflejados en la desaceleración en el ritmo de crecimiento de este segmento. Este crecimiento a ritmo mucho más lento en comparación a los años 2014 y 2015 también se hizo notar en la cantidad de nuevas cervecerías artesanales creadas en 2017 en comparación con años anteriores. El siguiente cuadro refleja el porcentaje de crecimiento año a año:



Fuente: Brewers Association

Muchos analistas de la industria coinciden en que la desaceleración de crecimiento del segmento *craft*, de dos dígitos a un dígito, es una señal de que el segmento se ha acercado a una etapa madurativa. La disminución en parte refleja la creciente competencia de productos sustitutos como los vinos y las bebidas blancas (whisky, gin, ron, etc.). En una etapa de mayor ingreso disponible para el consumo, los bebedores son cada vez más selectivos y buscan explorar otros tipos de alcohol¹¹.

No es casual que la cantidad de destilerías de whisky, ron, ginebra, vodka y tequila artesanal este aumentando, al igual que su participación en el mercado de bebidas alcohólicas. Además de la creciente demanda por productos artesanales, un entorno regulatorio más favorable, ha permitido que más destilerías de artesanía ingresen al mercado.

La industria del vino y las bebidas blancas ha experimentado un crecimiento constante en los últimos diez años. El volumen del segmento de bebidas blancas, en particular de las marcas

¹¹ Fuente: https://www.washingtonpost.com/news/business/wp/2018/04/10/the-craft-beer-industrys-buzz-is-wearing-off/?noredirect=on&utm_term=.354d906fecbb

premium, ha estado creciendo a una tasa anual compuesta del 1,8% en los últimos 10 años, mientras que los ingresos superan este crecimiento con una tasa del 3,3%. El segmento de vinos ha estado creciendo constantemente a una tasa compuesta anual de 3,4% en los últimos diez años en ingresos y una tasa compuesta anual de 2,2% en volumen¹².

A continuación, se exponen los resultados de una encuesta realizada por Gallup que muestra un marcado aumento de la preferencia de los consumidores por las bebidas blancas en 2017¹³.

Preferencia de los consumidores

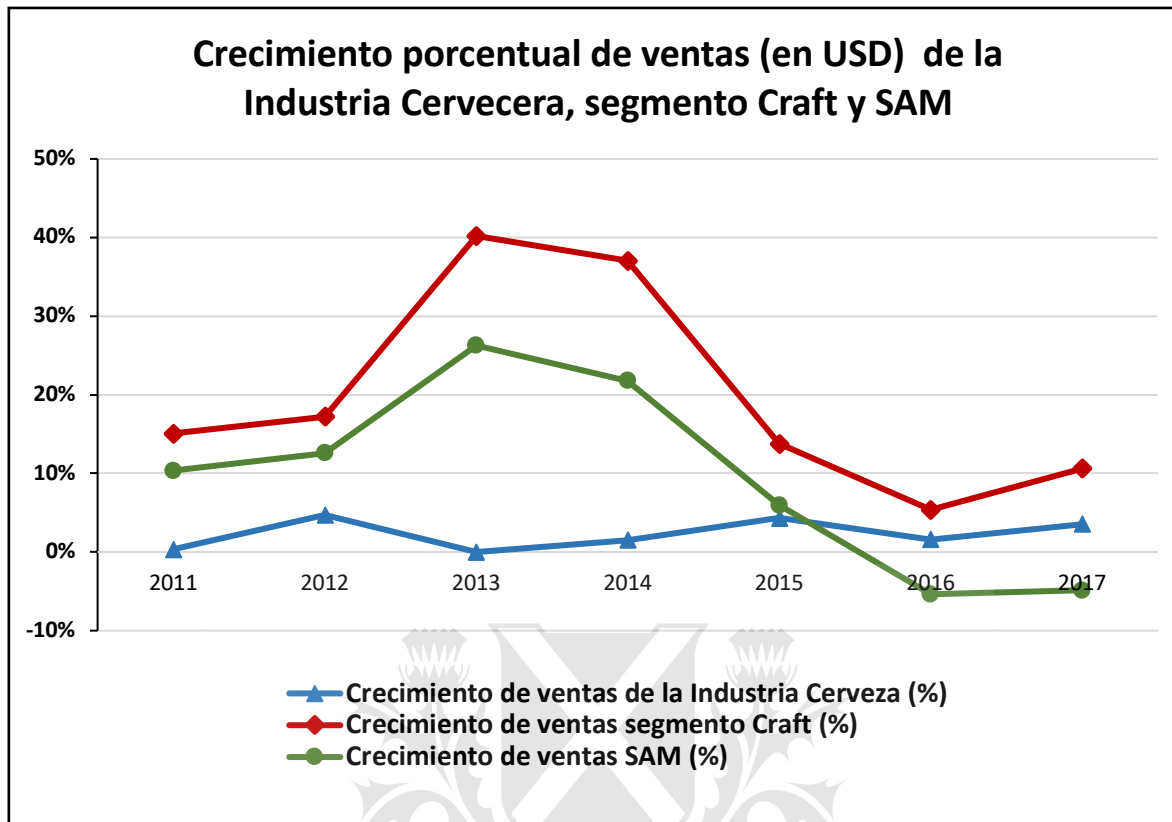
<u>Año</u>	<u>Cervezas</u>	<u>Vinos</u>	<u>Bebidas Blancas</u>
2001	46%	31%	18%
2002	44%	30%	22%
2003	42%	33%	22%
2004	39%	33%	24%
2005	39%	36%	21%
2006	41%	33%	23%
2007	40%	34%	22%
2008	42%	31%	23%
2009	40%	34%	21%
2010	41%	32%	21%
2011	36%	35%	23%
2012	39%	35%	22%
2013	36%	35%	23%
2014	41%	31%	23%
2015	42%	34%	21%
2016	43%	32%	20%
2017	40%	30%	26%

Fuente: Encuesta: Gallup, 2017

El gráfico siguiente muestra como The Boston Beer Company siguió en los últimos años la tendencia de crecimiento en ventas brutas del segmento craft, mientras que las ventas de la industria cervecera en general se mantuvieron relativamente estables. También deja en evidencia la desaceleración del crecimiento del segmento artesanal en los últimos 3 años, producto de la saturación del mercado, acompañado por SAM que incluso traspasa en 2016 y 2017 la línea del 0% reflejando un decrecimiento de sus ventas.

¹² Fuente: Parkstreet (<https://www.parkstreet.com/alcoholic-beverage-market-overview/>)

¹³ Fuente: America's Beer Distributor – NBWA (<https://www.nbwa.org/resources/industry-fast-facts>)



Fuente: Brewers Association y Balances Contables de SAM

A pesar de la antes mencionada saturación de mercado, el segmento de “Better Category” en el que opera SAM sigue siendo altamente competitivo. Esta mayor competencia acentuada en los últimos años está vinculada a la cantidad de cervecerías que operan en el mismo, sumado al aumento de la participación de mercado de las marcas importadas, la numerosa cantidad de adquisiciones por parte de los grandes jugadores del mercado en particular en los últimos tres años y el crecimiento de los productos sustitutos como el vino y los licores.

En este sentido la estrategia de la Compañía se concentra en:

- Aumentar su participación en el mercado: mediante la innovación (nuevas etiquetas y envases que mejoren la experiencia de tomar cerveza) y desarrollo de nuevos sabores o estilos de cerveza u otras bebidas alcohólicas a base de malta, a través de la investigación de mercado. En particular, la empresa busca recuperar el ritmo de crecimiento de su marca Sam Adams. La compañía invierte en este sentido en publicidad en medios de comunicación (televisión, digital) así como participación en festivales de cerveza y otros eventos vinculados con la industria
- Lograr ganar mayor tiempo y esfuerzo de los distribuidores mayoristas, sumando cada vez más de ellos programa “Freshest Beer Program”. Este programa, introducido en el 2010, busca reducir el nivel de inventario de sus productos en los distribuidores

con el fin de lograr que la cerveza llegue lo más fresca posible a manos de los compradores minoristas y en última instancia de los consumidores¹⁴

- Inversión de capital en fábricas propias: con el fin de reducir costos y lograr mayor eficiencia en la producción
- Reducción de costos en “packaging”: acuerdos con proveedores de materiales para empaquetado con el fin de obtener precio preferencial y reutilización de botellas de vidrio.

The Boston Beer Company Inc. vende sus productos a una red de aproximadamente 350 distribuidores mayoristas en los Estados Unidos, que a su vez venden los productos a minoristas, como pubs, restaurantes, tiendas, licorerías, estadios y otros puntos de venta. Los distribuidores no tienen gran concentración de los producido por SAM, por lo que no existe ningún mayorista con gran poder de negociación. Aunque, la Compañía debe competir con otras cervecerías y productores de bebidas alcohólicas por el tiempo que cada distribuidor le dedica a la venta de sus productos. En 2017, el mayor distribuidor concentró únicamente el 3% de las ventas netas de la compañía y los primeros 3 más grandes mayoristas alcanzaron el 7% de las ventas netas. Adicionalmente, ningún cliente individualmente representó más del 10% de las ventas de la compañía en los últimos 3 años fiscales¹⁵.

Sus productos se venden predominantemente en los Estados Unidos, pero también tiene mercados en Canadá, Europa, Israel, Australia, Nueva Zelanda, el Caribe, la Cuenca del Pacífico, México y América Central y del Sur. Según sus últimos estados contables, al 30 de diciembre de 2017, la venta a distribuidores extranjeros alcanzó el 4% de sus ventas totales. Considerando que el porcentaje es bajo, se desestimará la venta en dichos países a los fines de este trabajo.

En cuanto a los envases, la compañía vende sus cervezas y sidras en barriles, botellas y latas. Los barriles se venden principalmente para comercios, es decir, bares, restaurantes y otros lugares, y las botellas y latas se venden principalmente para los minoristas (supermercados, discotecas y licorerías).

Al 30 de diciembre de 2017, la Compañía vendió más de 60 tipos cerveza bajo las marcas Samuel Adams y Sam Adams, más de 20 estilos de sidra bajo la firma Angry Orchard, 10 tipos de bebidas saborizadas a base de malta a través de la marca Twisted Tea, 5 tipos de aguas carbonatadas de etiqueta Truly Spiked & Sparkling, y más de 50 estilos de cerveza bajo cuatro de las marcas de su subsidiaria, A & S Brewing Collaborative LLC.

¹⁴ De acuerdo con el Balance anual del 2017, 167 distribuidores de la Compañía (79% del total de estos) ya forman parte del programa “*Freshest Beer Program*” con inventarios de productos de la compañía de no más de 2 semanas.

¹⁵ Fuente: Estados Contables a diciembre 2017 (Form 10-k)

FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Distribución nacional Diferenciación del Producto (calidad y sabor) Programa de cerveza fresca (programa cooperativo para recompra de cerveza vencida a distribuidores) Fuerza de venta (programas educacionales y promocionales) Reputación y experiencia de la empresa Publicidad Innovación (desarrollo de nuevos productos, cervezas estacionales)	Capital Inmovilizado Dependencia de proveedores externos (solo 2 proveedores de malta de cebada, uno en Canadá; cierta clase de lúpulo traída de Alemania y manzanas traídas del exterior) Dependencia de distribuidores independientes Contratos de producción con cervecerías (Dar control a competidores sobre capacidad de producción)
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Expansión a nuevos mercados emergentes en EE. UU Expansión internacional Fortalecimiento de categoría de cerveza artesanal dentro de la industria Insignificante poder del comprador (mercado de bares, licorerías y mercados muy fragmentado) Poder de los proveedores es bajo (mercado fragmentado y precios bajos, excepto lúpulo)	Mercado extremadamente regulado Perdida de identidad como una cervecería artesanal (dado el gran crecimiento de los últimos años) Importaciones Industria “ <i>craft</i> ” más competitiva Consolidación de la industria (grandes cervecerías comprando <i>craft breweries</i> o usan recursos para mejorar la calidad de sus cervezas) Canibalismo (nuevas bebidas alcohólicas generadas por la misma Compañía podrían quitarle el market share en la industria cervecera)

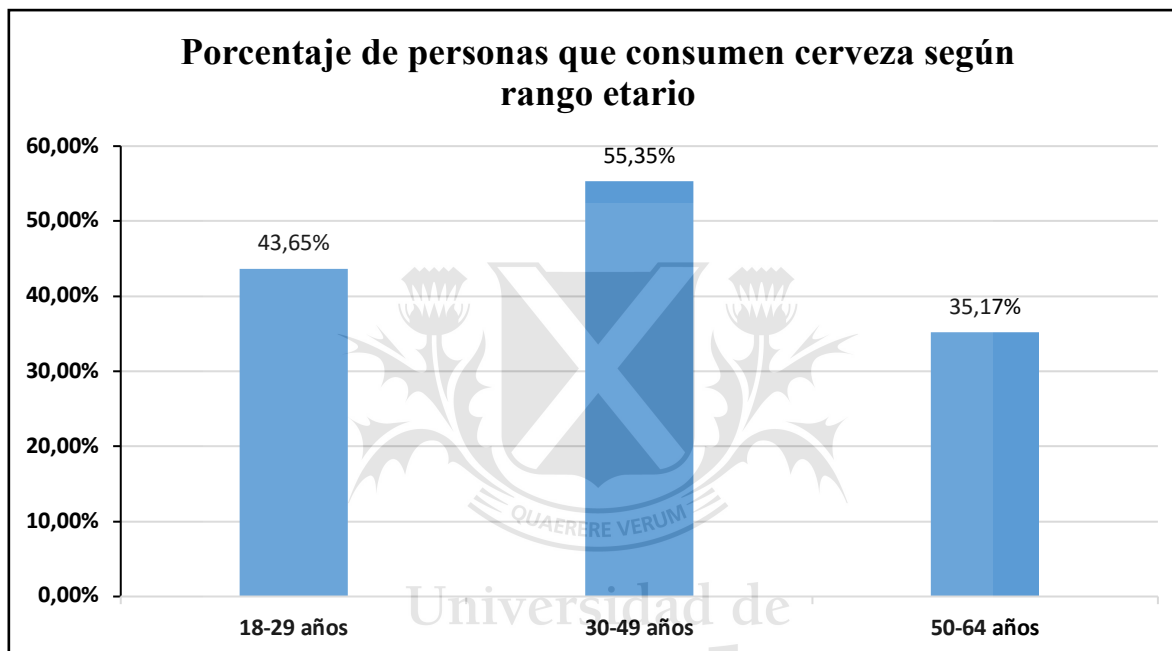
Factores de Crecimiento y Riesgo

Si bien los niveles de consumo de cerveza en los estados unidos en al menos los últimos 5 años se han mantenido invariables, incluso con un leve decrecimiento; la categoría de cerveza artesanal ha experimentado gran **crecimiento**, ganando participación respecto a los grandes competidores. Este crecimiento estuvo empujado fundamentalmente por el ingreso al mercado de nuevas generaciones (en especial *millenials*) que prevalecen cervezas de ingredientes más frescos y de mayor calidad, más naturales y orgánicas. No es casualidad que esta misma tendencia hacia el consumo de productos más “artesanales” también pueda observarse en la industria de la comida. En los últimos años las cadenas de comida rápida surgidas en la década del 80 y de gran crecimiento durante los `90, han perdido poder dentro del mercado de la comida rápida, un espacio que ha sabido conquistar el segmento *fast casual*.

SAM destina numerosas cantidades de dólares en gastos de promoción y publicidad, que intentan recalcar las características artesanales de sus cervezas. Incluso, la compañía fortalece

este mensaje a través de las visitas a sus fábricas donde se puede observar en primera persona el proceso de elaboración de sus productos.

Los principales impulsores del crecimiento de la compañía están asociados a las decisiones de consumo de los principales consumidores de cerveza, es decir, de los *millennials* o también llamada generación Y, que a la fecha conforman personas con un rango etario desde los 18 a los 38 años. El gráfico a continuación muestra el porcentaje de cerveza consumido en Estados Unidos según 3 grupos etarios. El primer y segundo grupo etario está conformado total y parcialmente, respectivamente, por *millennials*



Fuente: Statista

Considerando el porcentaje de cerveza consumido por los *millennials* no resulta para nada sorprendente que el segmento de cerveza artesanal haya sido el gran ganador del mercado total de cerveza de los últimos años, reflejando de cierto modo una imposición de los hábitos y visiones de dicha generación sobre el resto de la sociedad.

Las cervecerías que compiten en el segmento artesanal también se enfrentan a importantes **riesgos**. Uno de los riesgos más importantes a los que se enfrenta SAM, como jugador dentro de la industria cervecera es a una creciente competencia que podría generar en el corto plazo una saturación del mercado.

La categoría de “Mejor Cerveza” en el que opera The Boston Beer Company es altamente competitiva debido básicamente a tres factores. Por un lado, la de gran cantidad de nuevas fábricas de producción de cerveza artesanal, con precios y mercado *target* similares, que han sabido posicionarse, en los últimos años, dentro del mundo de la cerveza. En segundo lugar, los nuevos jugadores que buscan ganar una porción de mercado en esta categoría como nuevas marcas de cervezas nacionales que buscan conseguir una imagen artesanal y crecimiento de cervezas importadas como Corona, Heineken, Modelo y Stella Artois. Por último, la consolidación del mercado marcada por las recientes adquisiciones de cervecerías

artesanales por parte de los 4 competidores más grandes del mercado: AB InBev, MolsonCoors, Constellation y Heineken. Algunos ejemplos son la compra de SAB Miller por parte AB InBeV (usd 107 billones), la adquisición de Lagunitas por parte de Heineken (aproximadamente usd 1 billón) y los casi 1 billones de dólares que pagó Constellation por Ballast Point Brewing & Spirit.

Estos grandes competidores tienen mayores recursos financieros, mayor fuerza de marketing y mayor posibilidad de influenciar el tiempo y foco que los distribuidores le dediquen a sus productos. La consolidación de la industria ha otorgado a los grandes competidores aún mayores beneficios de negociación con distribuidores, de economías de escala, que podrían afectar la rentabilidad de SAM y la capacidad de concretar acuerdos de producción de su cerveza en otras fábricas no propias.

Adicionalmente las cervecerías artesanales continúan realizando esfuerzos por aumentar su capacidad de producción a través de la inauguración de bares (en inglés “*tap rooms*”), la expansión geográfica y la incorporación de nuevos productos y distintos estilos de cerveza.

Este ambiente competitivo en el mercado de Estados Unidos que podría acrecentarse con el continuo crecimiento de ventas de cerveza artesanal doméstica e importada podría quitarle *market share* a la compañía y así afectar negativamente sus márgenes operativos.

A su vez, SAM debe estar alerta a la competencia proveniente de otras bebidas alcohólicas distinta a la cerveza. En este sentido, la empresa compite por la aceptación y lealtad del consumidor hacia sus productos, por los espacios en góndolas en el mercado minorista y por la influencia sobre sus distribuidores (para que se enfoquen más en la venta de sus productos). En este sentido, es importante mencionar que el desarrollo de nuevos productos por parte de la compañía podría llevar a reducciones de venta de otros productos elaborados hoy en día por SAM (“canibalismo”).

La venta de barriles de SAM en 2016 y 2017 ha caído en comparación al año anterior en un 5,6% y un 6,2% respectivamente. El siguiente párrafo de su último reporte anual (Form 10-K, 2017) describe, en la sección de resultados operativos, el motivo de la caída: “*Total shipment volume of 3,768,000 barrels for the year ended December 30, 2017 decreased by 6.2% over 2016 levels of 4,019,000 barrels, due primarily to decreases in shipments of Samuel Adams and Angry Orchard brand products that were only partially offset by shipment increases in Twisted Tea and Truly Spiked & Sparkling brand products.*”¹⁶

Otro factor de riesgo del segmento artesanal son sus mayores precios en comparación a los precios de la cerveza “industrial”. Estos mayores precios están asociados no solo a su tamaño y a la limitada oportunidad de beneficiarse de economías de escala, sino también a insumos de mayor calidad, que en general encarecen el producto terminado. El packaging es muchas veces un componente que impacta fuertemente en el precio.

En un contexto de recesión y contracción de la economía, en la que los consumidores cuenten con menor ingreso disponible, la categoría artesanal puede verse afectada por cambios en los hábitos de los consumidores, de cervezas *crafts* a cervezas industriales de menor precio.

¹⁶ El volumen total de ventas de 3.768.000 barriles para el año terminado el 30 de diciembre de 2017 disminuyó 6.2% con respecto a los niveles de 2016 de 4.019.000 barriles, principalmente debido a disminuciones en ventas de productos de Samuel Adams y Angry Orchard que fueron parcialmente compensados por incrementos de envío en Twisted Tea y productos de la marca Truly Spiked & Sparkling

A su vez, la industria cervecera es un mercado fuertemente regulado no solo a través de licencias sino de impuestos tanto federales como en cada uno de los estados. En los últimos años, existió una mayor concientización sobre los problemas sociales vinculados al consumo de alcohol (accidentes automovilísticos provocados por conductores ebrios, consumo de alcohol en menores de edad, problemas de salud, entre otros) que podrían derivar en mayores o nuevos impuestos sobre los productores de alcohol. Estos mayores impuestos podrían afectar el precio de la cerveza.

En lo que respecta particularmente a SAM, el 90% del volumen de cerveza que produjo en el último año fiscal se realizó y empaquetó en fábricas propias. Las fábricas de la compañía están operando cerca o a su capacidad disponible, en particular en los meses de picos de venta (durante las estaciones de verano y primavera.), lo que expone a SAM a restricciones de capacidad. Si la producción fuese interrumpida en alguna de sus fábricas, ya sea por un paro laboral, disputas contractuales, fallas en máquinas o catástrofes naturales, la compañía tiene alternativas para salir adelante a través de sus acuerdos de fabricación con otras empresas no propias (ejemplo, con City Brewing Company LLC). Sin embargo, en caso de que exista una interrupción severa, en particular en su fábrica en de Pennsylvania (que junto con la fábrica ubicada en Cincinnati son las de mayor producción), causaría mayores inconvenientes e impactaría negativamente en los resultados de la compañía. Esta situación se agravaría aún más si la interrupción se diese durante los picos estacionales de ventas. En los últimos balances anuales del 2017, la empresa ha expresado haber tenido dificultades en la cadena de suministro por escasez de productos que han generado impacto negativo en los costos operacionales: *“In recent years, the Company has had product shortages and service issues and the Company’s supply chain struggled under the increased volume and experienced increased operational and freight costs as it reacted. In response to these issues, the Company has significantly increased its packaging capabilities and tank capacity and added personnel to address these challenges”¹⁷.*

Además, en los últimos años, la consolidación de la industria de la cerveza sumado al crecimiento del segmento artesanal ha planteado un panorama aún más complejo para cerrar acuerdos de producción con otras fábricas de cerveza.

Por último, considerando que el crecimiento del segmento artesanal de los últimos años viene asociado a los hábitos de grupos poblaciones que representan el mayor porcentaje de consumidores de cerveza, este segmento podría perder su atractivo si existiese cambios en la demanda de los consumidores.

Esto incluso es mencionado por la compañía en sus últimos balances cerrados en diciembre de 2017, donde en la sección de riesgos asociados, expresa: *“Changes in drinker attitudes or demands, or competitor activity and promotion, could adversely affect the strength of the Company’s brands and the revenue that is generated from that strength”¹⁸*

¹⁷ En los últimos años, la compañía ha tenido escasez de productos y problemas de entrega y, ante el aumento del volumen, la cadena de suministro enfrentó dificultades que se reflejaron en un aumento en los costos operativos y de transporte hasta que logró solucionarlo. En respuesta a estos problemas, la compañía ha aumentado significativamente sus capacidades de embalaje y capacidad de tanques y ha añadido personal para abordar estos desafíos.

¹⁸ Los cambios en las actitudes o demandas de los consumidores o la actividad y promoción de la competencia, podrían afectar negativamente la fortaleza de las marcas de la Compañía y los ingresos que se generan a partir de esa fortaleza

Las bebidas alcohólicas se consideran un producto de primera necesidad (en inglés, *consumer staples*) considerando que son productos que la gente no desearía dejar de destinar parte de su presupuesto para adquirirlos a pesar de su situación financiera. En este sentido se consideran consumos no cíclicos, es decir, su demanda se mantiene relativamente estática a pesar del comportamiento de la economía y del precio de este. El gasto que los consumidores destinan a este tipo de productos es mucho menos cíclico que el gasto en bienes discrecionales que tiende a acompañar los ciclos económicos (de altas y bajas), debido a una menor elasticidad precio de demanda. Aunque es importante considerar que el segmento artesanal comercializa productos *premium* dentro de los productos ofrecidos por la industria cervecera y por consiguiente más caros. Por ende, un menor ingreso disponible que afectaría levemente la demanda de cerveza, podría tener un impacto mayor en el segmento artesanal considerando que los consumidores optarían por marcas de cervezas de menor precio (“industriales”). Por contrario, en épocas de expansión de la economía y con un mayor ingreso disponible para consumo, la demanda de los consumidores se volcaría a productos más “premiums” como las cervezas artesanales.

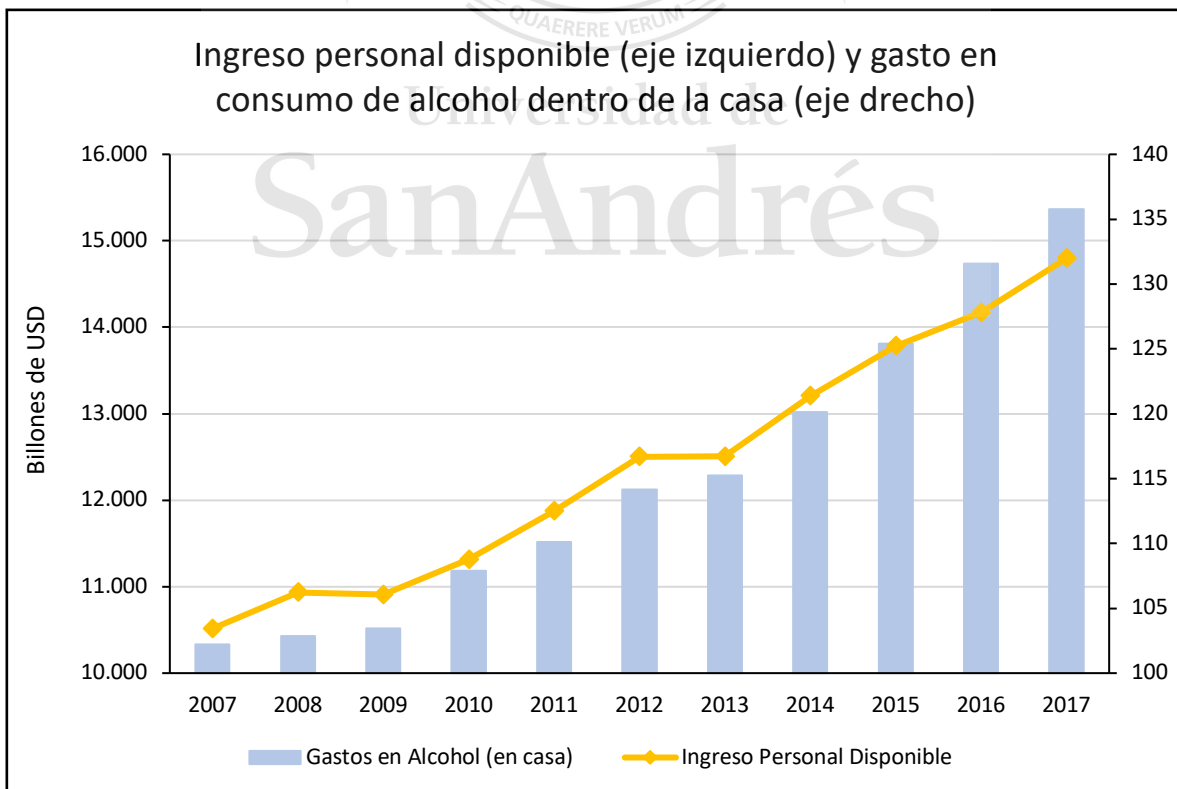
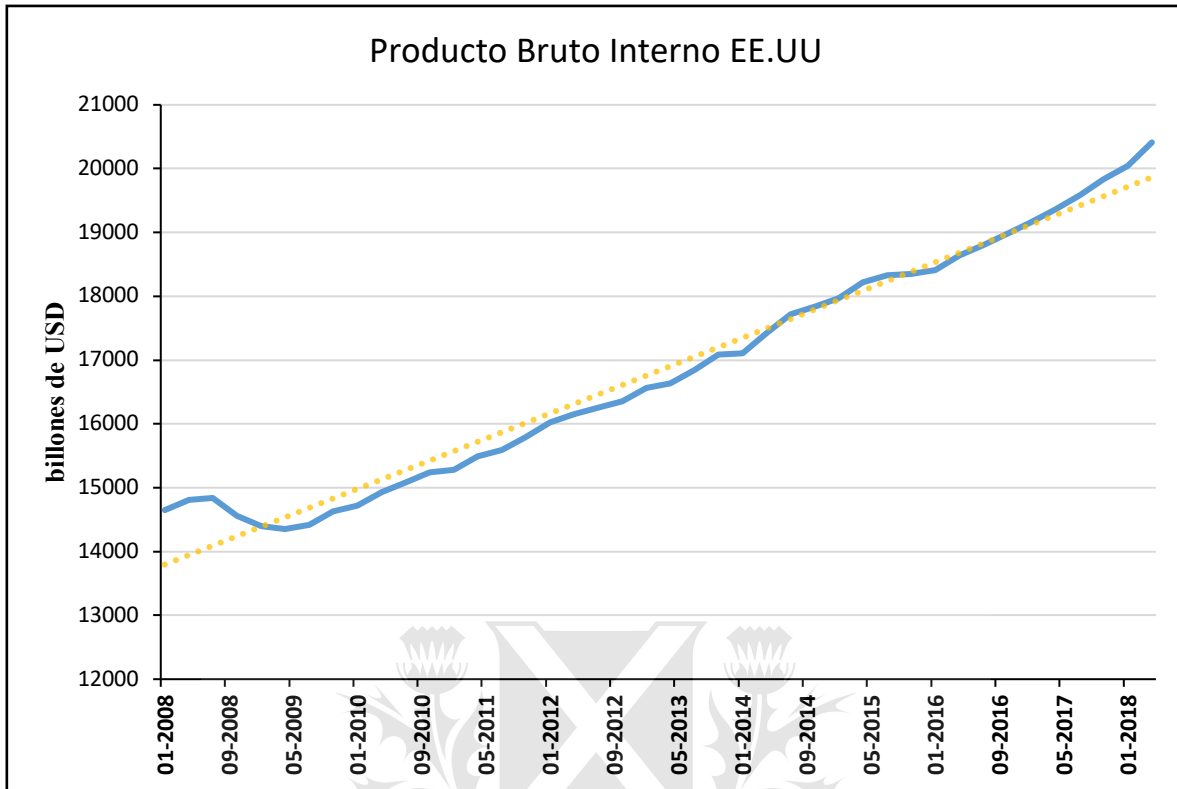
Por último, una mayor oferta de empleo presiona sobre los salarios mínimos que puede afectar el resultado antes de intereses e impuestos de la compañía.

En este sentido, es importante mencionar que la Ley 115-97 dictada en diciembre 2017 (conocida como “the 2017 tax act”) redujo la tasa impositiva aplicada a individuos (hasta el 2025) y a empresas. Estos cambios impositivos, tendrán diversos efectos en la economía estadounidense. En particular sobre las variables antes descritas, una menor tasa impositiva impactará positivamente en el ingreso disponible de los individuos y de las empresas. Este mayor ingreso disponible para gastar por parte de los consumidores generará un aumento de demanda sobre bienes y servicios (más aún aquellos de mayor calidad), que impactará, aunque de manera más gradual, en los precios (aumento de inflación). La mayor demanda empujará a su vez al mercado laboral, comprimiendo la tasa de desempleo y presionando sobre los salarios mínimos. En consecuencia, el producto bruto interno (P.B.I.) también tendrá un efecto alcista ante la nueva Ley.¹⁹

Considerando los factores de crecimiento y riesgo arriba detallados, se tomaron en cuenta en el modelo de proyecciones, las tendencias de los siguientes indicadores macroeconómicos: producto bruto interno de estados unidos (P.B.I.), ingreso mínimo disponible en los hogares, inflación y tasa de desempleo en estados unidos.

A continuación, se incluyen gráficos con la evolución del PBI y de los ingresos disponibles para consumo:

¹⁹Congressional Budget Office (2018): The budget and economic Outlook 2018 to 2028- página 105 a 131 Disponible en <https://www.cbo.gov/system/files?file=115th-congress-2017-2018/reports/53651-outlook.pdf>



Análisis Financiero

The Boston Beer Company es una empresa interesante a la hora de llevar a cabo un ejercicio de valuación. Por un lado, es una empresa que no tiene deuda financiera, a pesar de tener una línea crediticia aprobada de 150 millones de dolares en el *Bank of America*. Es decir, su estrategia de crecimiento está apalancada a través de la reinversión de utilidades y si fuese necesario, en la utilización de la línea de crédito. En su último Balance anual presentado ante la *U.S Security and Exchange Commission (SEC)*²⁰, se expresa:

“The Company expects that its cash balance as of December 30, 2017 of \$65.6 million, along with future operating cash flow and the Company’s unused line of credit of \$150.0 million, will be sufficient to fund future cash requirements.”

Además, la Compañía no ha pagado dividendos desde sus inicios y no planea hacerlo en el corto plazo. En la sección de Acciones del último Balance anual (*Form 10-K*) con fecha de cierre 30 de diciembre de 2017, se detalla:

“Since its inception, the Company has not paid dividends and does not currently anticipate paying dividends on its Class A or Class B Common Stock in the foreseeable future²¹”

Por otro lado, en 1998, 3 años más tarde que su IPO, el Directorio aprobó un plan de recompra de acciones que lleva acumulado al 2017 un total de 13,4 millones de acciones Clase A por un precio de compra agregado de USD 752,4 millones. En Octubre de 2017, el Directorio aumentó el límite de gasto acumulado para el programa de recompra de acciones en USD 150 millones, llevando el monto que aún falta destinar a la compra de acciones, bajo los planes de este programa, a un total de USD 178, 6 millones.

A continuación se exponen los datos básicos contables y financieros de la Compañía:

Universidad de
San Andrés

²⁰ La SEC es la Comisión de Bolsa y Valores de los EE. UU. Es una agencia del Gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular la industria de los valores, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos

²¹ Desde su inicio, la Compañía no ha pagado dividendos y no prevé pagar dividendos sobre sus acciones comunes de Clase A o Clase B en el futuro previsible.

Estado de Resultados resumido (en millones de dolares, salvo EPS²²)

Estado de Resultados resumido (en millones de USD, salvo EPS (1))						
Cierre de Ejercicio	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos Brutos	628,6	793,7	966,5	1.024,0	969,0	921,7
Impuestos a la elaboración de cerveza (2)	-48,4	-54,7	-63,5	-64,1	-62,5	-58,7
Ventas	580,2	739,0	903,0	959,9	906,5	863,0
Costo de Producción	265,0	354,1	438,0	458,3	446,8	413,1
Ganancia Bruta	315,2	384,9	465,0	501,6	459,7	449,9
Gastos Operativos (comerciales y administración)	-219,6	-271,8	-318,4	-345,4	-322,0	-334,2
Resultado ante de Intereses e Impuestos (EBIT)	95,6	113,1	146,6	156,2	137,7	115,7
Intereses	-0,1	-0,6	-1,0	-1,2	-0,5	0,5
Resultado ante de Impuestos (EBT)	95,5	112,5	145,6	155,0	137,2	116,1
Impuestos	-36,1	-42,1	-54,9	-56,6	-49,8	-17,1
Resultado Neto	59,4	70,4	90,7	98,4	87,4	99,0
Depreciaciones & Amortizaciones	20,2	25,9	35,1	42,9	49,6	51,3
EBITDA	115,8	139,0	181,7	199,0	187,2	166,9
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado disponible para el accionista	59,4	69,9	90,2	97,9	87,0	98,5
Ganancia por acción (EPS)	4,7	5,5	7,0	7,5	6,9	8,2

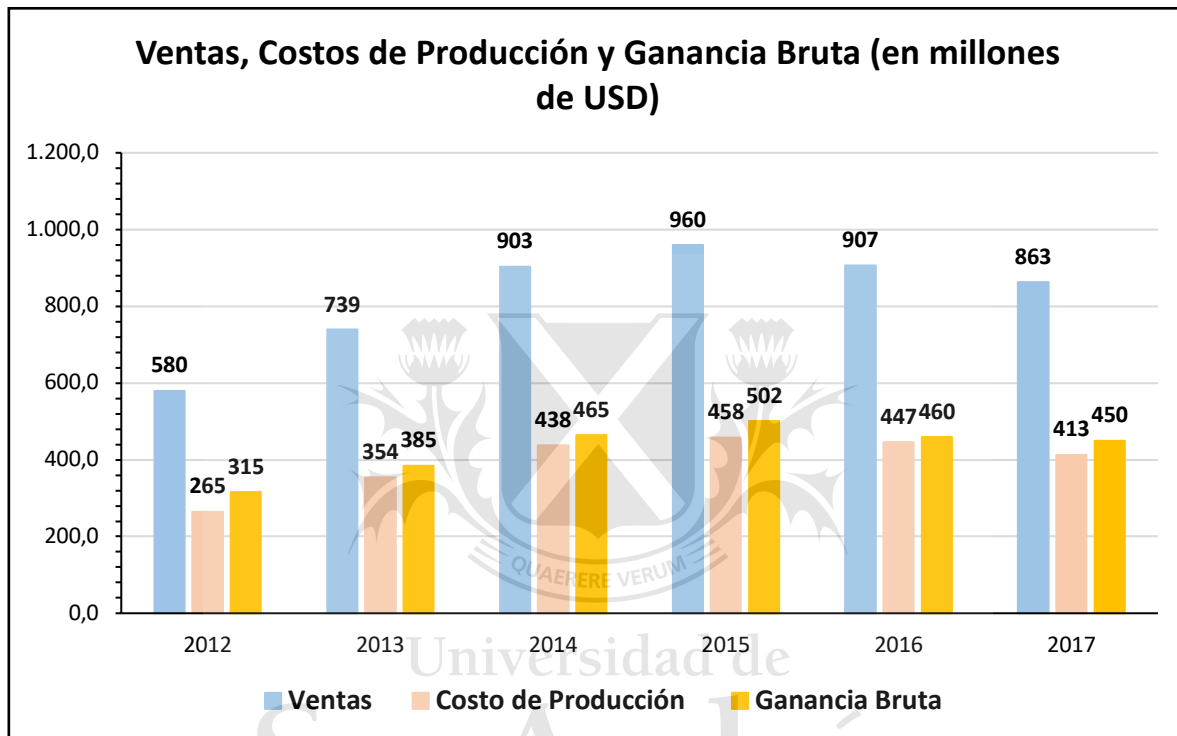
(1) EPS (Earnings per Share)

(2) El gobierno de los Estados Unidos cobra un impuesto adicional a las bebidas alcohólicas que se consumen en Estados Unidos. El impuesto federal sobre la cerveza es de U\$S 18 por barril y sobre la sidra (con volumen de alcohol de 8.5% o menos) es de U\$S 0.226 por galón. Fuente: Alcohol and Tobacco Tax and Trade Bureau- https://www.ttb.gov/tax_audit/taxrates.shtml#Beer

²² EPS (*Earnings per-share*) son las ganancias por acción (porción de las ganancias de una compañía asignada a cada acción en circulación de acciones ordinarias)

El gráfico siguiente muestra las ventas, el costo de producción y la ganancia bruta en los últimos 6 años. En el mismo se puede observar un pico de ventas como de ganancia bruta (en términos nominales) en 2015. El margen bruto promedio de los últimos 6 años fue de 52,2% y en 2017 del 52,1%, superior al de la industria de 50,9%²³

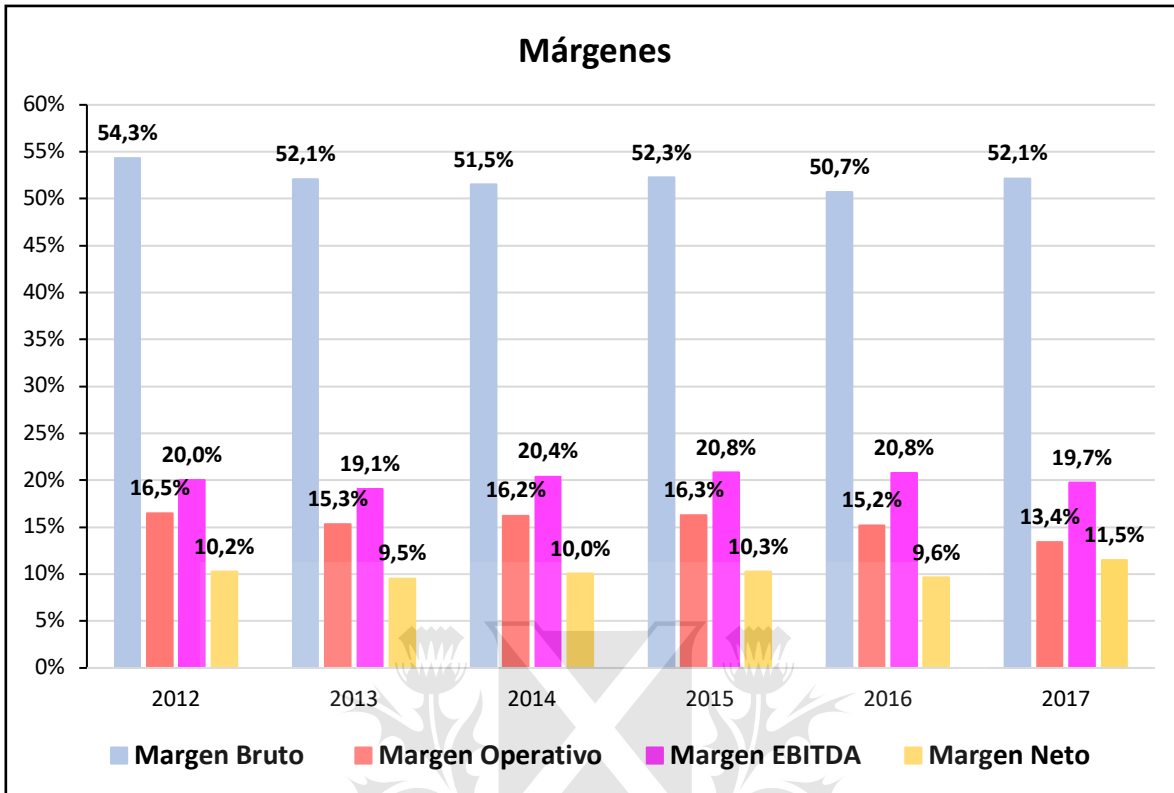
El costo de mercadería vendida promedio, de los últimos 6 años, es del 47,8% sobre las ventas y se mantuvo estable en los último años.



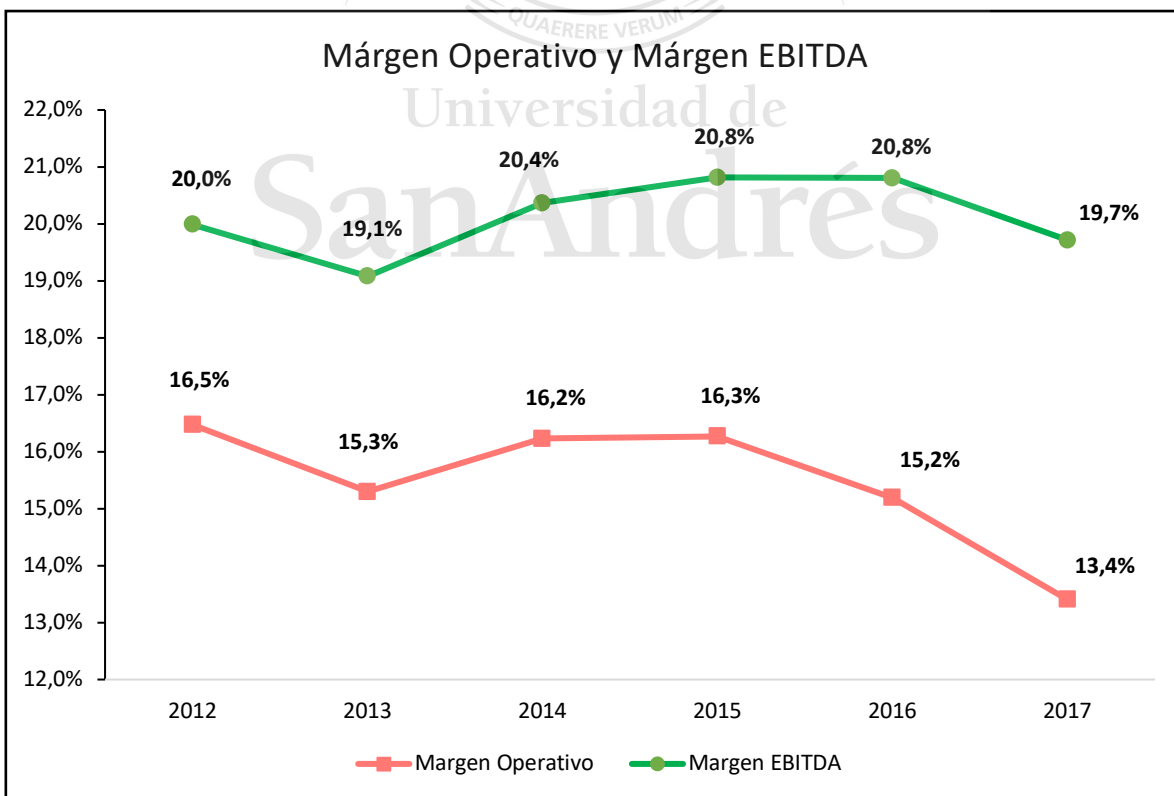
Fuente: Balances anuales de The Boston Beer Company Inc

A continuación se detallan los márgenes principales de los últimos 6 años:

²³ Según información recabada de Reuters



Fuente: Estimaciones a partir de Balances anuales de The Boston Beer Company Inc



Fuente: Estimaciones a partir de Balances anuales de The Boston Beer Company Inc

Hoja de Balance Resumida (en millones de dolares)

Balance Resumido (Datos expresados en millones de USD)						
Fecha de cierre	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17
Activos						
Efectivo y equivalentes (Caja)	74,46	49,52	76,40	94,19	91,04	65,64
Cuentas por cobrar (netas de incobrables)	31,48	42,00	36,86	38,98	36,69	33,75
Inventarios	44,36	56,40	51,31	56,46	52,50	50,65
Gastos pagados por anticipo y otros activos corrientes	4,98	9,61	12,89	12,05	8,73	10,70
Impuesto a Ganancias por cobrar	1,65	1,04	21,32	14,93	4,93	7,62
Impuesto a Ganancias diferido	5,41	5,71	8,69	6,98	0,00	0,00
Total Activos Corrientes	162,34	164,28	207,46	223,60	193,89	168,35
Propiedad, Planta y equipamiento (valor neto)	189,95	266,56	381,57	409,93	408,41	384,28
Otros activos	4,66	9,56	12,45	8,19	9,97	13,31
Intangibles	2,54	3,68	3,68	3,68	3,68	3,68
Total Activos No Corrientes	197,14	279,80	397,70	421,80	422,06	401,28
Total Activos	359,48	444,08	605,16	645,40	615,95	569,62
Pasivos						
Cuentas a pagar	28,30	34,42	35,58	42,72	40,59	38,14
Deuda corriente y obligaciones de arrendamiento	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	0,00
Gastos diferidos y otros pasivos corrientes	60,53	69,90	74,54	68,38	60,87	63,62
Total Pasivos Corrientes	88,89	104,38	110,17	111,16	101,52	101,76
Impuesto a Ganancias diferido	20,46	32,39	50,72	56,00	57,26	34,82
Deuda de largo plazo	0,57	0,58	0,53	0,47	0,41	0,00
Otros pasivos no corrientes	4,47	4,64	7,61	16,55	10,17	9,52
Total Pasivos No Corrientes	25,50	37,61	58,85	73,02	67,85	44,34
Total Pasivos	114,39	141,99	169,02	184,18	169,36	146,10
Patrimonio Neto						
Acciones Comunes Clase A	0,09	0,09	0,10	0,09	0,09	0,09
Acciones Comunes Clase B	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03
Capital adicional pagado (prima)	157,31	173,03	224,91	290,10	349,91	372,59
Otras pérdida acumuladas (netas de impuestos)	-0,88	-0,42	-1,13	-0,95	-1,10	-1,29
Ganancias acumuladas	88,54	129,35	212,23	171,95	97,65	52,11
Total Patrimonio Neto	245,09	302,09	436,14	461,22	446,58	423,52

Estructura de Capital (en millones de dólares)

Activo USD 569,62	Pasivo USD 146,10
	PN USD 423,52

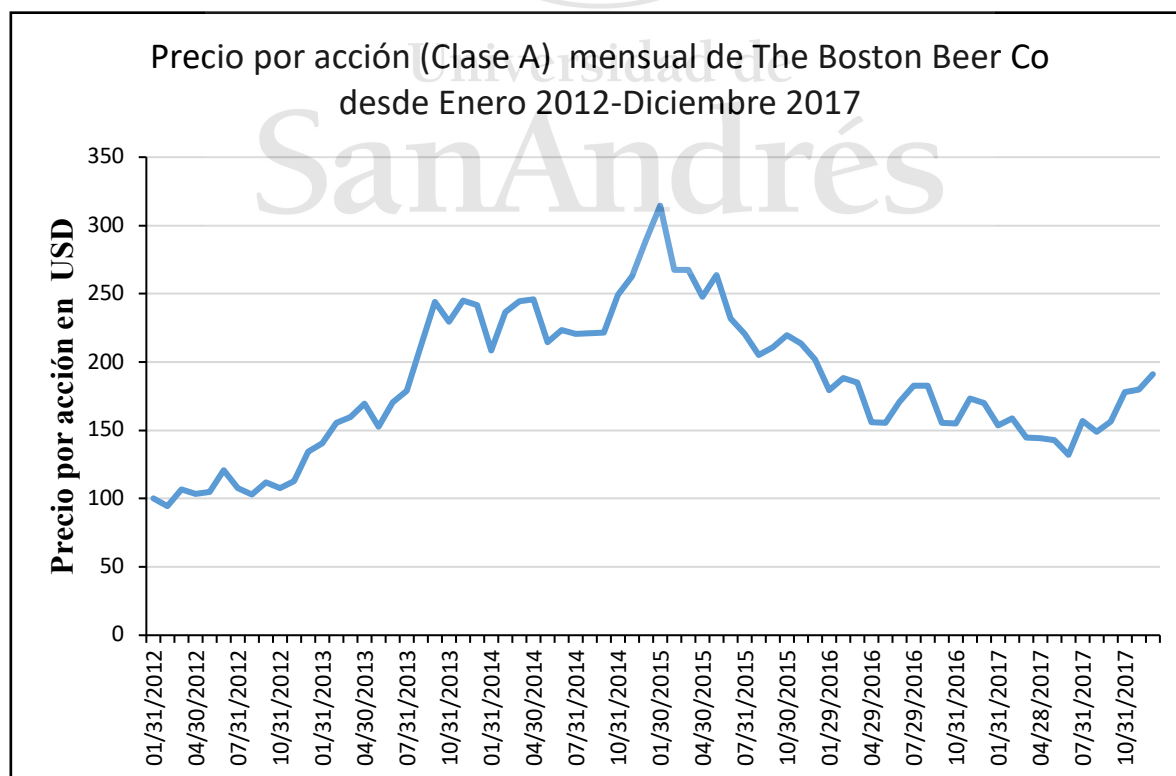
Valor de Mercado del Equity (en millones de dólares)

En el cuadro siguiente se presenta el valor de mercado total del conjunto de las acciones de la compañía en circulación (“market cap”) al 30 de diciembre de 2017

Valor de Mercado (30/12/2017)	
Market Cap (Millones de USD)	2.220,80
Acciones en circulación (Millones)	11,62
Precio por acción (USD)	191,10

Valor de Mercado / Valor Libros = 5,25

En el gráfico siguiente se puede observar la evolución del precio de la acción de Clase A que cotiza en el NYSE desde 2012 al diciembre 2017, notándose un pico en 2015, lo que es coincidente al pico registrado de margen bruto en el mismo año.



Metodología de Valuación

Se optó por valorar la compañía a través de la metodología de flujos de fondos descontados (DCF, por sus siglas en inglés) dado que se trata de una empresa que cotiza en el *New York Stock Exchange* (NYSE) y por lo tanto sus estados contables son públicos y de fácil acceso a través de la *United States Security and Exchange Commission* (SEC). La empresa además cuenta con una sección para inversores en su página web de donde también se pueden obtener datos²⁴. Por este motivo es que se considera que dicho método de valuación es el más apropiado debido a que el fácil acceso a los datos de la compañía para realizar proyecciones, genera resultados más robustos y complejos.

La valuación se realizará sobre 4 escenarios: un escenario base, un escenario positivo, un escenario negativo y un escenario positivo con apalancamiento.

La metodología de valuación utilizada consiste en:

1. Proyectar los flujos de caja libres futuros (FFCF, por sus siglas en inglés), nominales en dólares para los próximos 5 años (2018-2022), según los supuestos de cada escenario. Se estima los FFCF bajo la siguiente fórmula:

$$\text{FFCF} = \text{EBIT}^{25} + \text{Depreciaciones \& Amortizaciones} - \text{Impuestos}^{26} - \text{Gastos de Capital (Capex)} - \text{Cambios de Capital de Trabajo ajustado}$$

2. Descontar los FFCF a una tasa de descuento, que se calculará mediante la metodología del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC²⁷, por sus siglas en inglés) utilizando el modelo CAMP²⁸

$$\text{WACC} = E/V * (K_e) + D/V * (K_d) * (1-T)$$

E/V: Porcentaje de capital propio en estructura de capital

D/V: Porcentaje de deuda en estructura de capital

K_e: Costo de capital propio o costo del *equity*

K_d: Costo de deuda

T: Tasa Impositiva

Dónde K_e, se estima como:

$$K_e = R_f + \beta * ERP$$

²⁴ Página web The Boston Beer Company: <https://www.bostonbeer.com/>

²⁵ EBIT (earnings before interest and taxes): ingreso antes de intereses e impuestos

²⁶ Impuestos = EBIT * (Tasa de Impuesto a las Ganancias)

²⁷ Weighted Average Cost of Capital

²⁸ Modelo de valoración del Precio de los Activos Financieros, conocido por las siglas en inglés de Capital Asset Pricing Model

- **Rf (Tasa Libre de Riesgo):** tasa interna de retorno (TIR) de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años al 30 de Diciembre de 2017 (fecha de corte de valuación). **Rf = 2,40%** ²⁹
- **Beta (β):** dado que SAM cotiza en bolsa y existe información histórica disponible, se ha utilizado los datos pasados para el calculo de la beta en el modelo CAPM. Se llevó a cabo varias estimaciones de betas. Por un lado, se calcularon los betas diarios, semanales y mensuales mediante la regresión de los retornos de The Boston Beer Company contra sus respectivos retornos del S&P 500, desde el 2008 a la fecha. Se utilizó el S&P500 no solo por ser la bolsa donde cotiza la Compañía sino, además, por ser un índice representativo del mercado de SAM. El resultado de las regresiones arrojaron betas de 0,69 (retornos diarios), 0,68 (retorno semanal) y 0,72 (retorno mensual). En el anexo III se encuentran los gráficos relacionados a estas regresiones. También se consideró los betas de otras empresas comparables. Sin embargo, dicho analisis no fue del todo concluyente dada la alta volatilidad de betas encontradas entre sus competidores. Cabe destacar que las cervecerías que cotizan en bolsa en EE.UU. tienen diverso *market cap* lo que dificulta encontrar valores de beta asemejables

Nombre de la Empresa	Market Cap al 30/12/17 (billones USD)	Beta
Boston Beer Company Inc	2,22	0,75
Molson Coors Brewing Co	16,23	0,67
Monster Beverage Corp	35,96	1,35
Constellation Brands Inc	44,71	-0,08
Craft Brew Alliance Inc	0,37	0,47
Anheuser Busch Inbev NV	80,22	1,03
Promedio		0,70
Mediana		0,71

Fuente: Stockrow y Reuters

Por último, se analizó la volatilidad del beta diario. Para ello, se analizó el movimiento del beta estimado sobre los retornos diarios de SAM versus el S&P, usando serie de datos históricos de 1, 2, 3 y 4 años con el fin de estimar el beta y poder observar su volatilidad en el tiempo, considerando los distintos horizontes temporales. En el cuadro siguiente se muestran los resultados de estas estimaciones (en el Anexo IV se encuentran los gráficos donde se pueden observar las curvas de estas estimaciones)

²⁹ Fuente: Departamento del Tesoro de Estados Unidos: Treasury Government: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2017>

Rolling Correlation Betas diarios	Retornos SAM vs S&P 500
Correlation beta 1 año (promedio)	0,81
Correlation beta 2 años (promedio)	0,81
Correlation beta 3 años (promedio)	0,79
Correlation beta 4 años (promedio)	0,79
Periodo de tiempo tomado: 2008-2017	

En base a los anteriores cálculos, se optó por utilizar el beta promedio de las series de betas estimados a partir de los retornos diarios con un horizonte temporal de 3 años; cuya primera estimación inicia en el periodo 1 de Enero 2008-1 de Enero de 2011 y termina luego de 1709 estimaciones con el periodo 30 de diciembre 2014- 30 de diciembre 2017.



- **ERP** (Equity Risk Premium³⁰): existen diversas metodologías de cálculo del ERP. Se optó por utilizar los rendimientos anuales históricos (1928-2017) del índice del S&P 500, tomando sus valores ajustados para eliminar la variable de los dividendos en la estimación, según la base de datos de la Universidad

³⁰ ERP: Prima de riesgo del mercado de acciones

de Nueva York³¹. El retorno de mercado obtenido es 9,65% que descontado por la tasa libre de riesgo (2,4%) da un **ERP: 7,25%**

Es importante mencionar que se optó por el modelo CAMP en lugar del valor presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés) ya que la compañía no cuenta con deuda financiera, por lo que el efecto del escudo fiscal capturado por ésta última metodología es irrelevante. Adicionalmente, la ausencia de deuda de financiera en el modelo de WACC, provocará que la ponderación del equity sea del 100%. Es por ello que en los escenarios proyectados sin deuda, el costo de capital propio (Ke) se iguale al costo promedio ponderado de capital (WACC)

Aplicando la fórmula de Ke arriba detallada, nos da el siguiente valor:

Ke	
Rf	2,40%
Beta (β)	0,79
Equity Risk Premium (ERP)	7,25%
Costo del Equity (ke)	8,13%

Como se mencionó antes, dado que SAM no tiene deuda financiera, el porcentaje de deuda en la estructura de capital (D/V) es cero y por ende el calculo del WACC va a estar determinado por el Ke tal cuál lo demuestra el cuadro siguiente:

WACC	
Ke	8,13%
Kd	0%
E: Valor de Mercado del Equity en millones de USD	2.220,80
D: Deuda de largo plazo en millones de USD	0
V: E + D	2.220,80
Tasa de Impuesto a las Ganancias	28%
Costo de Capital (WACC)	8,13%

3. **Valor Terminal:** el flujo de caja libre terminal se calcula a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCFF} \times \frac{\text{FCFF}_t \times (1 + g)}{(\text{WACC}_t - g)}$$

³¹ Damodaran, A Database: Historical Returns: Stocks, T Bonds & T Bills With Premiums (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>)

Donde “g” es la tasa de crecimiento a perpetuidad de la compañía. Se toma como valor “g”, la tasa de crecimiento de PBI nominal de los Estados Unidos (4%)³²

4. Los FCFF y el valor terminal se descuentan a la tasa de descuento WACC, estimando el valor presente de los flujos de fondos, a los efectos de obtener el valor de la empresa y de su capital accionario

Modelo de Proyecciones

Proyección de Ingresos, Costos y Margen Bruto

Los ingresos (netos de impuestos a la elaboración de cerveza), de 2017 decrecieron en comparación a los ingresos del año anterior por una menor cantidad de barriles vendidos, parcialmente compensados por aumento en los precios. Es por ello que los ingresos por barril aumentaron en un 1,5% impulsados por una favorable mezcla entre producto y envase y precios más altos.

Los costos de producción en 2017 disminuyeron en comparación a 2016, generando un impacto positivo en el margen bruto de la Compañía (crecimiento de 1,4%). Los menores costos fueron impulsados por reducciones de desperdicios y ganancias de eficiencia.

Por último, el incremento de la ganancia bruta por barril en 2017, está dado por las iniciativas de ahorro de costo en las fábricas propias, la mezcla entre producto y envase y aumento de precio; que parcialmente fueron compensados por menores volúmenes y mayores costos de los ingredientes y del envase.

Proyección de Ingresos por ventas

Se asumió que el *Senior Management* de la Compañía, administrará los precios por barril y los volúmenes para alcanzar el mix adecuado que permita alcanzar el ingreso proyectado de las ventas en cada escenario.

Como referencia, se detalla a continuación los precios por barril de SAM, de acuerdo a los informado en sus Estados Contables y las proyecciones de inflación en base al Índice de Precios al Consumidor (CPI por sus siglas en inglés) publicadas por el *Congressional Budget office* (CBO) en Abril 2018, con su respectivo factor de ajuste.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Precio por Barril SAM	211,29	216,33	220,08	225,54	225,55	229,03

³² Congressional Budget Office (CBO). The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028 (<https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/reports/53651-outlook.pdf>)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Inflación-CPI	2,00%	2,30%	2,40%	2,50%	2,50%
Factor de ajuste de Inflación	1,02	1,04	1,07	1,10	1,12

A su vez, de acuerdo a los últimos Balances presentados por SAM, la empresa espera que los precios de la cerveza varíen entre un 0% y 2% para el 2018. Cabe destacar que, de acuerdo a la información brindada en los últimos Estados de Resultados anuales de SAM; la variación del precio por barril de los últimos 2 años alcanzó en promedio un 0,8% .

En cuanto al volumen de ventas, si bien en los últimos 2 años hubo una caída en los mismos, la compañía ha venido trabajando para revertir esta situación a través de eficiencias de costos (mediante gastos e inversión en activos fijos), gastos de publicidad y marketing e innovación con el lanzamiento de nuevos estilos de cerveza. En el último año los costos de promoción y publicidad y venta crecieron un 5,9% dado por un mayor gasto en publicidad para nuevas campañas e incremento en los costos de investigación de mercado, parcialmente compensado por caída en los costos en los puntos de venta y menores gastos de fletes por menores volúmenes.

Asimismo, la Compañía proyecta incrementar los gastos en activos fijos (propiedades, plantas, equipos) que le permitan seguir ganando eficiencias a través de la reducción de costos de producción.

De acuerdo a los últimos Balances Contables (Form 10k) con fecha de cierre 30 de diciembre 2017, SAM estima incrementos en sus ventas de entre 0 % y 6%. Es por ello que dado su estrategia de aumento de ventas ha anunciado incrementos en el gasto de publicidad y marketing y de capital (Capex)

La Compañía ha venido operando cerca de su capacidad total en estaciones pico (primavera y verano) por lo que un aumento sostenido de producción en el corto plazo, llevará a la necesidad de buscar fábricas no propias para producir sus cervezas y así poder suplir la demanda proyectada. Por ende, las mayores ventas vendrán asociadas a mayores costos de producción dados por la terciarización de la fabricación. Sin embargo, se espera que los mayores gastos de capital en activos fijos de los próximos 2 a 3 años vayan mejorando la eficiencia de la producción en fábricas propias y así en el mediano plazo reducir y/o volver a los márgenes de costos promedios de producción

En función a la inflación proyectada para la economía estadounidense y los volúmenes estimados de venta, se consideraron 3 escenarios de ingresos proyectados:

Escenario Base

Escenario Base	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos por ventas (millones USD)	891,68	921,35	951,95	983,55	1.016,21
% crecimiento	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

En el escenario base se estimó un crecimiento de ventas del 3,3% para todo el periodo proyectado, en línea con el promedio estimado de crecimiento por la Compañía (0 % al 6%) y a la estimación de crecimiento anual de la industria³³

Escenario Optimista

Escenario Optimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos por ventas (millones USD)	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
% crecimiento	5,0%	5,0%	3,3%	3,3%	3,3%

De acuerdo a las proyecciones de SAM las ventas se incrementarían entre un 0% y un 6%, es por ello que para este escenario se proyecta un crecimiento cercano al límite estimado por la Compañía para los primeros 2 años, asumiendo un impacto positivo respecto a nuevos productos lanzados al mercado. Es por ello que se proyectó para los primeros 2 años (2018 y 2019) un crecimiento en ingresos por ventas del 5% y luego un incremento en línea con el crecimiento de la industria

Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos por ventas (millones USD)	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
% crecimiento	0,0%	1,0%	2,0%	3,3%	3,3%

Por último, en el escenario pesimista se estima un primer año de no crecimiento pero con ingresos por ventas que mantienen los mismos números que para el 2017, tomando en cuenta que la Compañía ha decrecido en ventas los dos últimos años (2016 y 2017). Sin embargo, se estima una recuperación de la empresa, en principio leve en 2019 (incremento del 1%) y

³³ Fuente: Statista

luego más pronunciado para el 2020 (aumento del 2%) que para el 2021 y 2022 se asimila al de la industria.

Cabe mencionar que los el escenario optimista considera una desaceleración del ritmo de crecimiento en ventas hacia el 2022, considerando los datos del producto bruto interno e ingreso mínimo disponible para consumo publicados por CBO³⁴

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingreso Mínimo Disponible	1,70%	2,60%	2,70%	1,40%	1,70%	1,20%	1,40%
PBI Real	1,60%	1,70%	3,00%	2,90%	2,00%	1,50%	1,50%
PBI Nominal	3,4%	4,5%	5,00%	4,90%	4,10%	3,70%	3,70%

Proyección de Costos

En el 2017, SAM logra disminuir sus costos de producción gracias a menores costos de procesamiento de cervecería impulsados por reducciones de desperdicios y ganancias de eficiencia, que parcialmente fueron compensados por una absorción de costos fijos desfavorable debido a menores volúmenes. A su vez estos menores costos van de la mano de un acuerdo preferencias de envasado realizado con uno de sus proveedores.

Sin embargo, un aumento considerable de producción pondría al tope la capacidad de las fábricas de la Compañía llevando a la necesidad de buscar otras fábricas de cervecería no propias para realizar su producción. Sin duda, esta necesidad generará un impacto negativo en los costos de producción

Para todos los escenarios, se proyecta un costo de producción en relación a los ingresos más elevado para los primeros 2 años (2018 y 2019) que el alcanzado en 2017, considerando que el aumento en el volumen de ventas traerá aparejado mayores costos vinculados a la terciarización de la producción. Este porcentaje está asociado a la intensidad promedio de los costos de producción sobre ingresos de los 2 últimos años (2016 y 2017)

Para las proyecciones de 2020-2022, el porcentaje de costo sobre ingresos disminuye a la intensidad promedio de los últimos 6 años, gracias a la inversión en activos fijos que logra generar eficiencias.

A continuación se detalla los ingresos, costos y porcentaje de estos últimos sobre los primeros, de SAM de los últimos 6 años

³⁴ Congressional Budget Office (CBO). The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028 (<https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/reports/53651-outlook.pdf>)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	580,2	739	903	959,9	906,5	863
Costos de Producción (millonesUSD)	-265	-354,1	-438	-458,3	-446,8	-413,1
Costos/Ingresos (%)	-45,67%	-47,92%	-48,50%	-47,74%	-49,29%	-47,87%

Promedio Costos sobre Ingresos de 2 últimos años = 48,57%

Promedio Costos sobre Ingresos de 6 últimos años = 47,83%

Tomando como punto de partida el costo promedio sobre los ingresos de los últimos 2 años (48,58%) , se proyectan los siguientes 3 escenarios, en línea con la proyección de ingresos por ventas

Escenario Base

Escenario Base	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	891,68	921,35	951,95	983,55	1.016,21
Costo de Producción (millones USD)	433,16	447,57	455,34	470,46	486,08
Costos/Ingresos (%)	48,58%	48,58%	47,83%	47,83%	47,83%

Escenario Optimista

Escenario Optimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
Costo de Producción (millones USD)	440,02	461,84	469,86	485,46	501,57
Costos/Ingresos (%)	48,58%	48,58%	47,83%	47,83%	47,83%

Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
Costo de Producción (millones USD)	419,19	423,34	425,14	439,25	453,84
Costos/Ingresos (%)	48,58%	48,58%	47,83%	47,83%	47,83%

Por último, en el escenario pesimista, también se proyecta un aumento de los costos de producción sobre ingresos, aunque en 2018 no hubo un incremento en las ventas. Sin embargo, en este escenario se asume que el Capex no logra reducir el porcentaje de costos sobre ingresos en los primeros años.

Proyección de Margenes

Considerando los ingresos por ventas y el porcentaje de los costos respecto a los primeros, se detalla a continuación la ganancia bruta proyectada por escenario. Es importante destacar que dada la diferencia en costos de los primeros 2 años de proyección respecto a los subsiguientes, explicado en la sección anterior, el margen bruto también se ve impactado. En este caso, la ganancia en relación a los ingresos es menor en 2018 y 2019 y luego aumenta hacia el 2020, impulsado por la eficiencia de costos.

Escenario Base

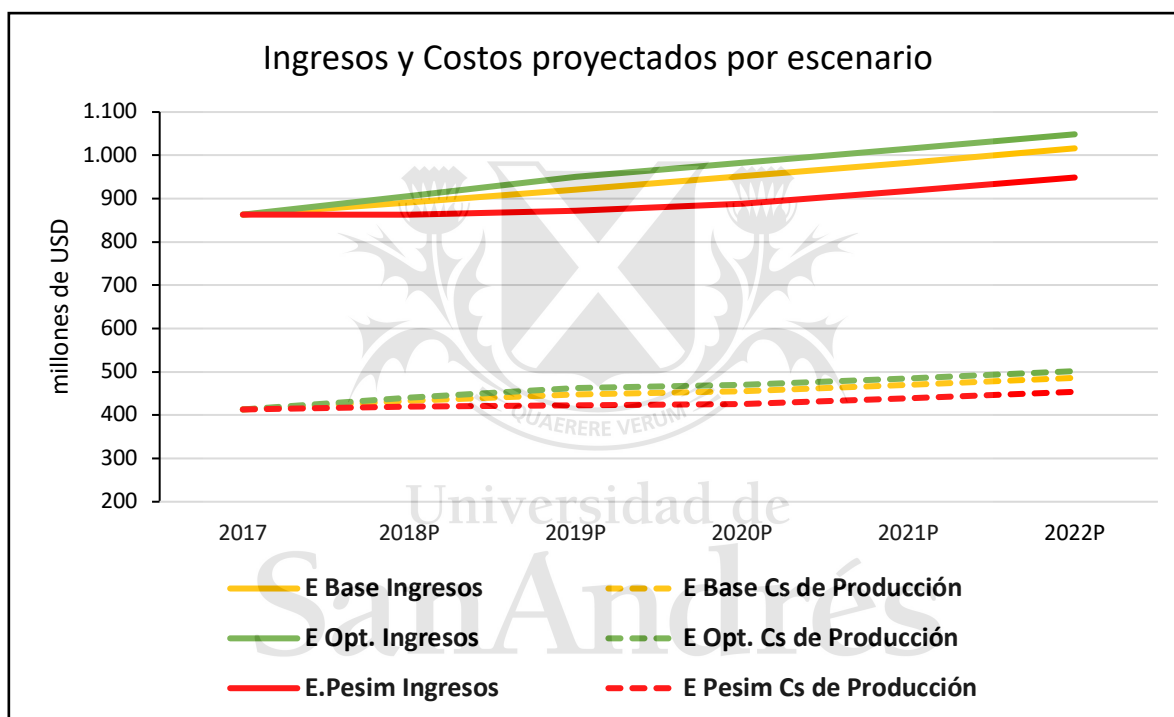
Escenario Base	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos por ventas (millones USD)	891,68	921,35	951,95	983,55	1.016,21
Costo de Producción (millones USD)	433,16	447,57	455,34	470,46	486,08
Ganancia Bruta	458,52	473,77	496,61	513,09	530,13
Margen Bruto	51,42%	51,42%	52,17%	52,17%	52,17%

Escenario Optimista

Escenario Optimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos por ventas (millones USD)	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
Costo de Producción (millones USD)	440,02	461,84	469,86	485,46	501,57
Ganancia Bruta	465,77	488,87	512,44	529,45	547,03
Margen Bruto	51,42%	51,42%	52,17%	52,17%	52,17%

Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos por ventas (millones USD)	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
Costo de Producción (millones USD)	419,19	423,34	425,14	439,25	453,84
Ganancia Bruta	443,73	448,12	463,67	479,06	494,96
Margen Bruto	51,42%	51,42%	52,17%	52,17%	52,17%



Proyección de Costos de Administración, Marketing y ventas

Según los últimos Balances Contables anuales (Form 10K), con fecha 30 de diciembre 2017, presentados por SAM, la empresa estima realizar gastos en marketing y publicidad de entre 15 y 25 millones de dolares. Es importante mencionar que el gasto en publicidad y marketing promedio de los últimos 6 años es de 28,4% respecto al promedio de los ingresos. Este mismo porcentaje se mantiene durante 2016 y 2017.

En base a las proyecciones de la compañía se adoptó para todos los escenarios un gasto de publicidad y venta por USD 20 millones para el año 2018 y para los años siguientes, un gasto del 28,4% sobre los ingresos, siguiendo el promedio histórico de la empresa.

Tal cuál se ha mencionado con anterioridad, la Compañía destina grandes cantidades de dinero en televisión, medios digitales, festivales, competencias deportivas, entre otros, con

el fin de seguir posicionando la marca como una de las líderes en el segmento de la cerveza artesanal.

Respecto a los gastos generales y de administración, SAM estimo en su Balance 2017, un incremento entre USD 10 millones y USD 20 millones, en base a mayores gastos en compensación a empleados, que van de la mano con un contexto macroeconómico de menor tasa de desempleo que impacta positivamente sobre los salarios mínimos. Es por ello que se estimó para el primer año de proyección (2018) un incremento de USD 15 millones.

Para los años dos subsiguientes (2019-2020), se utiliza para todos los escenarios la intensidad de gastos generales en función de los ingresos de 2016 y 2017 (8,5%) que es levemente mayor al promedio de los últimos años (8,1%). Para el final de la proyección (2021-2022) se tomó el promedio de gastos en función de los ingresos de los últimos 6 años (8,1%) considerando que existe una baja en los salarios impulsada por una mayor tasa de desempleo, de acuerdo a las proyecciones macroeconómicas del CBO

La tabla siguiente muestra la evolución de la tasa de desempleo según proyecciones de CBO:

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Tasa de Desempleo	3,8%	3,3%	3,6%	4,4%	4,8%

Finalmente, se utilizó la intensidad promedio de deterioro de activos de los últimos 6 años (0,1%) en todos los escenarios y para todo el período proyectado

En el anexo V se detallan los promedios de los últimos 6 años y de los últimos 2 años de cada uno de los conceptos que conforman los gastos operativos.

Escenario Base

Escenario Base	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Gastos en Promoción, publicidad y en venta (en millones USD)	258,65	278,65	261,32	270,00	278,97	288,23
Gastos Generales y Administrativos (en millones USD)	73,13	88,13	78,71	81,32	79,69	82,34
Deterioro de Activos (en millones USD)	2,45	1,07	1,11	1,15	1,19	1,22
Total (millones USD)	334,23	367,85	341,14	352,47	359,84	371,79

Gasto en Promoción

- 2018: USD 20 millones más que en 2017 (representa un 31,2% de ingresos proyectados para 2018 bajo este escenario)
- 2019-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (28,4%)

Gastos Generales

- 2018: USD 15 millones más que en 2017 (promedio de proyecciones de acuerdo a Form 10K 2017 de SAM)
- 2019-2020: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 2 años (8,5%)
- 2021-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (8,1%)

Deterioro de Activos

- 2018-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (0,1%)

Escenario Optimista

Escenario Optimista	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Gastos en Promoción, publicidad y en venta (en millones USD)	258,65	278,65	269,65	278,61	287,86	297,41
Gastos Generales y Administrativos (en millones USD)	73,13	88,13	81,21	83,91	82,23	84,96
Deterioro de Activos (en millones USD)	2,45	1,09	1,15	1,18	1,22	1,26
Total (millones USD)	334,23	367,87	352,01	363,70	371,31	383,64

Gasto en Promoción

- 2018: USD 20 millones más que en 2017 (representa un 30,8% de ingresos proyectados para 2018 bajo este escenario)
- 2019-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (28,4%)

Gastos Generales

- 2018: USD 15 millones más que en 2017 (promedio de proyecciones de acuerdo a Form 10K 2017 de SAM)
- 2019-2020: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 2 años (8,5%)
- 2021-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (8,1%)

Deterioro de Activos

- 2018-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (0,1%)

Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Gastos en Promoción, publicidad y en venta (en millones USD)	258,65	278,65	247,17	252,09	260,46	269,11
Gastos Generales y Administrativos (en millones USD)	73,13	88,13	74,44	75,93	74,40	76,87
Deterioro de Activos (en millones USD)	2,45	1,04	1,05	1,11	1,15	1,19
Total (millones USD)	334,23	367,81	322,67	329,13	336,02	347,17

Gasto en Promoción

- 2018: USD 20 millones más que en 2017 (representa un 32,3% de ingresos proyectados para 2018 bajo este escenario)
- 2019-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (28,4%)

Gastos Generales

- 2018: USD 15 millones más que en 2017 (promedio de proyecciones de acuerdo a Form 10K 2017 de SAM)
- 2019-2020: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 2 años (8,5%)
- 2021-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (8,1%)

Deterioro de Activos

- 2018-2022: se utiliza la intensidad de gastos en publicidad en relación a los ingresos de los últimos 6 años (0,1%).

Proyección de gastos de Capital (Capex)

Durante 2017, SAM realizó gastos de capital por \$33 millones, lo que representó un 3,8% de los ingresos de dicho año. Sin embargo, en promedio en los últimos 6 años, la Compañía ha invertido 9,6% en relación a sus ingresos. Este promedio está mayormente representado por los años 2013 y 2014 donde la inversión en activos fijos en relación a los ingresos fue mayor dada la inversión en nuevas fábricas y terrenos que permitió incrementar la capacidad de las fabricas de la Compañía y compra de más barriles para afrontar la mayor demandada de estos años (en 2013 y 2014 el incremento en ingresos comparado año a año, fue del 27% y 22% respectivamente)

En 2016 y 2017 los gastos de capital sobre los ingresos se reducen ya que, por un lado, las ventas no crecen a la misma velocidad que en los años anteriores y los costos en capital están destinados a eficientizar, reducir costos, apoyar la innovación de productos y el crecimiento futuro. En los Form 10 k del 2017, se detalla:

“The Company used \$32.9 million in investing activities during 2017, as compared to \$46.0 million during 2016. 2017 investing activities primarily consisted of capital investments made mostly in the Company’s breweries to drive efficiencies and cost reductions, support product innovation and future growth”³⁵.

En el anexo VI se detallan la inversión de capital de SAM desde 2012 a 2017 y su intensidad en relación a los ingresos respectivos de cada año

De acuerdo a las proyecciones de SAM, según Form 10K de 2017, se estima un gasto de capital entre USD 55 millones y USD 65 millones con el fin de lograr eficiencias y reducir costos. Es por ello que se adoptó para los escenarios base, optimista y pesimista, un gasto de USD 60 millones para el 2018. Para las proyecciones de los años siguientes se optó por una intensidad de Capex sobre ventas del 6%, porcentaje levemente mayor a la intensidad promedio de los últimos 2 años.

A continuación se muestran el gasto de capital en base a los distintos escenarios.

Escenario Base

Escenario Base	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Capex	60,00	55,28	57,12	59,01	60,97
Ingresos	891,68	921,35	951,95	983,55	1.016,21
Capex/Ingresos	6,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

³⁵ La Compañía utilizó \$ 32.9 millones en actividades de inversión durante 2017, en comparación con \$ 46.0 millones durante 2016. Las actividades de inversión de 2017 consistieron principalmente en inversiones de capital realizadas principalmente en las cervecerías de la Compañía para impulsar la eficiencia y la reducción de costos, apoyar la innovación de productos y el crecimiento futuro.

- Para el 2018, se estima un gasto de USD 60 millones en capital (6,7%) de los ingresos proyectados
- Para 2019- 2022 se estima que se mantiene la intensidad de gasto de capital sobre ingreso estimada por SAM para el 2018 (6%)

Escenario Optimista

Escenario Optimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Capex	60,00	57,04	58,94	60,89	62,92
Ingresos	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
Capex/Ingresos	6,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

- Para el 2018, se estima un gasto de USD 60 millones en capital (6,6%) de los ingresos proyectados
- Para 2019- 2022 se estima que se mantiene la intensidad de gasto de capital sobre ingreso estimada por SAM para el 2018 (6 %)

Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Capex	60,00	52,29	53,33	55,10	56,93
Ingresos	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
Capex/Ingresos	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

- Para el 2018, se estima un gasto de USD 60 millones en capital (7 %) de los ingresos proyectados
- Para 2019- 2022 se estima que se mantiene la intensidad de gasto de capital sobre ingreso estimada por SAM para el 2018 (6 %)

Proyección de Depreciaciones & Amortizaciones

Se proyectan las amortizaciones siguiendo la intensidad promedio de las mismas respecto a la suma del gasto de capital y el valor plantas, propiedades y equipos neto (de depreciaciones) de los 2 últimos años (2016 y 2017).

La tabla siguiente muestra el porcentaje de depreciaciones y amortizaciones respecto a los montos de gasto de Capex y de PPE (propiedad, planta y equipos) cada año.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Propiedad planta y equipos netos (en millones de USD)	189,95	266,56	381,57	409,93	408,41	384,28
Capex (en millones de USD)	66,01	100,66	151,78	74,19	49,91	32,99
Capex y PPE netos	255,96	367,21	533,35	484,11	458,32	417,27
Depreciación	20,41	27,93	37,35	43,66	50,89	54,47
% D&A/ Capex y PPE	7,97%	7,61%	7,00%	9,02%	11,10%	13,05%

Intensidad Promedio de las amortizaciones en relación a la suma de Capex y PPE de los últimos 2 años = **12,08%**

En el anexo VII se muestra un cuadro de análisis de las Amortizaciones y Capex en función de los ingresos y los PPE, según cada escenario.

Proyecciones de Capital de Trabajo

La Compañía, de acuerdo a su Form 10K, incluye como variación de su capital de trabajo, la variación de cuentas a cobrar, inventarios, cuentas a pagar y otros conceptos como variaciones en otros activos y pasivos corrientes como gastos pagados, impuestos recibidos/acumulados y otros activos no especificados. Sin embargo, a fin de realizar las proyecciones del flujo de efectivo, se consideró únicamente las variaciones de ciclo de caja. Es por ello que, a los fines de este trabajo, se considera como variaciones de capital de trabajo ajustado.

Se estimó los días de cobro, pago e inventarios (días) de la Compañía en los últimos 6 años y se tomó el promedio de estos para proyectar el ciclo de caja. Luego, para estimar la variación del capital de trabajo se consideró la variación año a año de la cuentas a cobrar, inventarios y cuentas a pagar.

A continuación se muestra el ciclo de caja de SAM de los últimos 6 años, detallado por días de cobro, de inventario y de pago

Días de Cobro

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cuentas a cobrar (en millones de USD)	31,60	42,16	37,00	39,23	36,69	33,75
Días por año	365,00	365,00	365,00	365,00	365,00	365,00
Ventas (en millones de USD)	580,20	739,00	903,00	959,90	906,50	863,00
Días de cobro	19,88	20,82	14,96	14,92	14,77	14,27

Promedio de los últimos 6 años de Días de cobro = 16,60 días

Días de Inventario

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inventarios (en millones de USD)	44,36	56,40	51,31	56,46	52,50	50,65
Días por año	365	365	365	365	365	365
Costo de producción (en millones de USD)	265,00	354,10	438,00	458,30	446,80	413,10
Días de inventario	61,10	58,13	42,76	44,97	42,89	44,75

Promedio de los últimos 6 años de días de inventario = 49,10 días

Días de Pago

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cuentas a pagar (en millones de USD)	28,30	34,42	35,58	42,72	40,59	38,14
Días por año	365	365	365	365	365	365
Total de gastos operativos (en millones de USD)	265,00	354,10	438,00	458,30	446,80	413,10
Días de pago	38,98	35,48	29,65	34,02	33,15	33,70

Promedio de los últimos 6 años de días de pago = 34,16

En el anexo VII se muestra los detalles de las proyecciones realizadas, por escenario, para estimar la variación de capital de trabajo ajustado

A continuación, se muestra las proyecciones de variación de capital de trabajo ajustado según cada escenario:

Escenario Base

	ESCENARIO BASE				
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Variaciones en Cuentas por cobrar	-6,69	-1,35	-1,39	-1,43	-1,48
Variaciones en Inventarios	-7,62	-1,94	-1,05	-2,03	-2,10
Variaciones en Cuentas por Pagar	36,84	-1,15	1,79	2,11	2,58
Cambios en Capital de Trabajo Ajustado	22,53	-4,44	-0,65	-1,36	-1,00

Escenario Optimista

	ESCENARIO OPTIMISTA				
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Variaciones en Cuentas por cobrar	-7,33	-2,04	-1,43	-1,48	-1,53
Variaciones en Inventarios	-8,54	-2,94	-1,08	-2,10	-2,17
Variaciones en Cuentas por Pagar	37,48	0,56	1,84	2,17	2,66
Cambios en Capital de Trabajo Ajustado	21,61	-4,41	-0,67	-1,41	-1,03

Escenario Pesimista

	ESCENARIO PESIMISTA				
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Variaciones en Cuentas por cobrar	-5,39	-0,39	-0,79	-1,34	-1,38
Variaciones en Inventarios	-5,74	-0,56	-0,24	-1,90	-1,96
Variaciones en Cuentas por Pagar	35,52	-3,84	0,77	1,97	2,41
Cambios en Capital de Trabajo Ajustado	24,40	-4,78	-0,26	-1,27	-0,94

Valuación de DCF y Análisis de sensibilidad

La siguiente tabla tiene como fin resumir las variables que se consideraron para cada uno de los 3 escenarios

	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Ventas	2018P: 0% 2019P: 1% 2020P: 2% 2021P- 2022P: 3,3%	2018P-2022P: 3,3%	2018P-2019P: 5% 2020P - 2022P: 3,3%
Costos/Ingresos por barril	2018P-2019P: 48,58% 2020P-2022P: 47,83%	2018P-2019P: 48,58% 2020P-2022P: 47,83%	2018P-2019P: 48,58% 2020P-2022P: 47,83%
Margen Bruto	2018P-2019P: 51,42% 2020P-2022P: 52,17%	2018P-2019P: 51,42% 2020P-2022P: 52,17%	2018P-2019P: 51,42% 2020P-2022P: 52,17%
Gastos Publicidad	USD 20 millones el primer año y luego siguen intensidad promedio	USD 20 millones el primer año y luego siguen intensidad promedio	USD 20 millones el primer año y luego siguen intensidad promedio
Gstos Generales	USD 15 millones el primer año y luego siguen intensidad promedio de 8,5% (2019-2020) y 8,1% (2021-2022)	USD 15 millones el primer año y luego siguen intensidad promedio de 8,5% (2019-2020) y 8,1% (2021-2022)	USD 15 millones el primer año y luego siguen intensidad promedio de 8,5% (2019-2020) y 8,1% (2021-2022)
Capex	USD 60 millones en 2019 y luego 6% sobre ingresos	USD 60 millones en 2019 y luego 6% sobre ingresos	USD 60 millones en 2019 y luego 6% sobre ingresos
Amortización	12,5% en reacción a Capex y PPE	12,5% en reacción a Capex y PPE	12,5% en reacción a Capex y PPE
Capital de Trabajo Ajustado	Días de Cobro: 16,55 Días de Inventario: 49,10 Días de Pago: 34,16	Días de Cobro: 16,55 Días de Inventario: 49,10 Días de Pago: 34,16	Días de Cobro: 16,55 Días de Inventario: 49,10 Días de Pago: 34,16

En el cuadro debajo se observan los resultados de las valuaciones por los 3 escenarios planteados.

	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Precio por acción	177,5	186,6	191,1

En las siguientes hojas, se presentan las valuaciones por DCF para los 3 escenarios: optimistas, base y pesimista

Escenario Base (valores expresados en millones de USD)

	ESCENARIO BASE						
	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	906,50	863,00	891,68	921,35	951,95	983,55	1.016,21
Costo Mercadería	446,80	413,10	433,16	447,57	455,34	470,46	486,08
Gastos generales, adm, mktg y vtas	322,01	334,23	367,85	341,14	352,47	359,84	371,79
EBIT	137,7	115,7	90,7	132,6	144,1	153,3	158,3
<i>EBIT/INGRESOS</i>	<i>15,19%</i>	<i>13,40%</i>	<i>10,17%</i>	<i>14,40%</i>	<i>15,14%</i>	<i>15,58%</i>	<i>15,58%</i>
D&A	50,9	54,5	55,54	55,50	55,70	56,12	56,73
<i>D&A/INGRESOS</i>	<i>5,61%</i>	<i>6,31%</i>	<i>6,23%</i>	<i>6,02%</i>	<i>5,85%</i>	<i>5,71%</i>	<i>5,58%</i>
EBITDA	188,6	170,1	146,2	188,1	199,8	209,4	215,1
<i>EBITDA/INGRESOS</i>	<i>20,80%</i>	<i>19,72%</i>	<i>16,40%</i>	<i>20,42%</i>	<i>20,99%</i>	<i>21,29%</i>	<i>21,16%</i>
Impuestos	-49,8	-17,10	-25,39	-37,14	-40,36	-42,91	-44,34
Capex	-49,9	-33,0	-60,00	-55,28	-57,12	-59,01	-60,97
Variación WC ajustado	15,3	-1,4	22,53	-4,44	-0,65	-1,36	-1,00
Otros	0,67	-16,13	3,67	5,37	5,83	6,20	6,41
Cash Interest	-0,54	0,47	-0,51	-0,54	-0,54	-0,54	-0,54
FCFF	104,3	103,0	86,5	96,1	107,0	111,7	114,6

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Costo de Capital	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%
Factor de Descuento	1,08	1,17	1,26	1,37	1,48
Flujos Descontados	80,00	82,21	84,65	81,75	77,55

Valor Terminal	
Valor Terminal en millones de USD	2.817,15
Factor de Descuento	1,60
Flujos Descontados en millones de USD	1.762,76

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCFF} \times \frac{\text{FCFF}_t \times (1 + g)}{(\text{WACC}_t - g)}$$

Valuación	
Suma de FCFF Descontados (millones USD)	2168,92
Deuda Financiera	0
Valor del Equity (millones de USD)	2.168,92
Acciones (millones)	11,62
Precio por acción (USD)	186,64

Escenario Optimista (valores expresados en millones de USD)

	ESCENARIO OPTIMISTA						
	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	906,50	863,00	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
Costo Mercadería	446,80	413,10	440,02	461,84	469,86	485,46	501,57
Gastos generales, adm, mktg y vtas	322,01	334,23	367,87	352,01	363,70	371,31	383,64
EBIT	137,7	115,7	97,9	136,9	148,7	158,1	163,4
<i>EBIT/INGRESOS</i>	<i>15,19%</i>	<i>13,40%</i>	<i>10,81%</i>	<i>14,40%</i>	<i>15,14%</i>	<i>15,58%</i>	<i>15,58%</i>
D&A	50,89	54,47	55,54	55,72	56,13	56,72	57,50
<i>D&A/INGRESOS</i>	<i>5,61%</i>	<i>6,31%</i>	<i>6,13%</i>	<i>5,86%</i>	<i>5,71%</i>	<i>5,59%</i>	<i>5,48%</i>
EBITDA	188,58	170,15	153,44	192,59	204,86	214,86	220,88
<i>EBITDA/INGRESOS</i>	<i>20,80%</i>	<i>19,72%</i>	<i>16,94%</i>	<i>20,26%</i>	<i>20,86%</i>	<i>21,17%</i>	<i>21,06%</i>
Impuestos	-49,80	-17,10	-27,41	-38,32	-41,65	-44,28	-45,75
Capex	-49,91	-32,99	-60,00	-57,04	-58,94	-60,89	-62,92
Variación WC ajustado	15,28	-1,41	21,61	-4,41	-0,67	-1,41	-1,03
Otros	0,67	-16,13	3,96	5,54	6,02	6,40	6,61
Cash Interest	-0,54	0,47	-0,52	-0,54	-0,54	-0,54	-0,54
FCFF	104,3	103,0	91,1	97,8	109,1	114,1	117,3

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Costo de Capital	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%
Factor de Descuento	1,08	1,17	1,26	1,37	1,48
Flujos Descontados	84,23	83,66	86,29	83,50	79,33

Valor Terminal	
Valor Terminal en millones de USD	2.881,86
Factor de Descuento	1,60
Flujos Descontados en millones de USD	1.803,25

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCFF} \times \frac{\text{FCFF}_t \times (1+g)}{(\text{WACC}_t - g)}$$

Valuación	
Suma de FCFF Descontados (millones USD)	2.220,27
Deuda Financiera	0
Valor del Equity (millones de USD)	2.220,27
Acciones (millones)	11,62
Precio por acción (USD)	191,05

Escenario Pesimista (valores expresados en millones de USD)

	ESCENARIO PESIMISTA						
	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	906,50	863,00	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
Costo Mercadería	446,80	413,10	419,19	423,34	425,14	439,25	453,84
Gastos generales, adm, mktg y vtas	322,01	334,23	367,81	322,67	329,13	336,02	347,17
EBIT	137,7	115,7	75,9	125,5	134,5	143,0	147,8
<i>EBIT/INGRESOS</i>	<i>15,19%</i>	<i>13,40%</i>	<i>8,80%</i>	<i>14,40%</i>	<i>15,14%</i>	<i>15,58%</i>	<i>15,58%</i>
D&A	50,89	54,47	55,54	55,13	54,90	54,93	55,18
<i>D&A/INGRESOS</i>	<i>5,61%</i>	<i>6,31%</i>	<i>6,44%</i>	<i>6,33%</i>	<i>6,18%</i>	<i>5,98%</i>	<i>5,82%</i>
EBITDA	188,58	170,15	131,45	180,58	189,44	197,97	202,97
<i>EBITDA/INGRESOS</i>	<i>20,80%</i>	<i>19,72%</i>	<i>15,23%</i>	<i>20,72%</i>	<i>21,31%</i>	<i>21,56%</i>	<i>21,39%</i>
Impuestos	-49,80	-17,10	-21,26	-35,13	-37,67	-40,05	-41,38
Capex	-49,91	-32,99	-60,00	-52,29	-53,33	-55,10	-56,93
Variación WC ajustado	15,28	-1,41	24,40	-4,78	-0,26	-1,27	-0,94
Otros	0,67	-16,13	3,07	5,07	5,44	5,79	5,98
Cash Interest	-0,54	0,47	-0,49	-0,54	-0,54	-0,54	-0,54
FCFF	104,3	103,0	77,2	92,9	103,1	106,8	109,2

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Costo de Capital	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%
Factor de Descuento	1,08	1,17	1,26	1,37	1,48
Flujos Descontados	71,37	79,48	81,55	78,13	73,86

Valor Terminal	
Valor Terminal en millones de USD	2.683,03
Factor de Descuento	1,60
Flujos Descontados en millones de USD	1.678,84

$$Valor\ Terminal = FCFF \times \frac{FCFF_t \times (1 + g)}{(WACC_t - g)}$$

Valuación	
Suma de FCFF Descontados (millones USD)	2.063,22
Deuda Financiera	0
Valor del Equity (millones de USD)	2.063,22
Acciones (millones)	11,62
Precio por acción (USD)	177,54

Escenario Optimista con apalancamiento

Dada la estrategia de The Boston Beer Company Inc de financiarse a través de utilidades, resulta interesante evaluar como impactaría en el valor de la firma un cambio de su estructura de capital, combinando deuda con *equity*.

El apalancamiento con deuda financiera impactará en el costo promedio ponderado (WACC) de la compañía y posibilitará que la Compañía se beneficie del escudo fiscal (reducciones impositivas mediante desgravaciones fiscales)

Considerando que de acuerdo a los últimos Balances anuales de SAM, la firma cuenta con una línea crediticia ociosa de USD 150 millones en el *Bank of America*, con la posibilidad de tomar una tasa de interés, al 30/12/17, de 4,5% o tasa LIBOR³⁶ más 0,45%

Tomando la totalidad de la deuda ociosa a una tasa fija del 4,5%, el costo promedio ponderado de capital disminuye de 8,13% a 7,82%, gracias a que el costo de la deuda (Kd) es menor al costo del equity (Ke), sumado a los beneficios otorgados por el escudo fiscal.

A continuación se recuerda la fórmula del WACC y se exponen los resultados obtenidos tomando la deuda de USD 150 millones:

$$\text{WACC} = E/V * (K_e) + D/V * (K_d) * (1-T)$$

Ke: 8,13%

Kd: 4,5%

D: USD 150 Millones

E: USD 2.220,8 Millones

T: 28%

WACC con deuda	
D/V	6,33%
E/V	93,67%
Kd *(1-T)	3,24%
Ke	8,13%
Costo de Capital (WACC)	7,82%

Es importante mencionar que a fines de un correcto funcionamiento del modelo de DCF, se mantuvo la estructura de capital constante a través del rebalanceo contante del nivel de deuda, fijando como objetivo un 93,67% de equity y un 6,33% de deuda.

³⁶ London InterBank Offered Rate (es una tasa de referencia que utilizan algunos Bancos para préstamos interbancarios de corto plazo)

Este menor WACC se aplicó sobre el escenario optimista previamente calculado, asumiendo que el aumento de ventas proyectado en dicho escenario requerirá de la necesidad de mayor capital para financiar la estrategia de SAM.

A continuación se expone el escenario optimista con un costo promedio ponderado de capital apalancado:

Escenario Optimista (valores expresados en millones de USD)

	ESCENARIO OPTIMISTA CON DEUDA						
	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	906,50	863,00	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
Costo Mercadería	446,80	413,10	440,02	461,84	469,86	485,46	501,57
Gastos generales, adm, mktg y vtas	322,01	334,23	367,87	352,01	363,70	371,31	383,64
EBIT	137,7	115,7	97,9	136,9	148,7	158,1	163,4
<i>EBIT/INGRESOS</i>	<i>15,19%</i>	<i>13,40%</i>	<i>10,81%</i>	<i>14,40%</i>	<i>15,14%</i>	<i>15,58%</i>	<i>15,58%</i>
D&A	50,89	54,47	55,54	55,72	56,13	56,72	57,50
<i>D&A/INGRESOS</i>	<i>5,61%</i>	<i>6,31%</i>	<i>6,13%</i>	<i>5,86%</i>	<i>5,71%</i>	<i>5,59%</i>	<i>5,48%</i>
EBITDA	188,58	170,15	153,44	192,59	204,86	214,86	220,88
<i>EBITDA/INGRESOS</i>	<i>20,80%</i>	<i>19,72%</i>	<i>16,94%</i>	<i>20,26%</i>	<i>20,86%</i>	<i>21,17%</i>	<i>21,06%</i>
Impuestos	-49,80	-17,10	-27,41	-38,32	-41,65	-44,28	-45,75
Capex	-49,91	-32,99	-60,00	-57,04	-58,94	-60,89	-62,92
Variación WC ajustado	15,28	-1,41	21,61	-4,41	-0,67	-1,41	-1,03
Otros	0,67	-16,13	3,96	5,54	6,02	6,40	6,61
Cash Interest	-0,54	0,47	-0,52	-0,54	-0,54	-0,54	-0,54
FCFF	104,3	103,0	91,1	97,8	109,1	114,1	117,3

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Costo de Capital	7,82%	7,82%	7,82%	7,82%	7,82%
Factor de Descuento	1,08	1,16	1,25	1,35	1,46
Flujos Descontados	84,48	84,14	87,04	84,46	80,48

Valor Terminal	
Valor Terminal en millones de USD	3.109,30
Factor de Descuento	1,57
Flujos Descontados en millones de USD	1.979,29

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCFF} \times \frac{\text{FCFF}_t \times (1 + g)}{(\text{WACC}_t - g)}$$

Valuación	
Suma de FCFF Descontados (millones USD)	2.399,88
Deuda Financiera	150
Valor del Equity (millones de USD)	2.249,88
Acciones (millones)	11,62
Precio por acción (USD)	193,60

El valor de la firma así como el precio por acción es mayor en este escenario que en el escenario optimista sin endeudamiento ya que una menor tasa de descuento (WACC), lograda gracias al apalancamiento, genera que el valor presente de flujos futuros de fondos sean mayores.



Universidad de
San Andrés

Análisis por Múltiplos

En esta sección se evaluará ciertos ratios de The Boston Beer Company Inc, y se los comparará con las empresas públicas estadounidenses que compiten en la industria de la cerveza.

El análisis por múltiplos permite tener una visión relativa de la Compañía respecto a una serie de indicadores que complementan la valuación realizada a través de la metodología de DCF

Para este ejercicio complementario se tomaron en cuenta las principales métricas de SAM como de sus competidores considerando el segmento craft como el “industrial”, en el que compiten las empresas de mayor *market cap*

En primer lugar, se consideraron los indicadores vinculados al precio de las empresas en función de su beneficio (P/E) y el valor de la empresa en relación a sus ingresos antes de intereses e impuestos (EV/EBITDA)³⁷ y a sus ventas (EV/Ventas)

Nombre de la Compañía	Ticker	Market Cap (Millones)	EV/EBITDA	EV/Ventas
The Boston Beer Co	SAM	2.220,8	11,72	2,49
Molson Coors	TAP	16.233,8	5,87	2,57
Craft Brew Alliance	BREW	370,5	27,71	1,91
Constellation Brand	STZ	44.709,4	20,83	7,18
Monster Beverage	MNST	35.693,2	28,65	10,63
Promedio Principales competidores³⁸			15,10	2,32
Promedio General			18,96	4,96

Nombre de la empresa	Ticker	Price	EPS	P/E
The Boston Beer Company	SAM	191,1	8,09	23,62
Molson Coors	TAP	82,07	6,53	12,57
Craft Brew Alliance	BREW	19,2	0,5	38,40
Constellation Brand	STZ	228,57	11,55	19,79
Monster Beverage Corp	MNST	63,29	1,42	44,57
Media				23,75
Mediana				23,53

³⁷ Fuente: Morningstar y Eval

³⁸ Los principales competidores, en función al market cap, son Molson Coors y Craft Brew Alliance

Del cuadro anterior se puede observar la gran variabilidad de *market cap* entre los competidos de The Boston Beer Company, lo que se refleja a su vez en los ratios.

A fines de poder estimar el precio por acción a través del análisis de múltiplos de empresas comparables, se optó por tomar las empresas más cercanas a SAM en términos de *market cap*.

Es por ello, que se tomó como principales competidores a Molson Coors y Craft Brew y sobre los ratios de estos se estimó el promedio que finalmente se aplicó para calcular el precio por acción de SAM, según el método de valuación por múltiplos.

Del cuadro anterior, podría concluirse que SAM se trata de una empresa sobrevalorada por el mercado, considerando el valor de la firma sobre sus ventas (EV/Ventas), en relación a sus competidores directos. Es decir, dichos ratios de SAM, están por encima del promedio de sus competidores más cercanos.

Sin embargo, si se considera el ratio de EV/EBITDA de SAM en relación al mismo ratio de sus competidores directos y de las industria, se observa una subvaloración del mercado respecto al valor de SAM.

En función al análisis por múltiplos de comparables, tomando los ratios de P/E, EV/Ventas y EV/EBITDA, el precio por acción de SAM queda determinado como:

Multiples Valuation: P/E	
Alcoholic Beverages Industry	
P/E	23,53x
The Boston Beer company	
EPS	8,09
Precio Por acción (USD)	190,36

El precio por acción de SAM al 30 de diciembre de 2017, de acuerdo al análisis por múltiplo P/E estaría en línea al precio a dicha fecha de USD 191,10 por acción.

Multiples Valuation: EV/Ventas	
Alcoholic Beverages Industry	
EV/Ingresos	2,32x
The Boston Beer company	
Ingresos(millones U\$D)	863,0
Enterprise Value (millones U\$D)	2.002,16
- Debt	-
Valor de Mercado (millones U\$D)	2.002,16
Millones de Acciones	11,62
Precio por Acción (U\$D)	172,29

Si se toma como referencia el análisis por múltiplos considerando el ratio EV/Ventas, la Compañía estaría sobrevalorada por el mercado al 30 de diciembre de 2017.

Multiples Valuation: EV/EBITDA	
Alcoholic Beverages Industry	
EV/EBITDA	15,10x
The Boston Beer company	
EBITDA (millones U\$D)	170,1
Enterprise Value (millones U\$D)	2.568,51
- Debt	-
Valor de Mercado (millones U\$D)	2.568,51
Millones de Acciones	11,60
Precio por Acción (U\$D)	221,42

Conclusiones

El resultado de la valuación de The Boston Beer Company, arroja resultados interesantes respecto a la empresa en sí y a su potencial crecimiento.

Por un lado, considerando el escenario base calculado a través de DCF, SAM estaría levemente sobrevalorada por el mercado en relación a su cotización bursátil; lo que coincide con un EV/Ventas por encima de la media de la industria.

Sin embargo, considerando el análisis por múltiplos y en particular el EV/EBITDA, la Compañía está altamente subvaluada en comparación al promedio ponderado de EV de su competencia.

El principal desafío de SAM es mantener y mejorar sus márgenes brutos y operativos a través de la eficiencia y optimización de sus costos de producción y manejando las expectativas de crecimiento en función a dicho objetivo.

Un aumento desmedido de las ventas provocaría la necesidad de terciarizar gran parte de la producción, generando costos de producción adicionales que si no se logran disminuir a través de un programa de eficiencia, llevará a un impacto negativo continuo sobre los márgenes de la Compañía.

En este sentido, será de importancia que el *Senior Management* evalúe la alternativa de generar crecimiento a través del apalancamiento financiero, beneficiándose del escudo fiscal y reduciendo el costo de capital.

The Boston Beer Company está inmerso en el segmento *craft* dentro de la industria de la cerveza. Si bien en los últimos años dicho segmento creció al ritmo de dos dígitos y que podría estimarse que el ritmo de crecimiento no será igual de intenso en los años subsiguientes, la llegada de los *millennials* como principal generación de demanda de cerveza, seguirá dando espacio de crecimiento a este segmento. Es por ello que la empresa debe continuar su senda de expansión, en particular a través de la innovación y la optimización de recursos de capital, sabiendo a la vez interpretar la demanda de una generación cambiante en sus preferencias como lo es la generación de los *millennials*.

Por otro lado, SAM deberá estar atento no solo a nuevos competidores dentro del segmento sino a grandes productores de cerveza que a través de las fusiones con otras empresas y la innovación, están incorporándose al mundo artesanal con, a su vez, el aprovechamiento de los beneficios otorgados por las economías de escalas dadas por su tamaño.

El precio de la Compañía de cara al futuro, estará fuertemente vinculado a la capacidad de SAM de adaptar su negocio al cambiante entorno y demanda, así como a lograr eficiencias, ganando participación de mercado.

Bibliografía

- Alcohol and Tobacco Tax and Trade Bureau (TTB), 2017, Annual Report
- Beverage Industry, 2018 Beer Report: Session beers offer more opportunities for craft beer
- Beverage Marketing Corporation, Feb 2018, The Packaging conference- what is America drinking? US Market trends,
- Bovie, Patricia; Couch, Kristina; Fisher, Leah et al, 2017, Behavioral Analysis of a Competitive Market: The Craft Beer Industry, *Western Washington University*
- Brewers Association Stewardship Report, 2017
- Congressional Budget Office (CBO), Abril 2018, The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028
- Duarte F et al, 2015, The Equity Risk Premium. A review of models, *Federal Reserve of New York*, Staff Report 714.
- Howard, Philip H. (2018): Craftwashing in the U.S. Beer Industry, *Beverages*, ISSN 2306-5710, MDPI AG, Basel, Vol. 4, Iss. 1, pp. 1-13
- Kleban, Jack; Nickerson, Ingle, 2012, To Brew or not to brew- That is the question: an analysis of competitive forces in the craft brew industry, *Journal of the International Academy for Case Studies*, Vol.18, Number 3, pg. 59-81
- Malone, Tre; Stack, Martin, 2017, What Do Beer Laws Mean for Economic Growth? *Agricultural & Applied Economics Association*
- Mc Cluskey, Jill; Mittelhammer, Ron; Toro-Gonzalez, Daniel, 2014, Beer Snobs Do Exist: Estimation of Beer Demand by Type, *Journal of Agricultural and Resource Economics* 39 (2), pg. 1-14
- Swinnen Johan, 2017, Beer Consumption and Trade in an Era of Economic Growth and Globalization, *Agricultural & Applied Economics Association*
- The Nielsen Company, 2017, The State of the U.S. Beer Market
- Thomson Reuters Eikon
- Warner Alfred G, 2010, The Evolution of the American Brewing Industry, *Journal of Business Case Studies*, pg. 31

Anexo I: Principales accionistas

Según el Balance anual de 2017, al 30 de diciembre, The Boston Beer Company Inc tenía 8.665.557 acciones comunes de Clase A y 3.017.983 acciones comunes de Clase B, en circulación. Las acciones de Clase A, que cotizan en la bolsa de Nueva York bajo el símbolo "SAM", no tienen derecho a voto, excepto en ciertas circunstancias puntuales³⁹.

Las acciones de Clase B tienen total derecho a voto incluyendo el derecho a (1) elegir a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración de la Compañía y (2) a aprobar todas las (a) modificaciones del Estatuto de la Compañía, (b) fusiones o consolidaciones con otras entidades, o adquisiciones de éstas, (c) ventas o disposiciones de cualquier porción significativa de los activos de la compañía y (d) patrimonio y otras compensaciones ejecutivas y otros asuntos corporativos significativos, como la aprobación de la firma de contadores públicos independientes registrada de la compañía. Las acciones comunes Clase B de la Compañía no cotizan en bolsa. Cada acción de las Acciones Comunes de Clase B es libremente convertible en una acción ordinaria de Clase A, a solicitud de cualquier tenedor de Clase B. Al 30 de diciembre de 2017, C. James Koch, presidente y fundador de la Compañía, era el propietario de todas las acciones comunes Clase B emitidas y en circulación de la Compañía.

A continuación, se presenta los principales tenedores de acciones de Clase A, de acuerdo a lo informado por la compañía al 30 de diciembre de 2017:

	Tenedor	% Acciones en circulación	Tipo de Tenedor
1	Price (T.Rowe) Associates Inc	11,59%	Institucional
2	Blackrock Inc.	10,01%	Institucional
3	Vanguard Group, Inc. (The)	8,34%	Institucional
4	Bank Of New York Mellon Corporation	4,67%	Institucional
5	Fisher Asset Management, LLC	3,76%	Institucional
6	State Street Corporation	3,66%	Institucional
7	Price (T.Rowe) New Horizons Fund	3,04%	Fondo
8	Champlain Investment Partners, LLC	3,03%	Institucional
9	Price (T.Rowe) Small Cap Stock Fund	2,83%	Fondo
10	Dimensional Fund Advisors LP	2,63%	Fondo
	Total	53,56%	

Fuente: Yahoo Finance

³⁹ De acuerdo al Balance anual del 2017, las acciones de clase A no tienen derecho a voto, excepto (1) cuando lo requiere la ley, (2) para la elección de Directores de Clase A, y (3) que se requiere la aprobación de los tenedores de acciones comunes de Clase A para (a) futuras autorizaciones o emisiones de valores adicionales que tienen derechos preferentes a acciones ordinarias de clase A, (b) alteraciones de derechos o condiciones de acciones ordinarias de clase A o de clase B según lo establecido en los estatutos de la empresa, (c) ciertas otras modificaciones de los estatutos de organización de la empresa; Compañía, (d) ciertas fusiones o consolidaciones con, o adquisiciones de, otras entidades, y (e) ventas o disposiciones de cualquier porción significativa de los activos de la Compañía.

Anexo II: Breve Descripción de las marcas comercializadas por la Compañía

La marca con la que se creó The Boston Beer Company es Samuel Adams. A lo largo de su historia SAM ha ido incorporando otras marcas y otros productos a base de malta, incluso expandiéndose el último tiempo hacia la sidrería bajo su marca Agry Orchard.

Sin embargo, el producto principal de la Compañía sigue siendo la producción de cerveza a través de su marca Samuel Adamas.

A continuación, se detallan las marcas que comercializa la empresa con sus respectivos productos.

Samuel Adamas

The Boston Beer Company elabora más de 60 estilos de cerveza Samuel Adams, persiguiendo incansablemente el desarrollo de nuevos estilos y la perfección de las cervezas clásicas. La cartera de cervezas de Samuel Adams incluye la cerveza insignia Boston Lager, cervezas de temporada, estilos de Brewmaster y la colección Barrel Room. La compañía también ha sido pionera en el movimiento de la "cerveza extrema", desafiando las percepciones de los bebedores de lo que puede ser la cerveza con cervezas como Millennium, Triple Bock, Samuel Adams Utopias e Infinium.

<https://www.samueladams.com/>

Twisted Tea

Twisted Tea Brewing Company fue fundada en 2001. Twisted Tea elabora más de 10 estilos de te a base de malta y busca continuamente los mejores sabores para presentar a sus bebedores. Twisted Tea recibe cientos de fotos al año de consumidores que buscan aparecer en la etiqueta de la botella. En 2014, Twisted Tea Brewing Company lanzó Twisted Lemonade en tres sabores: Original Lemonade, Pink Lemonade y Strawberry Lemonade.

<http://www.twistedtea.com/>

Angry Orchard Cider

Es la empresa de fabricación de sidra de The Boston Beer Company que lanzó sus primeros productos en 2012. La línea de Angry Orchard incluye sidras como Crisp Apple, Apple Ginger, Traditional Dry y Green Apple. Angry Orchard también lanza sidras de temporada y la colección de sidras especiales de Cider House.

<http://www.angryorchard.com/>

Truly Spiked & Sparkling

Truly Spiked & Sparkling se lanzó a nivel nacional en mayo de 2016. Truly Spiked & Sparkling es un agua espumosa que está disponible en varios sabores, como Colima Lime, Grapefruit & Pomelo, Pomegranate y Sicilian Blood Orange.

<https://www.trulyspikedsparkling.com/>

A&S Brewing

En 2011, The Boston Beer Company estableció una nueva subsidiaria, A&S Brewing, con el fin de desarrollar nuevos estilos de cerveza artesanal. La misma sede en Burlington, Vermont. A&S comercializa las siguientes marcas:

- The Traveler Beer Co: nace en 2011 y su principal producto son cervezas del tipo “shandy” (cervezas saborizadas a base de limón)

<https://travelerbeer.com/>

- Angel City: En 2012, A&S Brewing adquirió Angel City Brewery, una cervecería ubicada en el centro de Los Ángeles, California. La cervecería fue reubicada en el histórico edificio John A. Roebling en el Downtown Arts District de Los Ángeles y reabrió sus puertas al público en 2013. Hoy en día, Angel City elabora docenas de estilos de cervezas de lotes pequeños para bares y restaurantes locales de Los Ángeles.

<http://angelcitybrewery.com/>

- Coney Island: en 2013, A&S Brewing compró la marca Coney Island de Schmaltz Brewery Company y comenzó a elaborar y distribuir cervezas artesanales, en particular del tipo Pilsner

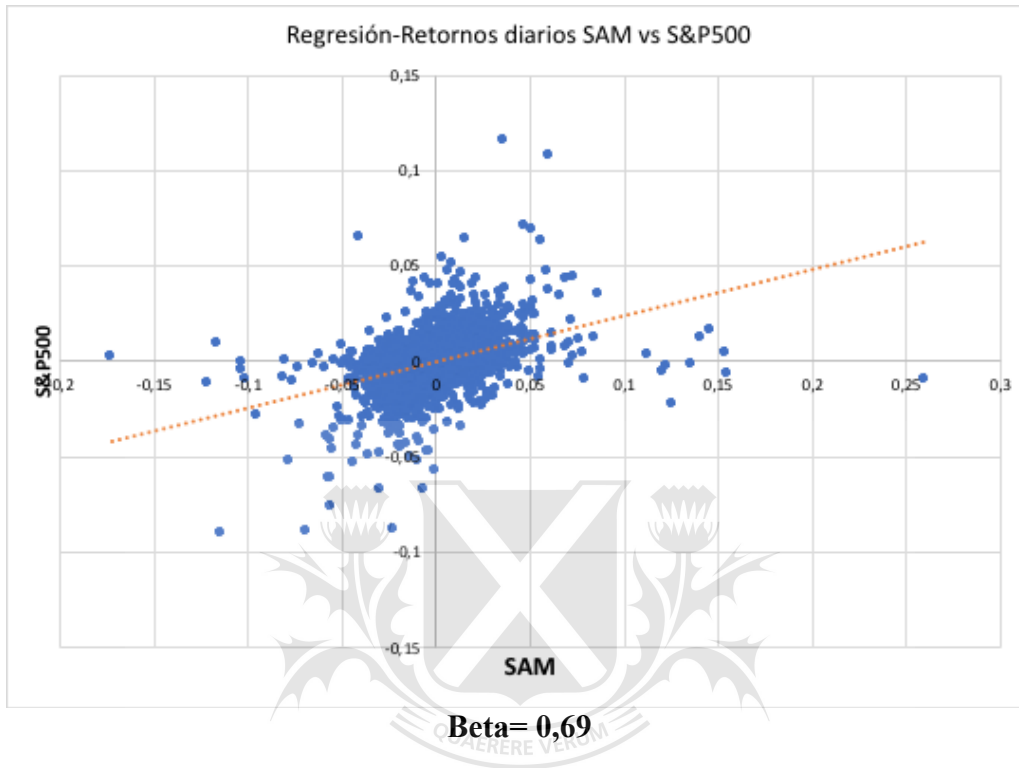
<http://coneyislandbeer.com/>

- Concrete Beach Brewery: en octubre de 2013, A&S Brewing comenzó la construcción de la nueva cervecería Concrete Beach en el distrito de Wynwood Arts de Miami. Al año siguiente, la cervecería comenzó a distribuir cerveza localmente

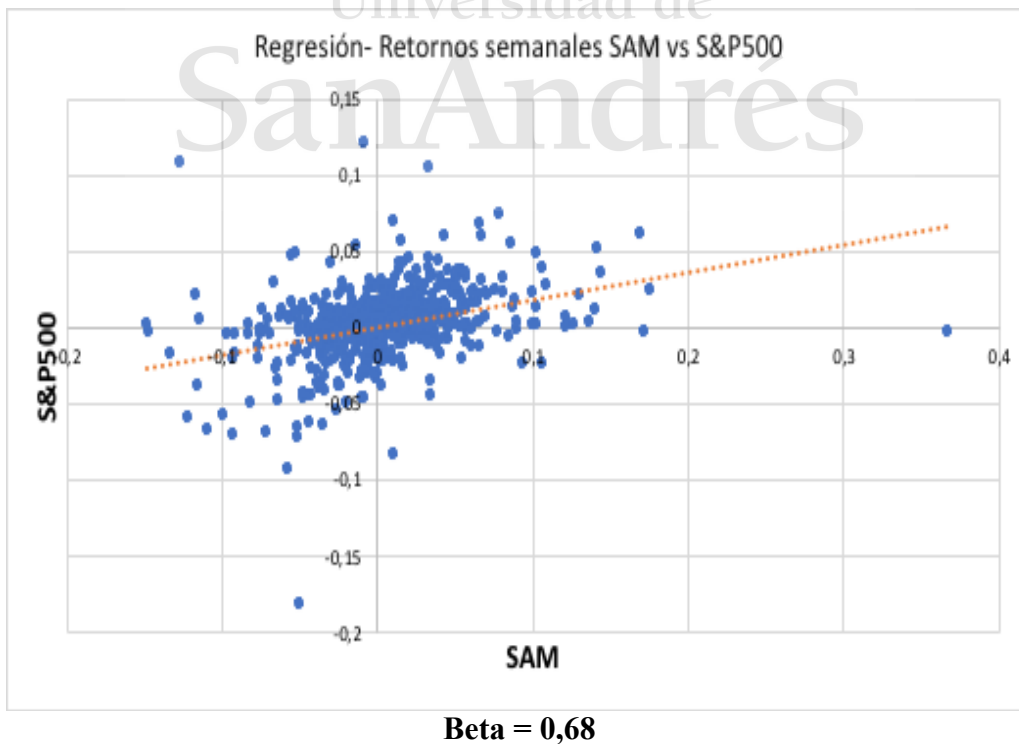
<http://concretebeachbrewery.com/>

Anexo III: Gráfico de Regresión de Betas diario, semanal y mensual

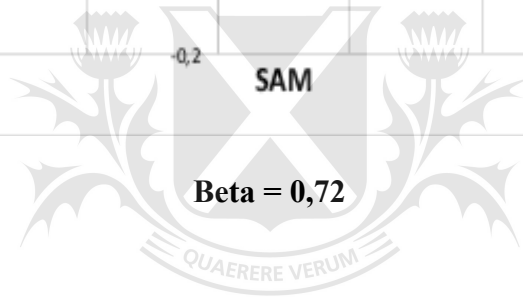
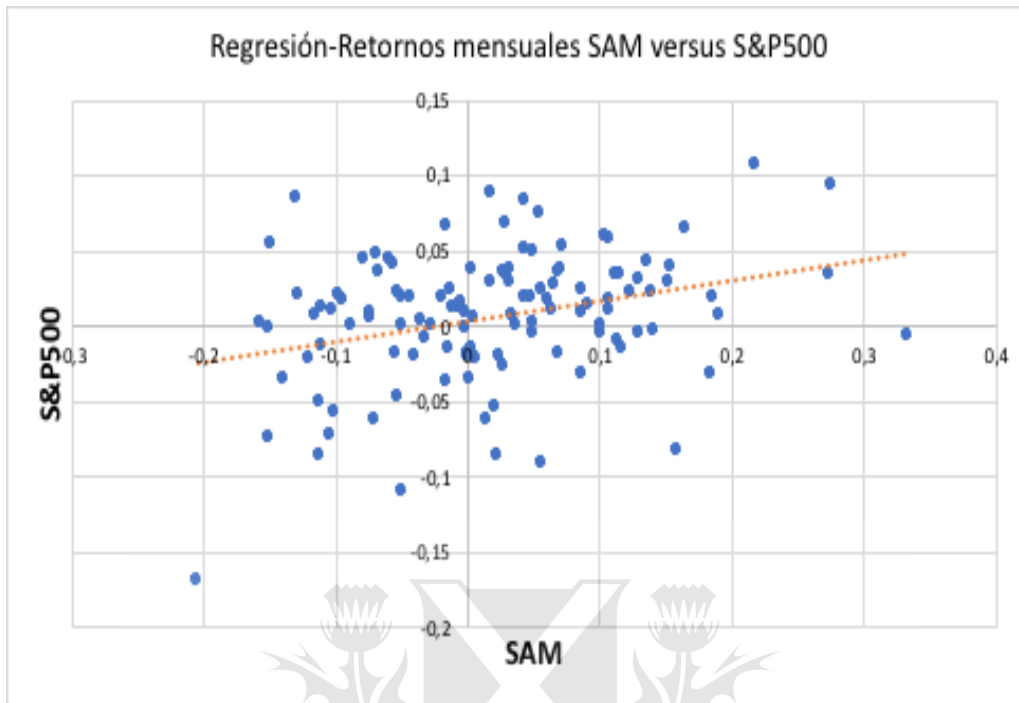
Beta Diario



Beta Semanal



Beta Mensual

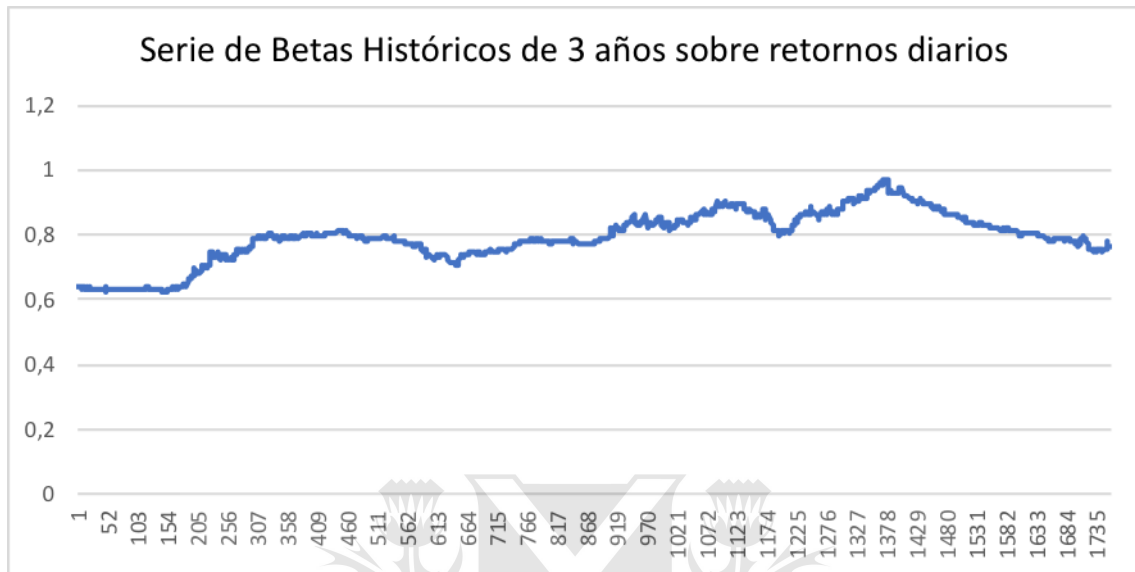


Beta = 0,72

Universidad de
San Andrés

Anexo IV: Series de Betas Históricas





Anexo V: Gastos Operativos Históricos

La siguiente tabla detalla los gastos los gastos operativos totales y por conceptos de The Boston Beer Company de los últimos 6 años (2012-2017), así como la intensidad promedio de los mismos respecto a los ingresos. Además, se consideró los gastos de los últimos 2 años (2016 y 2017) y su intensidad promedio respecto a los respectivos ingresos del 2016 y 2017.

La tabla refleja un promedio de gastos operativos en relación con las ventas constante en los últimos 6 años, con únicamente una leve variación en 2016 y 2017 respecto a gastos generales y de administración, que se explica por aumento de salarios y beneficios a los empleados.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Prom. últimos 6 años	Prom últimos 2 años
Gastos en Promoción, publicidad y en venta (en millones USD)	169,31	207,93	250,70	273,63	244,21	258,65	28,4%	28,4%
Gastos Generales y Administrativos (en millones USD)	50,17	62,33	65,97	71,56	78,03	73,13	8,1%	8,5%
Deterioro (ganancia neta sobre venta) de Activos (en millones USD)	0,15	1,57	1,78	0,26	-0,24	2,45	0,1%	0,1%
Total	219,63	271,83	318,44	345,44	322,01	334,23		

Anexo VI: Capex Histórico

El cuadro siguiente muestra la intensidad de los gastos de capital de SAM entre 2012 y 2017 y su proporción en función a los ingresos netos (de impuestos a la elaboración e importación de cerveza).

En promedio, en los últimos 6 años, la intensidad de los gastos de capital fue del 9,6%. Sin embargo, en los 3 últimos años (2015, 2016 y 2017) la intensidad baja a un promedio de 5,7% en relación con los ingresos.

Esta baja está mayormente explicada por la reducción de gasto en equipos y fábricas que, por contrario, sí se dio en los años anteriores, en particular 2013 y 2014 por la necesidad de adecuar los equipos y las fábricas a la creciente demanda de cerveza. En cambio, para el 2016 y 2017 en particular, la proporción de gasto en activo fijo disminuyó destinando capital a mejorar los márgenes operativos mediante la reducción de costos, eficiencia y el apoyo a la innovación de nuevos productos.

	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17
Ingresos netos*	580,2	739	903	959,9	906,5	863
Gastos de capital (Capex)	66,01	100,655	151,784	74,187	49,913	32,987
Capex/Ingresos	11,4%	13,6%	16,8%	7,7%	5,5%	3,8%

*de Impuestos a la elaboración e importación de cerveza para consumo en EEUU

Intensidad promedio de gasto de capital últimos 6 años : 9,6%

Intensidad promedio de gasto de capital últimos 3 años: 5,76%

San Andrés

Anexo VII: Amortizaciones y Capex según ingresos y PPE

A continuación, se detalla las amortizaciones y Capex en relación con los ingresos y al valor de propiedad, planta y equipos (PPE) en función a cada escenario.

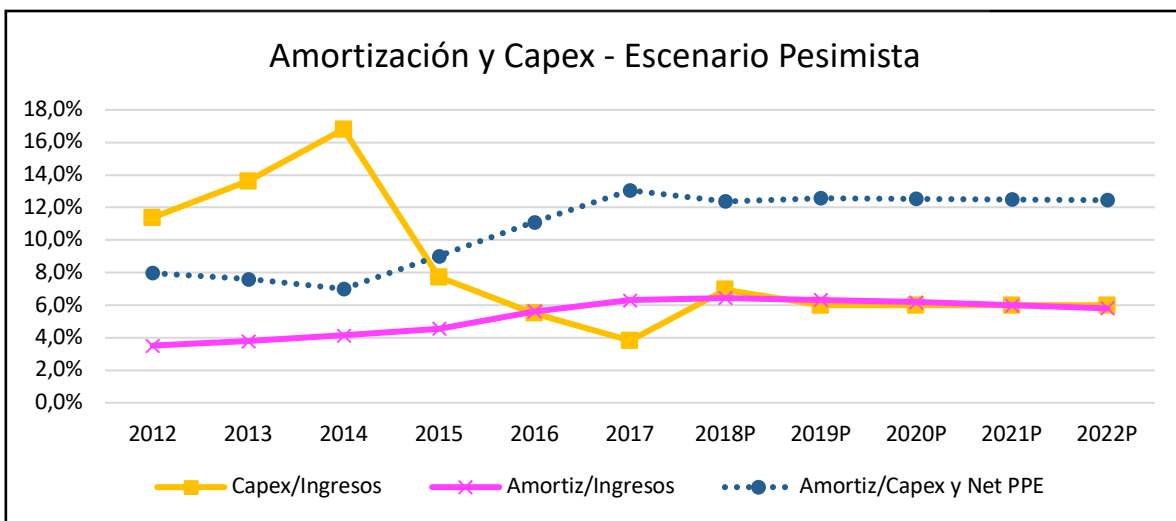
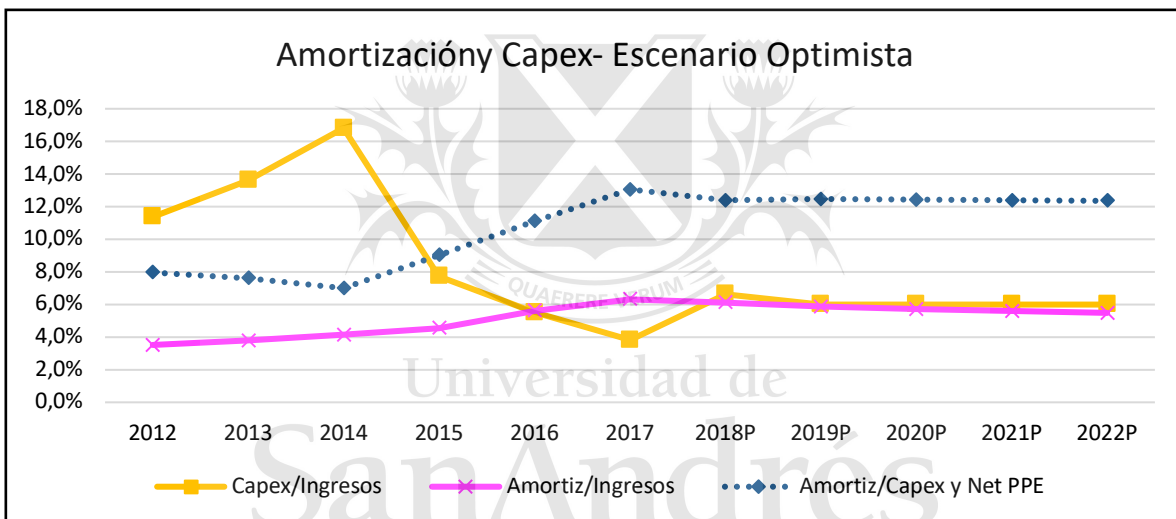
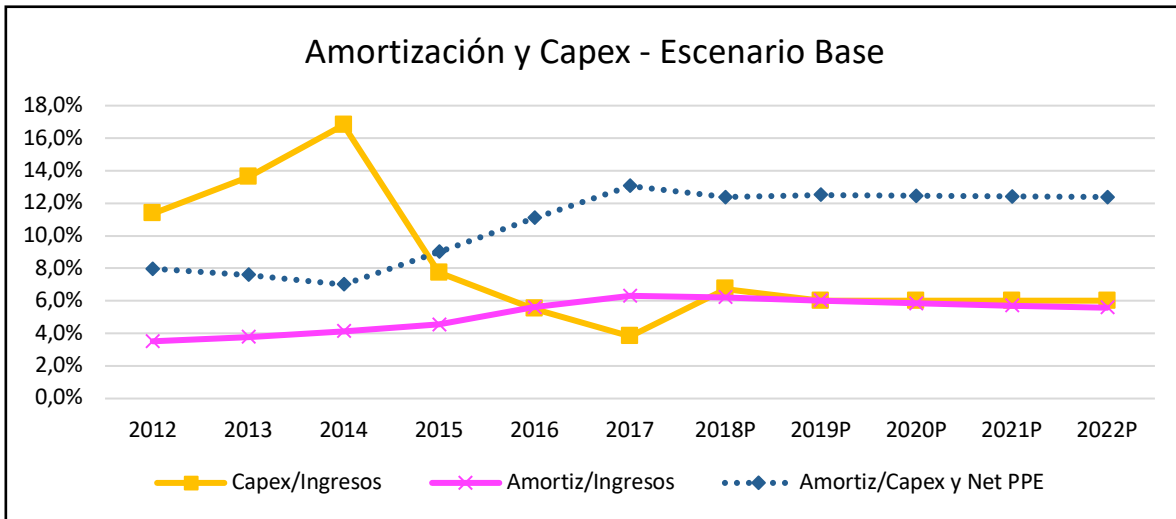
Escenario Base	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	580,20	739,00	903,00	959,90	906,50	863,00	891,68	921,35	951,95	983,55	1.016,21
Net PPE	189,95	266,56	381,57	409,93	408,41	384,28	388,75	388,52	389,93	392,83	397,08
Capex	66,01	100,66	151,78	74,19	49,91	32,99	60,00	55,28	57,12	59,01	60,97
Amortizaciones	20,41	27,93	37,35	43,66	50,89	54,47	55,54	55,50	55,70	56,12	56,73
Capex/Ingresos	11,4%	13,6%	16,8%	7,7%	5,5%	3,8%	6,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortiz/Ingresos	3,5%	3,8%	4,1%	4,5%	5,6%	6,3%	6,2%	6,0%	5,9%	5,7%	5,6%
Amortiz/Capex y Net PPE	8,0%	7,6%	7,0%	9,0%	11,1%	13,1%	12,4%	12,5%	12,5%	12,4%	12,4%
Amortiz/Capex	31%	28%	25%	59%	102%	165%	93%	100%	98%	95%	93%

Escenario Optimista	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	580,20	739,00	903,00	959,90	906,50	863,00	905,79	950,71	982,29	1.014,90	1.048,60
Net PPE	189,95	266,56	381,57	409,93	408,41	384,28	388,75	390,06	392,88	397,05	402,47
Capex	66,01	100,66	151,78	74,19	49,91	32,99	60,00	57,04	58,94	60,89	62,92
Amortizaciones	20,41	27,93	37,35	43,66	50,89	54,47	55,54	55,72	56,13	56,72	57,50
Capex/Ingresos	11,4%	13,6%	16,8%	7,7%	5,5%	3,8%	6,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortiz/Ingresos	3,5%	3,8%	4,1%	4,5%	5,6%	6,3%	6,1%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%
Amortiz/Capex y Net PPE	8,0%	7,6%	7,0%	9,0%	11,1%	13,1%	12,4%	12,5%	12,4%	12,4%	12,4%
Amortiz/Capex	30,9%	27,8%	24,6%	58,8%	102,0%	165,1%	92,6%	97,7%	95,2%	93,1%	91,4%

Escenario Pesimista	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Ingresos	580,20	739,00	903,00	959,90	906,50	863,00	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
Net PPE	189,95	266,56	381,57	409,93	408,41	384,28	388,75	385,90	384,33	384,50	386,25
Capex	66,01	100,66	151,78	74,19	49,91	32,99	60,00	52,29	53,33	55,10	56,93
Amortizaciones	20,41	27,93	37,35	43,66	50,89	54,47	55,54	55,13	54,90	54,93	55,18
Capex/Ingresos	11,4%	13,6%	16,8%	7,7%	5,5%	3,8%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortiz/Ingresos	3,5%	3,8%	4,1%	4,5%	5,6%	6,3%	6,4%	6,3%	6,2%	6,0%	5,8%
Amortiz/Capex y Net PPE	8,0%	7,6%	7,0%	9,0%	11,1%	13,1%	12,4%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%
Amortiz/Capex	30,9%	27,8%	24,6%	58,8%	102,0%	165,1%	92,6%	105,4%	103,0%	99,7%	96,9%

En el escenario base y optimista el valor de Amortizaciones / Capex y PPE se mantienen en entre 12,4% y 12,5% para toda la proyección.

En el escenario pesimista, la Amortización/Capex y PPE es similar al escenario optimista y base con valores entre 12,5% y 12,6% para toda la proyección.



Anexo VIII: Conceptos del Capital de Trabajo

En las tablas siguientes se muestran las proyecciones por escenario de días de cobro, de inventario y de pago. Para todos los escenarios se utilizó el promedio de los 6 últimos años de días de cobro (16,55 días), de inventario (49,10 días) y de pago (34,16 días)

Escenario Base

	ESCENARIO BASE				
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Cuentas a cobrar (en millones de USD)	40,44	41,78	43,17	44,61	46,09
Días por año	365	365	365	365	365
Ventas (en millones de USD)	891,68	921,35	951,95	983,55	1016,21
Días de cobro	16,55	16,55	16,55	16,55	16,55
Inventarios (en millones de USD)	58,27	60,21	61,25	63,29	65,39
Días por año	365	365	365	365	365
Costo de producción (en millones de USD)	433,16	447,57	455,34	470,46	486,08
Días de inventario	49,10	49,10	49,10	49,10	49,10
Cuentas a pagar (en millones de USD)	74,98	73,83	75,61	77,72	80,30
Días por año	365	365	365	365	365
Costo de producción y Gastos Operativos (en millones de USD)	801,01	788,71	807,81	830,30	857,87
Días de pago	34,16	34,16	34,16	34,16	34,16

Escenario Optimista

	ESCENARIO OPTIMISTA				
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Cuentas a cobrar (en millones de USD)	41,08	43,12	44,55	46,03	47,56
Días por año	365	365	365	365	365
Ventas (en millones de USD)	905,79	950,71	982,29	1014,90	1048,60
Días de cobro	16,55	16,55	16,55	16,55	16,55
Inventarios (en millones de USD)	59,19	62,13	63,20	65,30	67,47
Días por año	365	365	365	365	365
Costo de producción (en millones de USD)	440,02	461,84	469,86	485,46	501,57
Días de inventario	49,10	49,10	49,10	49,10	49,10
Cuentas a pagar (en millones de USD)	75,62	76,18	78,02	80,20	82,86
Días por año	365	365	365	365	365
Costo de producción y Gastos Operativos (en millones de USD)	807,88	813,85	833,56	856,77	885,21
Días de pago	34,16	34,16	34,16	34,16	34,16

Escenario Pesimista

	ESCENARIO PESIMISTA				
	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Cuentas a cobrar (en millones de USD)	39,13	39,52	40,31	41,65	43,03
Días por año	365	365	365	365	365
Ventas (en millones de USD)	862,91	871,46	888,81	918,31	948,80
Días de cobro	16,55	16,55	16,55	16,55	16,55
Inventarios (en millones de USD)	56,39	56,95	57,19	59,09	61,05
Días por año	365	365	365	365	365
Costo de producción (en millones de USD)	419,19	423,34	425,14	439,25	453,84
Días de inventario	49,10	49,10	49,10	49,10	49,10
Cuentas a pagar (en millones de USD)	73,67	69,83	70,60	72,57	74,98
Días por año	365	365	365	365	365
Costo de producción y Gastos Operativos (en millones de USD)	787,00	746,01	754,27	775,27	801,01
Días de pago	34,16	34,16	34,16	34,16	34,16