



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación de Anheuser-Busch Inbev (Ab Inbev)

Autora: Marilina Bouvier

DNI: 32.204.215

Director de trabajo final de graduación: Federico Filgueira

Buenos Aires, Junio de 2019

Índice general

Resumen ejecutivo	2
1. Introducción	3
2. Datos relevantes sobre la cerveza.....	4
2.1 ¿Qué es la cerveza?	4
2.2 ¿Cuáles son sus principales componentes?	4
2.3 Descriptores básicos del líquido.....	5
3. Industria de la cerveza	6
3.1 Los países que más beben cerveza en el mundo	6
3.2 Producción de cerveza a nivel mundial desde 1998 a 2017	7
3.3 Principales productores de cerveza en el mundo	7
3.4 Principales países exportadores de cerveza en el mundo	8
4. Descripción de la compañía	9
4.1 Historia	9
4.2 Visión	11
4.3 Mercados.....	12
4.4 Estrategia: modelo del diamante	13
4.6 Fusión AB Inbev – Sab Miller	18
4.7 La compañía en Argentina.....	20
5. Análisis financiero	22
5.1 Evolución del negocio de Ab Inbev.	22
6. Valuación de Ab Inbev por flujos de fondos descontados	41
6.1 Estimación de tasa Wacc.....	43
6.2 Proyecciones 2.018 – 2.022.....	49
6.3 Resultado de la valuación por Flujos de fondos Descontados	56
6.4 Análisis de escenarios alternativos	58
7. Valuación por múltiplos de Ab Inbev	61
8. Anexos	64
Anexo 1. Estado de resultados 2013 – 2017.....	64
Anexo 2. Estado de situación Patrimonial 2013 – 2017.....	65
Anexo 3. Estado de flujo de efectivo 2013 – 2017	66

Anexo 4. Estado de Resultados simplificado 2013 – 2017 por región	67
Anexo 5. Ingresos totales históricos y proyectados por región.	69
Anexo 6. Flujos de Fondos Descontados – Escenario Base	71
Anexo 7. Flujos de Fondos Descontados – Escenario Optimista.....	72
Anexo 8. Flujos de Fondos Descontados – Escenario Pesimista	73
9. Bibliografía	74



Universidad de
San Andrés

Resumen ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es realizar la valuación de la compañía Anheuser-Busch Inbev, más conocida a nivel mundial como “Ab Inbev”, compañía dedicada a la industria de la cerveza. El principal interés se centra en contrastar el valor teórico obtenido en la valuación versus el valor de mercado de sus acciones.

La valuación se efectuará a la fecha 31 de diciembre de 2017 y se utilizarán dos metodologías de valuación distintas. En primer lugar, se valorará la compañía mediante el método de flujos de fondos descontados, técnica más conocida usualmente por sus siglas en inglés DCF (*Discounted Cash Flows*). En segunda instancia, se llevará a cabo una valuación por múltiplos.

Para el método de flujos de fondos descontados se utilizan los Flujos de Fondos Libres a la firma y como tasa de descuento el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) estimado en base al modelo “Capital Asset Pricing Model”. Bajo ésta metodología, se obtuvo un valor del capital accionario de Ab Inbev de Usd 128,10 por acción al 31 de Diciembre de 2017. En cuanto a la valuación por múltiplos, se utiliza el múltiplo EV / Ebitda y como resultado se obtuvo un valor por acción de Usd 84,4. Para ambos métodos se realizó un análisis de sensibilidad aplicando algunos cambios en los supuestos para determinar valores alternativos del capital accionario de la compañía.

1. Introducción

Ab Inbev es una empresa multinacional, con sede en Lovaina, Bélgica. Es la compañía cervecera líder en el mundo y, adicionalmente, es una de las cinco empresas de consumo masivo más grande a nivel mundial. Su portfolio de marcas asciende a más de 500 y opera en más de 50 países en todo el mundo y cuenta con presencia en prácticamente todos los mercados de cerveza. Es la mayor fabricante mundial de cervezas, con una cuota de mercado aproximadamente del 25%.

La compañía cotiza en la bolsa Euronext bajo ticket ABI, cuenta con cotizaciones secundarias en las bolsas de valores de México (Mexbol: ANB), Sudáfrica (JSE: ANH) y con ARD (*American Depositary Receipt*)¹ en la bolsa de Nueva York (NYSE: BUD).

El presente trabajo de valuación se estructura de la siguiente manera: en la segunda sección se presenta una conceptualización de la cerveza junto a una breve reseña histórica de la misma. En la tercera sección se expone un análisis de la industria de la cerveza, y, en la sección siguiente, se describe la compañía a valorar, destacando los aspectos cualitativos y cuantitativos más relevantes. En la sección cinco, se realiza un análisis financiero de la compañía. En la sección a continuación, se describe la metodología utilizada para la valuación de la compañía por el método de flujo de fondos descontados y las conclusiones de la misma y, en la séptima sección, se expone la valuación por múltiplos. Por último, la sección ocho y nueve presentan los anexos y la bibliografía respectivamente.

¹ *American Depositary Receipt* es un título físico que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado. De esta forma, el mecanismo de ADR permite a una empresa extranjera emitir acciones directamente en la bolsa estadounidense.

2. Datos relevantes sobre la cerveza

2.1 ¿Qué es la cerveza?

Es una bebida resultante de la fermentación por la levadura de un extracto acuoso de cereales, aromatizada por lúpulos y frutas en el caso de algunas cervezas especiales. Existen múltiples variantes con una amplia gama de matices derivados de las diferentes formas de elaboración e ingredientes utilizados. Generalmente presenta un color ambarino con tonos que van del amarillo oro al negro pasando por los marrones y rojizos. Su aspecto puede ser cristalino o turbio. Su graduación alcohólica puede alcanzar hasta cerca de los 30 % vol., aunque generalmente se encuentra entre los 3 % y los 9 % vol.

Existen tantos tipos de cerveza como es factible de imaginar y, por otro lado, describirlos la totalidad de ellos no es la finalidad del presente trabajo. Sin embargo, podemos decir que la principal segmentación radica entre las cervezas Lager y las cervezas Ale. Las primeras surgen de la utilización de levaduras de baja fermentación y suelen servirse más bien frías. Por otra parte, las Ale se caracterizan por su alta fermentación (la levadura actúa primero en la superficie del líquido en el proceso productivo) y no suelen tomarse a bajas temperaturas como las Lager.

2.2 ¿Cuáles son sus principales componentes?

- Agua: materia prima básica de la cerveza. Es el componente de mayor participación en el producto final.
- Cereales: son los encargados de aportar los azúcares fermentables que generarán el alcohol de la bebida.
- Levadura: hongos que consumen azúcar y producen alcohol y anhídrido carbónico. Su participación en el proceso permite que la cerveza pueda producirse sin llevar alcohol ni gas agregados como otras bebidas carbonatadas.
- Lúpulo: flor que se utiliza para brindar a la cerveza sabor amargo y aromas.

2.3 Descriptores básicos del líquido

Al momento de leer las fichas técnica o etiquetas de cervezas, seguramente encontraremos las siguientes siglas referidas a algunas características típicas de la misma:

- IBU: por su nombre en inglés “International Bitterness Unit” es la forma de medir cuan amarga es una cerveza. Es un número que denota el tenor amargo de la cerveza, y cuanto mayor el IBU, más amarga será su sabor.
- ABV: indica el porcentaje de graduación alcohólica del líquido.



Universidad de
San Andrés

3. Industria de la cerveza

La cerveza es una bebida ampliamente producida y consumida en el mundo y en la actualidad es la bebida alcohólica más popular. Respecto del mercado de bebidas en general, la cerveza es la tercera bebida más popular después del agua y del té.

3.1 Los países que más beben cerveza en el mundo

Según información obtenida de Statista², los cinco países con mayor consumo de cerveza a nivel mundial, son países de Europa del Este. Lidera el podio República Checa con un promedio de consumo anual per cápita de 137,38 litros, siendo el segundo país Polonia con 98,06 litros per cápita. En tercer y cuarto lugar se encuentran Alemania y Austria muy parejas con 95,95 y 95,46 litros respectivamente. Estados Unidos se encuentra en el puesto duodécimo, con 74,90 litros. A continuación, se ilustra un gráfico con los datos de los primeros 15 países consumidores de cerveza en el mundo.

Gráfico 1. Primeros 15 países consumidores anuales de cerveza (litros per cápita)

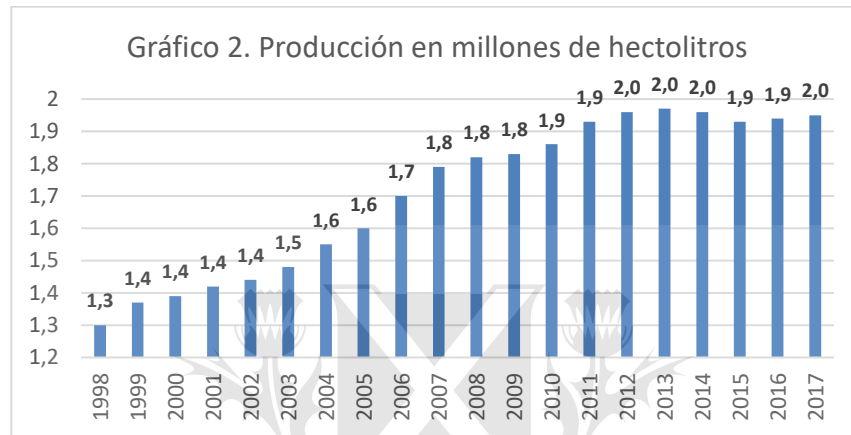


Fuente: Statista

² Statista es un proveedor líder de datos de mercado y de consumo. Consolida datos estadísticos de más de 80.000 temas y 22.500 fuentes, exponiendo su información en cuatro idiomas: alemán, inglés, francés y español. Recopilan información sobre mercados, sus clientes y principales competidores entre otros. Se encuentran localizados en Hamburgo, Londres, Nueva York, París, Suecia, Turquía, Austria, Bélgica, India, Italia, Suiza, China y países Bajos.

3.2 Producción de cerveza a nivel mundial desde 1998 a 2017

La industria de la cerveza evolucionó con el correr de los años, hasta llegar a convertirse en una industria consolidada, exponiendo una gran expansión en los últimos años. A continuación se expone la evolución desde 1.998 hasta 2.017 de la producción anual en todo el mundo (medida en millones de hectolitros).



Fuente: elaboración propia en base a datos de Statista.

3.3 Principales productores de cerveza en el mundo

En la actualidad, la producción de cerveza está dominada por unos pocos países. El mayor productor de cerveza a nivel mundial actualmente es China, siendo también uno de los 10 principales países productores de vino. En segundo lugar, se encuentra Estados Unidos, quien hasta 2.012 era el principal productor de cerveza, viéndose luego desplazado por China en los años siguientes. En el tercer puesto se encuentra Brasil, siendo a su vez el principal productor de América del Sur, seguido en el continente por Venezuela quien en el ranking mundial ocupa el puesto 15, de acuerdo con datos proporcionados por Statista. El cuarto lugar es ocupado por Rusia y, en el quinto puesto, se encuentra Alemania (si bien este país es un símbolo mundial de la cerveza, no es el principal productor).

Vimos previamente que Polonia ocupaba el puesto número 2 en lo que se refiere a consumidores de cerveza. No obstante, en lo que se refiere a la producción, ocupa el puesto número 10.

Por otro lado, si bien México se encuentra en el puesto número 6, es el mayor exportador de cerveza a nivel mundial (notar que México no aparece dentro del ranking de principales consumidores).

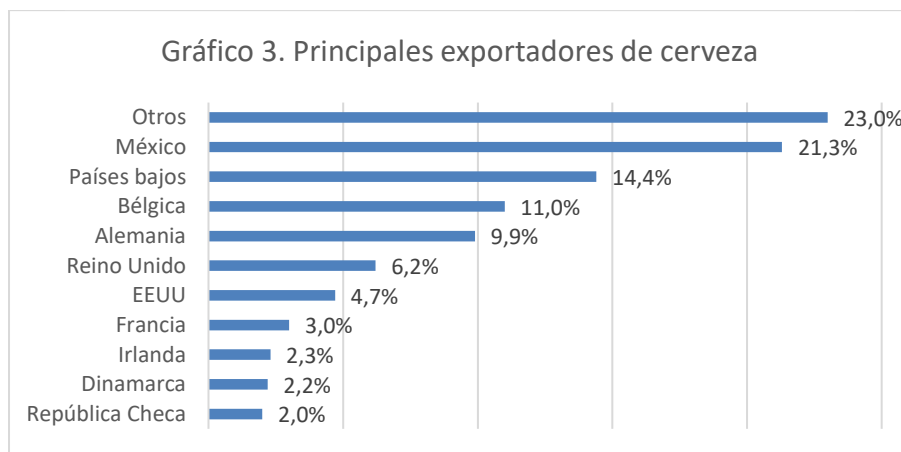
Tabla I. Producción en millones de hectolitros por país en el año 2016.

Puesto	País	Producción en millones de hectolitros
1	China	460
2	Estados Unidos	221
3	Brasil	133
4	Rusia	105
5	Alemania	95
6	Mexico	78
7	Japón	55
8	Reino Unido	44
9	Vietnam	40,8
10	Polonia	40,7

Fuente: elaboración propia en base a datos de Statista.

3.4 Principales países exportadores de cerveza en el mundo

México es el principal exportador de cerveza con un 21,3 % del total de las exportaciones realizadas en el año 2016. En segundo lugar se encuentran los Países Bajos, seguidos por Bélgica y Alemania. Estados Unidos, siendo el segundo productor mundial, exportó solo el 4,7% del total de exportaciones.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Inegi.

4. Descripción de la compañía

4.1 Historia

Estamos frente a la compañía cervecera más grande del mundo. A continuación, intentaremos resumir los hitos más destacados que marcaron sus pasos en la historia, caracterizada por grandes fusiones de cerveceras alrededor del planeta.

AB InBev fue creada mediante la adquisición de la cervecera estadounidense Anheuser-Busch por parte de la compañía belgo-brasileña InBev. Esta última, a su vez, había surgido de la fusión de las firmas AmBev e Interbrew. Europa, América del Norte y América del sur entrelazadas para formar este gigante de la industria.

- Interbrew: empresa creada en 1987 por de la fusión de las dos compañías más grandes de cerveza en Bélgica: Artois, ubicada en la localidad de Leuven; y Piedboeuf, con base en Jupille. La cervecería Artois, antes conocida como Den Hoorn, es una de las participantes de la industria con mayor camino recorrido, datando su fundación en el año de 1366³.
- AmBev: Abreviatura de Companhia de Bebidas das Américas, o "Compañía de Bebidas de las Américas", nació en 1999 a través de la fusión de las dos compañías cerveceras brasileras más grandes: Antártica (1882) y Brahma (1888).

Anheuser-Busch: fundada en 1860 en St. Louis, Missouri, Estados Unidos, como Anheuser & Co.

En 2004, Interbrew y AmBev se fusionaron para crear la cervecera más grande del mundo: InBev. La transacción fue valuada en \$11.500 millones de dólares.

En noviembre de 2008, se completó la fusión InBev y Anheuser-Busch, creándose Anheuser–Busch InBev, la quinta compañía más grande entre las firmas de productos de

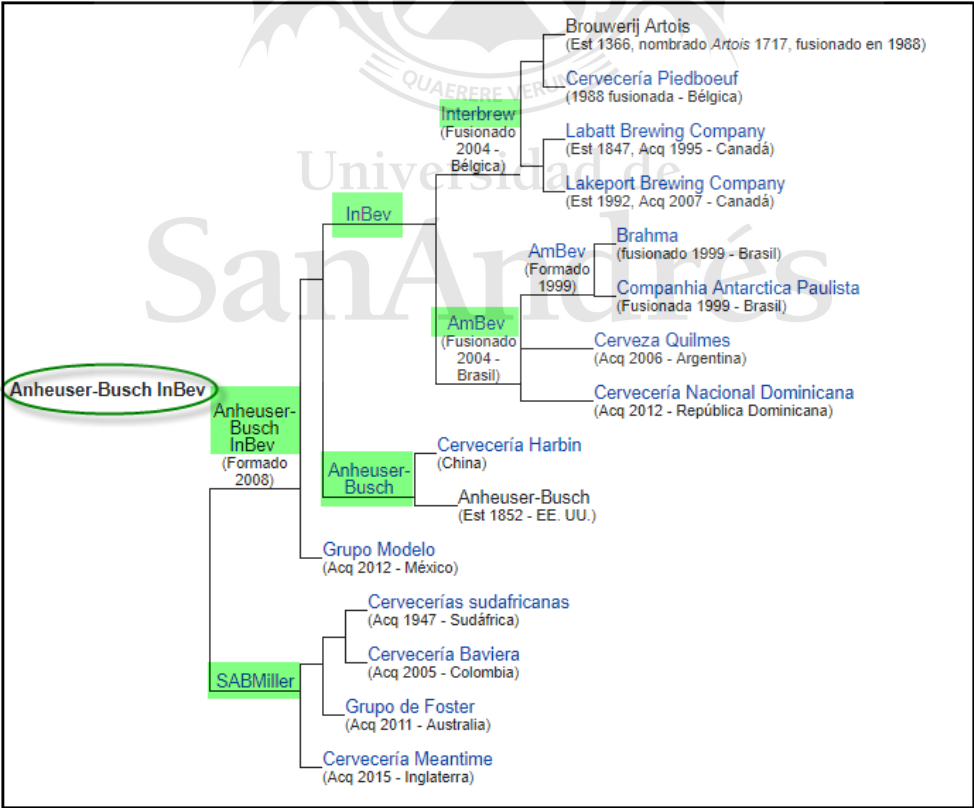
³ www.thebeertimes.com/stella-artois-historia-cerveceria-artois/

consumo masivo. La transacción significó el pago total de 52.000 millones dólares, adquiriéndose las participaciones de la compañía a 70 dólares estadounidenses cada una.

En octubre de 2.015, Anheuser-Busch InBev hizo una oferta por \$103.6 mil millones de dólares para adquirir a su rival inglesa SABMiller. Se había ofertado con antelación £38, £40 y £42.15 por acción, respectivamente, pero SABMiller rechazó cada una de dichas ofertas, lanzando una contrapropuesta de venta cercana a las £45 libras por acción. Finalmente, en el mes de octubre, el trato fue cerrado en £45 libras por acción, con lo que SABMiller aceptó vender su capital accionario a Anheuser-Busch InBev por un valor equivalente a 104 mil millones de dólares.

En el siguiente diagrama se pueden observar las principales fusiones y adquisiciones de AB Inbev para llegar a ser la compañía que es en la actualidad.

Gráfico 4. Hitos de Ab Inbev



Fuente: Wikipedia.

4.2 Visión

La estrategia de la compañía se encuentra totalmente diseñada y alineada con lo que ellos denominan su “manifiesto”, que es el objetivo principal de cada paso y decisión que Ab Inbev toma en todos los mercados donde participa.

“Bringing people together for a better World” o, en español: ***“Uniendo a la gente por un mundo mejor”***.

En esta sentencia es posible encontrar dos componentes principales de su visión:

- ***“Uniendo a la gente”***: La cerveza y los vínculos sociales. La estrategia de la compañía consiste en no entender a la cerveza como un producto con un fin en sí mismo, sino en relación con su rol como “catalizador social”. A partir de este rol, es que se generan estrategias de comunicación y conexión con los consumidores en acciones que abarcan la música, los deportes, las comidas, celebraciones, momentos diarios o extraordinarios; y que permiten generar asociaciones y vínculos con cada una de esas experiencias desde las marcas. Este es quizás el principal disparador para el desarrollo de su portfolio de marcas, “modelo del diamante” que veremos más adelante; intentando penetrar con cada una de ellas en diferentes ocasiones de consumo, brindando diversas experiencias. La intención corporativa es integrarse con la vida de los consumidores, tanto en el presente como en generaciones futuras.
- ***“Por un mundo mejor”***: En este sentido, se desarrollan acciones orientadas a generar un impacto positivo en el ambiente ecológico y económico social. Entre sus principales pilares pueden listarse:

I) Acciones de consumo responsable.

II) Generación y utilización de energía renovable.

III) Optimización en uso de sus materias primas.

IV) Estrategias de packaging reciclable.

V) Aceleradoras de proyectos económico- sociales dentro de la organización.

VI) Presencia de cervezas sin alcohol en su cartera de productos.

Es por todo esto que Ab Inbev declara tener la máxima dedicación en producir ***“la mejor cerveza con los mejores ingredientes”***.

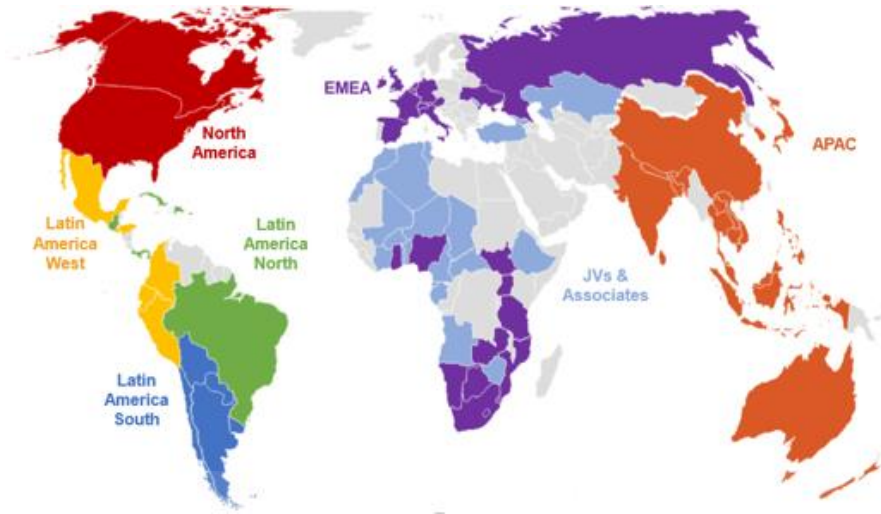
4.3 Mercados

La compañía cuenta con presencia en todo el mundo. Conseguir penetrar en mercados donde no contaba con fuerte presencia, fue uno de los objetivos primordiales para la adquisición de Sab Miller. Ab Inbev está organizada en 7 zonas geográficas para maximizar oportunidades de ventas y de crecimiento, se beneficia al estar globalmente diversificada, aprovechando la estabilidad y fortaleza de los mercados desarrollados que se equilibran con las oportunidades de crecimiento de los mercados en desarrollo.

Las zonas geográficas son: América del Norte, Latino América Norte, Latino América Oeste, Latino América Sur, Europa, Medio Oriente y África (EMEA), Asia y Océano Pacífico (APAC) y por último Joint Ventures y asociados.

En la sección 5 Análisis financiero, se expone información acerca de volúmenes, Ebitda y contribución en el Ebitda por región.

Gráfico 5. Mercados



Fuente: Ab Inbev web site

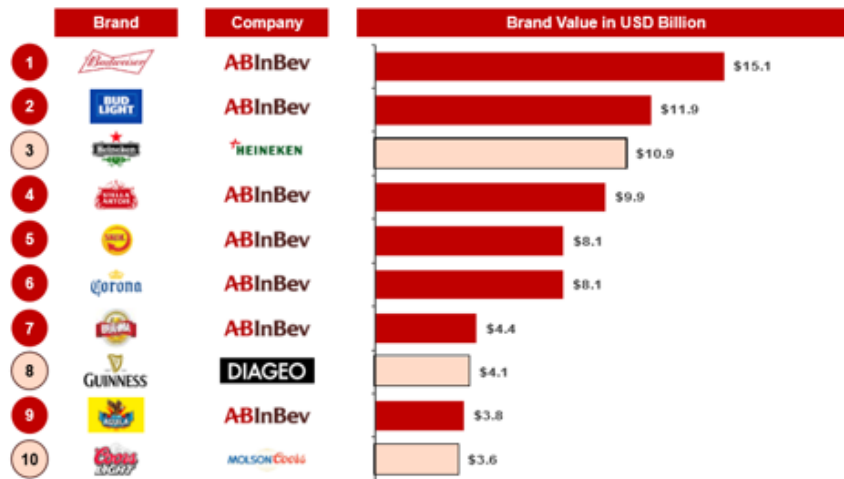
4.4 Estrategia: modelo del diamante

Estamos frente al grupo económico que presenta el portfolio o “mix de marcas” más complejo de la industria a nivel global. Con más de 500 marcas organizadas en 3 categorías:

- Marcas globales: Budweiser, Corona y Stella Artois.
- Marcas “multi país”: Beck’s, Castle, Castle Light, Leffe y Hoegaarden.
- Marcas locales: donde podemos encontrar ejemplos como Águila, Antártica, Bud light, Brahma, Modelo Especial, Quilmes, Skol.

La potencia comercial y la importancia de sus marcas en su cartera de productos es indiscutible, al punto que hoy la firma posee 7 de las 10 marcas de cerveza de mayor valor en el mundo.

Gráfico 6. Las 10 marcas de mayor valor.



Fuente: Ab Inbev web site

Para optimizar este portafolio, la empresa necesita “ubicar” a cada marca en el lugar que corresponde, para entender el rol de cada una en la estrategia. El papel de cada una de las marcas se define para cada mercado en donde opera la compañía, es decir que la misma marca puede presentar un posicionamiento distinto según el país donde la encontremos, alineado a la estrategia global. En este sentido, se definió un modelo denominado “del diamante” para alocar a cada una de sus cervezas. El propósito principal del modelo se vincula con expandir la categoría del mundo de las cervezas y entender el papel que juegan dentro de la industria y el resto de los alcoholes. El consumidor es más exigente que años atrás, más sofisticado, se informa, conoce de componentes. En respuesta a esto se deben desarrollar alternativas de sabor, calibre, amargor y contenido marcario.

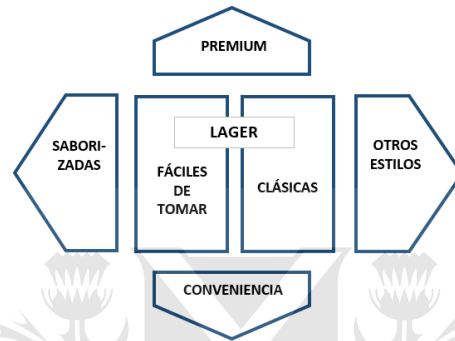
En el centro se encuentran las Cervezas Lager. El Core del negocio, su principal fuente de volumen, con la mayor variedad de SKUs⁴ por marca. Constituyen la columna vertebral de

⁴ SKU representa para una empresa la unidad mínima de un producto que puede ser vendida, comprada, o gestionada al inventario. Sin traducción literal al español podría denominarse “código de artículo” o “número de referencia”.

la compañía y se conforma por las marcas que tienen asociación directa con Ab Inbev en el mind set de los consumidores.

Se identifican cervezas clásicas (con mayor cuerpo y cierto grado de amargor) y cervezas fáciles de tomar (que generan niveles superiores de consumo per cápita).

Gráfico 7. El modelo del diamante



Fuente: elaboración propia en base a Ab Inbev web site

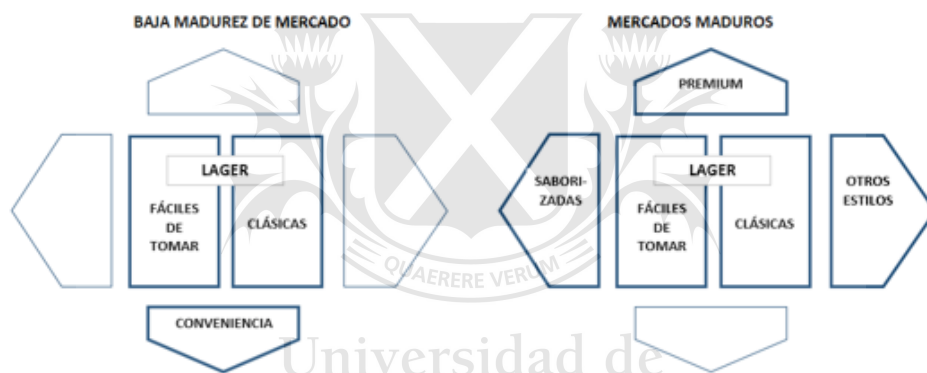
Segmento de Conveniencia. En este nivel se concentra la estrategia de penetración y aumento de ocasiones de consumo. Dentro de la arquitectura de precios, se caracterizan por ser las de menor costo del portfolio.

Segmento Premium. Es el sector donde se enfoca la vanguardia y la innovación de la compañía. Se creó dentro de la firma un área global específica para monitorear y cuidar este segmento denominada “High End Company”. Es el fragmento del modelo que viene aportando los mayores crecimientos de volumen y facturación. Aquí pueden ubicarse, en general y dependiendo de los mercados, a las denominadas marcas globales. Las mismas están demostrando un crecimiento más rápido que el resto del portfolio con mayores márgenes. Parte de este segmento (como por ejemplo la cerveza Patagonia en Argentina) constituye la principal herramienta frente a la “moda” de las cervezas artesanales, con quienes compiten en target de ocasiones de consumo y perfil de sus consumidores.

Segmento “Flavoured Beer” (Saborizadas): como extensión de las cervezas fáciles de tomar, encontramos productos con sabores combinados con frutas y otros alcoholes. Son cervezas que suelen asociarse con algún ritual al momento de consumirse y apuntar directamente a tomar volumen que se disputan con otras bebidas refrescantes como pueden ser tragos o cócteles.

A nivel mundial, la compañía diseña su estrategia de crecimiento de la categoría a partir del nivel de “madurez” de cada mercado. Esto define el portfolio de ataque en cada sector del globo.

Gráfico 8. El modelo del diamante según madurez del mercado



Fuente: elaboración propia en base a Ab Inbev web site

4.5 La compañía dentro del consumo masivo

El foco principal a nivel resultado se centra en la generación de Top Line (facturación), EBITDA⁵ y Cash Flow⁶, formando el “tablero de control” principal de los accionistas. Estos

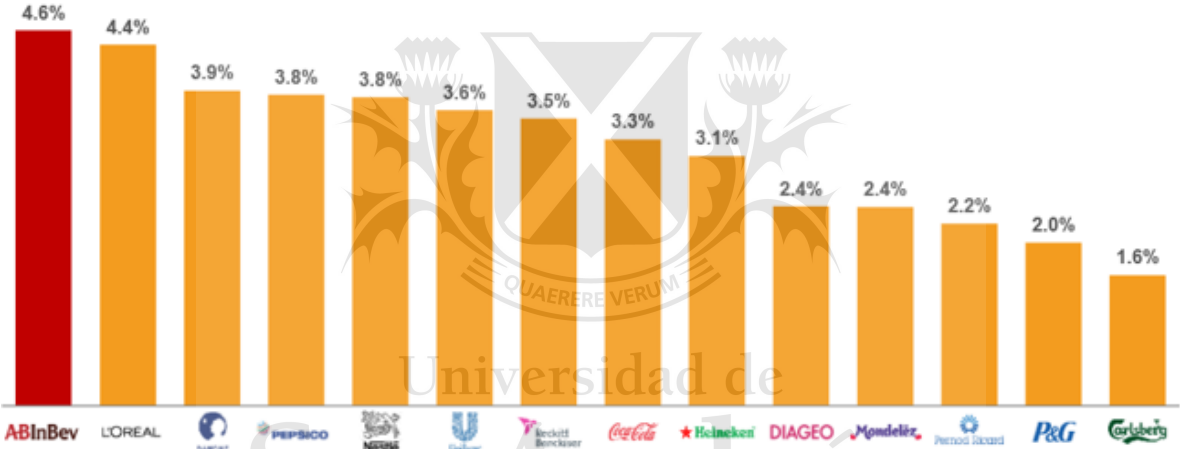
⁵ Ebitda: Su nombre proviene de las siglas en inglés de "Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización" (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). La principal utilidad del EBITDA es que muestra los resultados de un proyecto sin considerar los aspectos financieros o fiscales.

⁶ Cash Flow: son los flujos de entrada y salida de caja o efectivo en un período de tiempo

3 indicadores targets impactan en la estrategia de la compañía en todos sus mercados e incluso en la retribución económica de sus empleados.

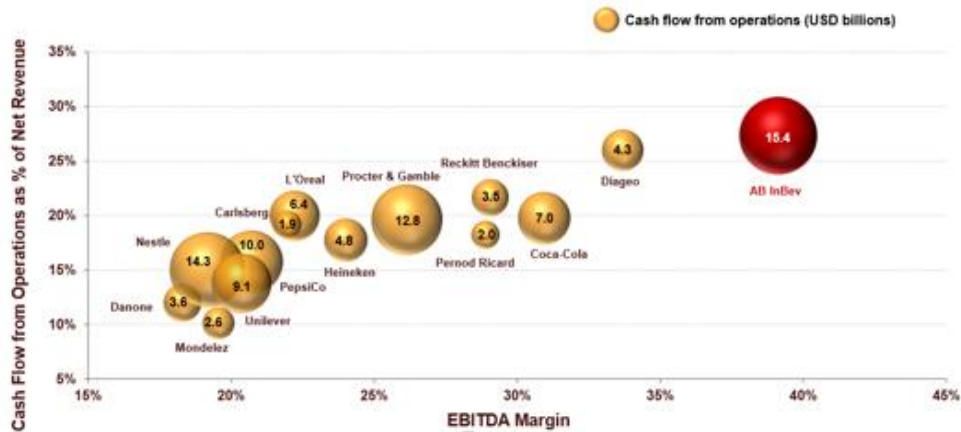
En comparación con el resto de las empresas principales de consumo masivo, AB Inbev no presenta el mayor monto de facturación, pero sí de EBITDA. Esto se debe a su rígida disciplina financiera, control de costos y optimización de las economías de escala de todos sus procesos. El liderazgo en facturación también es uno de sus objetivos principales, y lo viene demostrando en sus tasas de crecimiento de este indicador.

Gráfico 9. Crecimiento de las ventas de las 10 empresas de consumo masivo líderes para el período 2012 – 2017.



Fuente: Ab Inbev web site

Gráfico 10. Ebitda y cash flow (ambos cómo % de las ventas) de las 10 empresas de consumo masivo líderes para el período 2012 – 2017.



Fuente: Ab Inbev web site

4.6 Fusión AB Inbev – Sab Miller

“Luego de un largo proceso de negociación, a finales de 2016 se pudo concretar la compra de la compañía británica SABMiller (propietaria de marcas como *Foster's o Coors*) por parte de la belgo-brasileña AB InBev. El valor de la transacción fue de 79.000 millones de libras (104.000 millones de dólares y 91.500 millones de euros), o su equivalente en 45 libras esterlinas por cada acción⁷”.

La fusión representó, según el instituto de análisis Dealogic, la tercera fusión más grande de la historia; ubicándose solo por detrás de las de Vodafone y Mannesmann en 1.999, y Verizon Communications y Verizon Wireless en el 2013.

En un comunicado a la Bolsa de Londres, la empresa británica informó que sus inversores votaron a favor de la fusión en un 97%. Los dos principales accionistas de SABMiller, Altria

⁷ <https://www.eluniversal.com.co/economica/cerveceras-sabmiller-y-ab-inbev-anuncian-una-de-las-mayores-fusiones-208402-ISEU310796>.

y BevCo, con el 41 % del capital, dieron también su consentimiento en un proceso paralelo.

La empresa realizó dos votaciones para llegar a una definición sobre la fusión de las compañías, en una propuesta supervisada por los tribunales que implicaba que el 75 % de los accionistas de los dos grupos tenían que dar luz verde a la fusión. La decisión no dependía solo de la voluntad económica de las partes involucradas, sino que organismos públicos encargados de velar por la libre competencia y transparencia en los mercados, tuvieron que dar su visto bueno aprobando la adquisición. A un día de que concluyera el plazo de negociación, se anunció la aprobación de la operación y la fusión se concretó.

En palabras del consejero delegado de AB Inbev, Carlos Brito (CEO de la multinacional), ésta decisión *"permite avanzar hacia la reagrupación de nuestras empresas, de nuestros equipos, de nuestra fuerte herencia y de nuestra pasión por la fabricación de cerveza"*. Añadió que el grupo está comprometido a estimular un crecimiento a largo plazo y a crear valor para el conjunto de sus socios.

La firma resultante de la combinación de los dos negocios conservó el nombre de Anheuser-Busch Inbev SA.

Como resultado de esta fusión, la nueva firma produce un tercio de la cerveza que se consume en todo el mundo; tres veces más que la tercera del sector, la holandesa Heineken, cuenta con presencia en más de 80 países y una fuerza laboral conjunta de unas 225.000 personas.

La decisión de la fusión tuvo un trasfondo geográfico dominante: donde SABMiller era fuerte, sobre todo en África, Colombia y en los países de alrededor⁸; AB InBev no está implantada. Y donde AB InBev lideraba, como México, Brasil y la parte sur de Latinoamérica, la presencia de SABMiller era prácticamente anecdótica.

⁸ Mercados que para SAB representaban prácticamente el 70% de sus ingresos.

El nuevo gigante de la cerveza propuso a sus accionistas objetivos muy ambiciosos de aumentar sus ingresos anuales en más de un 50%, a Usd 100.000 millones para el ejercicio 2.020.

4.7 La compañía en Argentina

En nuestro país, la firma se encuentra representada por Cervecería y Maltería Quilmes. Esta empresa es líder nacional del mercado de la cerveza, contando con más de 5.000 empleados, 11 establecimientos industriales, una maltería, 9 centros de distribución y una red con total cobertura nacional de 192 distribuidores independientes.

Los orígenes de la firma en Argentina se remontan al año 1.888, cuando Otto Bemberg (inmigrante alemán) trajo desde su país el entusiasmo y la pasión por la cerveza, y fundó la Cervecería Argentina. El 31 de octubre de 1.890 se "tiró" el primer chopp de cerveza. Desde entonces, comenzó a venderse con la marca "Quilmes", la cual está asociada al nombre de la localidad en donde se fundó inicialmente la fábrica⁹.

La compañía recorrió un extenso camino desde aquel entonces tanto en el mercado local como, con el paso de los años, en el ámbito internacional. Finalmente, en el año 2.002 se selló la asociación estratégica con AmBev (compañía brasilera líder de la industria) y, en abril de 2.006, se concreta el traspaso del paquete accionario mayoritario; consolidándose como una compañía global.

Marcas en el país

Las dos principales fuentes de ventas son las marcas Quilmes (con su familia de variedades) y Brahma. Acompañadas por Budweiser, completan el conjunto de marcas "core" o principales del negocio. Dentro de las denominadas marcas "Core plus" se encuentran 1.890 y Andes Origen (estadío intermedio entre las marcas "core" y las

⁹ <https://www.cerveceriaymalteriaquilmes.com/nosotros/sobre-nosotros>

“Premium” en branding y posicionamiento de precios). El portfolio se completa con el segmento Premium representado por Stella Artois, Corona y Patagonia.

Estrategia comercial

Según lo declarado por Cervecería y Maltería Quilmes en su página oficial (www.cerveceriaymalteriaquilmes.com), la estrategia comercial se centra en determinados pilares fundamentales:

- i. Lograr la preferencia de los consumidores a través del portfolio de marcas ganadoras, pretendiendo crear lazos duraderos con los consumidores para la elección de sus marcas con frecuencia de consumo.
- ii. Conseguir posición ganadora en el punto de venta.
- iii. Eficiencia: optimizar procesos productivos y de contratación/compra. La empresa cuenta con un proceso riguroso de presupuestación que le permite generar previsión y control de costos.

5. Análisis financiero

5.1 Evolución del negocio de Ab Inbev.

A continuación se presenta información sobre el volumen de venta, Margen bruto, Ebit¹⁰, y Ebitda normalizado¹¹ para los últimos cinco años.

Tabla II. Estado de resultados simplificado.

Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	445.786	458.801	502.246	615.880	612.572
Ingresos	45.483	47.063	46.928	53.942	56.444
Costo de ventas	- 18.555	- 18.756	- 18.344	- 21.166	- 21.386
Márgen bruto	26.928	28.307	28.584	32.776	35.058
SG&A	- 13.390	- 14.385	- 14.776	- 18.111	- 18.099
Otros ingresos y egresos operativos	1.262	1.386	1.074	855	854
EBIT normalizado	14.800	15.308	14.882	15.520	17.813
EBITDA normalizado	17.943	18.542	18.145	19.633	22.089
EBITDA normalizado márgen	39,4%	39,4%	38,7%	36,4%	39,1%
Márgen bruto %	59,2%	60,1%	60,9%	60,8%	62,1%

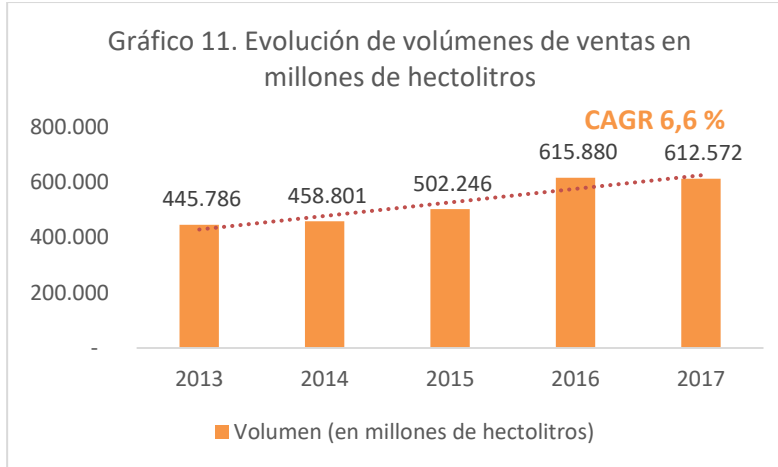
Fuente: elaboración propia en base a balances públicos de Ab Inbev.

El volumen de ventas para el año 2.017 fue de 612.572 millones de hectolitros de cerveza distribuidos en todo su portfolio de marcas, mostrando un crecimiento positivo a lo largo de los años con un CAGR¹² de 6,6%.

¹⁰ Ebit: Ganancia antes de intereses e impuestos.

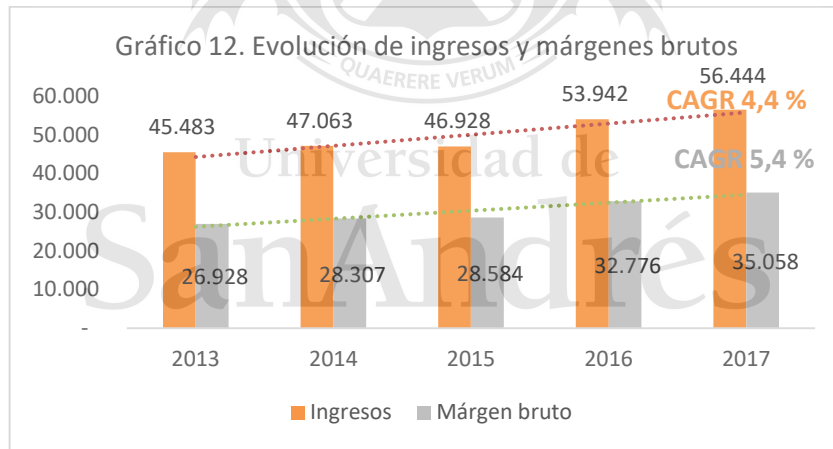
¹¹ Ebitda normalizado: se calcula extrayendo del Ebitda, el beneficio de las operaciones discontinuadas y los siguientes efectos de las operaciones continuas atribuibles a los accionistas de Ab Inbev: participación no controlada, gasto por impuesto a la renta, participación en resultados de asociadas, costo financiero no recurrente, elementos no recurrentes por encima del Ebit.

¹² CARG: La tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR, *Compound annual growth rate*, en inglés) es un término específico de negocios e inversión para la ganancia anualizada lisa de una inversión sobre un periodo dado. La CAGR se utiliza frecuentemente para describir el crecimiento sobre un periodo de tiempo de algunos elementos del negocio, por ejemplo, ingresos, unidades entregadas, usuarios registrados, etc.



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

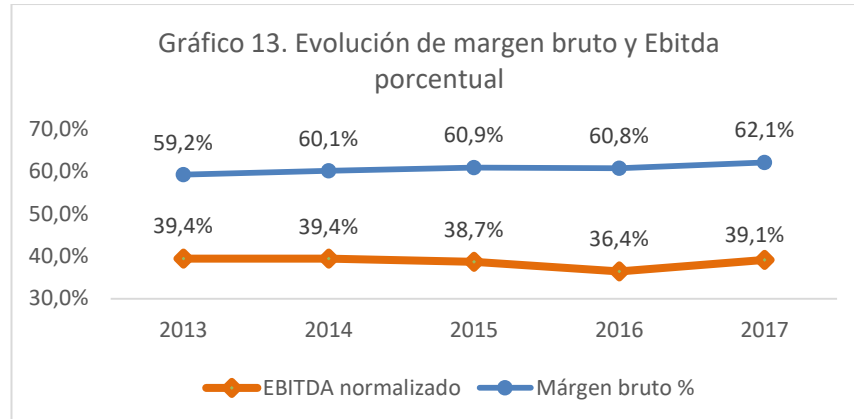
Respecto de los ingresos totales y márgenes brutos de la compañía, ambos mantuvieron una conducta alcista con el paso de los años, con un CAGR del 4,4% y del 5,4% respectivamente.



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Respecto del progreso del margen bruto, el mismo se ha mantenido en niveles superiores al 59%, obteniendo, en el año 2.017, el margen bruto más alto de los últimos 5 años (62,1%).

En cuanto al Ebitda normalizado, su ratio mínimo se registró en el año 2.016, generándose una importante suba al año siguiente (pasando así del 36,4% al 39,1%).



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Segmentos operativos de la compañía

Para una correcta interpretación de la información financiera y resultados, es importante remarcar que la compañía opera alrededor del mundo en 7 segmentos operativos geográficos diferentes. Esto tiene implicancias tanto en el riesgo como en la tasa de rendimiento de la compañía. A continuación se detallan los siete segmentos operativos:

Región	Países incluidos	Región	Países incluidos
Norte América	Estados Unidos	EMEA	Inglaterra
	Canada		Irlanda
América Latina Oeste	América Central		Francia
	México		Italia
	El Salvador		España
	Honduras		Alemania
	Colombia		Bélgica
	Perú		Países bajos
	Ecuador		Suiza
Brasil	Austria		
América Latina Norte	República Dominicana		Ucrania
	Guatemala		Rusia
	Panamá		África
	St. Vicent		Sudáfrica
	Cuba	Tanzania	
	Puerto Rico	Nigeria	
	Barbados	China	
	Dominica	Corea del Sur	
Argentina	Japón		
América Latina Sur	Uruguay	Asia Pacífico	Australia
	Chile		Nueva Zelanda
	Paraguay		India
	Bolivia		Vietnam

El séptimo segmento operativo, el cual no figura en la tabla precedente, se denomina “Exportaciones globales y Holdings”. Este segmento incluye ventas desde las oficinas centrales y el negocio de exportación, ambos no asignados a las regiones geográficas de la compañía.

A continuación se expondrá información de volúmenes, Ebitda normalizado y contribución en el Ebitda normalizado por región.

En la tabla III se muestran los volúmenes medidos en millones de hectolitros, distribuidos por región a lo largo de los años, y nótese que para el 2017, se muestra la incidencia de cada región respecto del total:

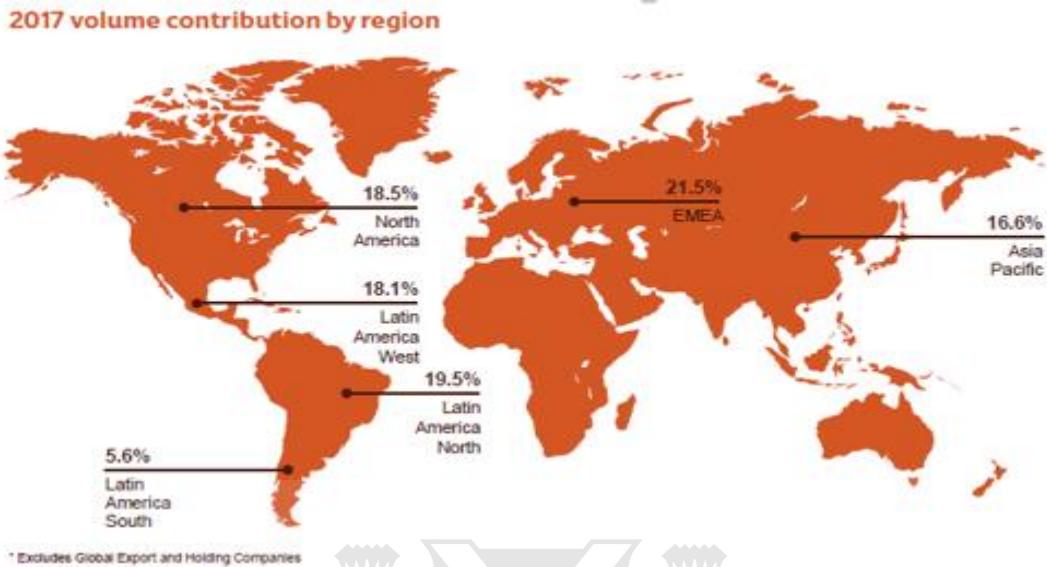
Tabla III. Volumen: contribución por región

Volumen (Mill de hectolitros) - Contribución por región	2013	2014	2015	2016	2017	2017
América del Norte	122.116	121.150	118.151	116.890	113.496	18,5%
A. Latina Oeste	38.185	38.800	61.096	108.995	110.625	18,1%
A. Latina Norte	120.427	125.418	124.106	119.757	119.374	19,5%
A. Latina Sur	36.918	36.826	34.009	32.158	34.062	5,6%
EMEA	47.030	44.278	69.158	134.821	131.692	21,5%
Asia Pacific	65.787	82.529	93.203	101.320	101.986	16,6%
Exportaciones globales y holdings	15.323	9.800	2.522	1.939	1.336	0,2%
AB Inbev en todo el mundo	445.786	458.801	502.245	615.880	612.571	100,0%

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Como puede observarse, la región de América del norte ha experimentado una baja en los volúmenes a lo largo de los últimos años. Por otro lado, América Latina Oeste ha tenido un crecimiento sorprendente debido a la inclusión de nuevos mercados, al igual que la región de Emea y Asia pacífico. En lo que se refiere América Latina Norte, al igual que América del sur, se ha mantenido relativamente estable. Respecto de la participación de cada región en el volumen, se observa que las regiones más relevantes para la compañía, en términos de volumen, son Emea, América Latina Norte, América Latina Oeste y América del Norte.

Gráfico 14. Volumen - Contribución por región año 2017



Fuente: balances públicos de Ab Inbev

En cuanto al Ebitda normalizado por región (medido en porcentaje respecto de las ventas), a continuación se expone la evolución del mismo por región para los últimos 5 años:

Tabla IV. Ebitda normalizado en % por región

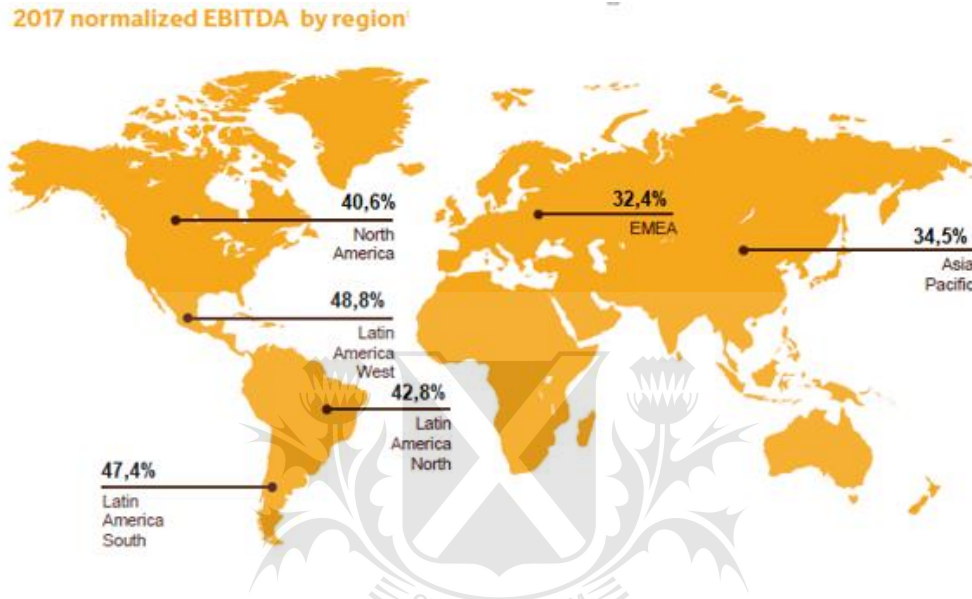
Ebitda normalizado (%) por región	2013	2014	2015	2016	2017
América del Norte	42,0%	42,4%	39,6%	39,8%	40,6%
A. Latina Oeste	41,6%	47,3%	49,7%	46,3%	48,8%
A. Latina Norte	53,2%	51,0%	51,6%	43,9%	42,8%
A. Latina Sur	45,6%	45,7%	47,8%	50,2%	47,4%
EMEA	26,7%	27,6%	30,6%	29,9%	32,4%
Asia Pacifico	16,3%	21,2%	26,1%	29,2%	34,5%
AB Inbev en todo el mundo	39,4%	39,4%	38,7%	36,4%	39,1%

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Se observa que, con el correr de los años, la región de América del Norte y América del Sur han sido dos regiones que no han sufrido grandes variaciones. Por otro lado, las que han experimentado un mayor crecimiento fueron América Latina Oeste, Emea y Asia Pacífico. En el otro extremo, la región que más ha disminuido su Ebitda normalizado fue América Latina Norte (no obstante, es importante remarcar que aún posee un de los mejores

ratios). Actualmente, quienes mayor contribución de Ebitda tienen son América latina Oeste con 48,8%, seguido por América Latina Sur con 47,4% y en tercer lugar América latina Norte con 42,8%.

Gráfico 15. Volumen - Ebitda normalizado por región año 2017



Fuente: balances públicos de Ab Inbev

Si analizamos el Ebitda nominal en millones de Usd, se aprecia que el mismo a nivel compañía global ha ido aumentando constantemente a lo largo de los años. Adicionalmente, las regiones que presentan incrementos nominales son América Latina Oeste, Emea y Asia Pacífico (incidencia de apertura a nuevos mercados, fusiones y compras de empresas en distintas regiones).

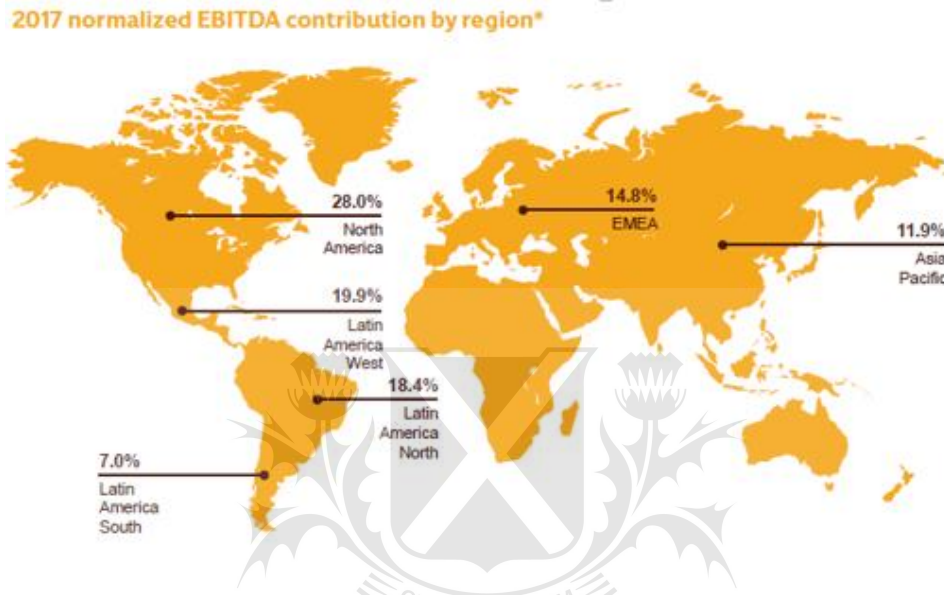
Tabla V. Ebitda normalizado en Usd por región

Ebitda normalizado en millones de Usd por región	2013	2014	2015	2016	2017	2017
América del Norte	6.728	6.820	6.172	6.250	6.329	27,9%
A. Latina Oeste	1.940	2.186	2.680	3.983	4.512	19,9%
A. Latina Norte	5.152	4.979	4.032	3.020	4.180	18,4%
A. Latina Sur	1.491	1.352	1.592	1.431	1.595	7,0%
EMEA	1.341	1.343	1.723	2.903	3.349	14,8%
Asia Pacífico	546	1.067	1.625	2.114	2.695	11,9%
Exportaciones globales y holdings	40	33	- 373	- 837	- 577	0,0%
AB Inbev en todo el mundo	17.238	17.780	17.451	18.864	22.083	100,0%

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

En cuanto a la participación del Ebitda normalizado nominal en 2017, se observa que América del Norte es quien realiza el mayor aporte (27,9%), seguido por América Latina Oeste con una participación en torno al 20%.

Gráfico 16. Ebitda en Usd - Contribución por región año 2017

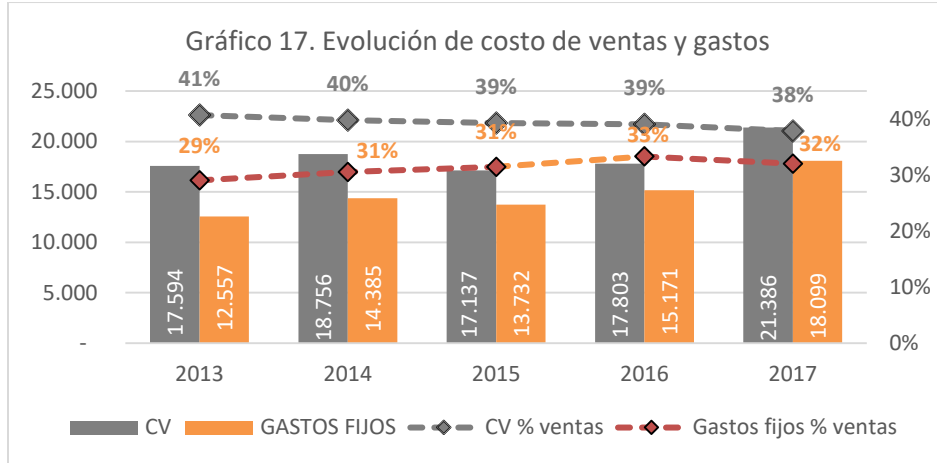


Fuente: balances públicos de Ab Inbev

En cuanto al costo de ventas o costo de los bienes vendidos, el mismo comprende el costo incurrido por la compañía para contar con los bienes de cambios listos para ser comercializados. Éstos incluyen todos los costos directos atribuibles a la producción de los bienes comercializados por Ab InBev (costo de materias primas, costo de mano de obra laboral directa necesaria para la fabricación, etc.).

Adicionalmente, la compañía también incurre en los llamados gastos de ventas, marketing y distribución, los cuales son necesarios para vender, publicitar, distribuir y comercializar sus productos.

En el gráfico expuesto a continuación se presenta la evolución de los costos de ventas y de los gastos relacionados a la venta, comercialización y distribución para los últimos 5 años de Ab Inbev.

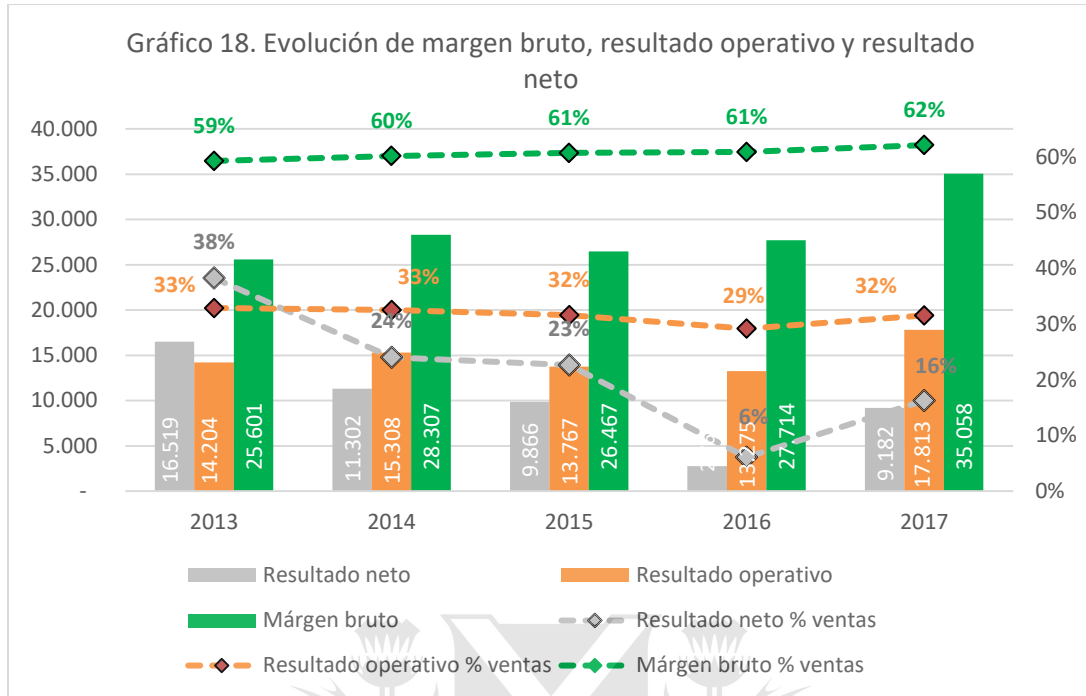


Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

En el gráfico se observa una disminución constante de los costos de ventas mientras que, por otro lado, los gastos fijos presentan un leve aumento a lo largo de los primeros cuatro años (corrigiendo 1% en el año 2017). Asimismo, se observa que estos costos se han mantenido estables a lo largo de los años respecto de las ventas totales de la compañía.

En relación a los resultados de la compañía, en el siguiente gráfico podemos observar la tendencia de ciertos indicadores relacionados:

Universidad de
San Andrés



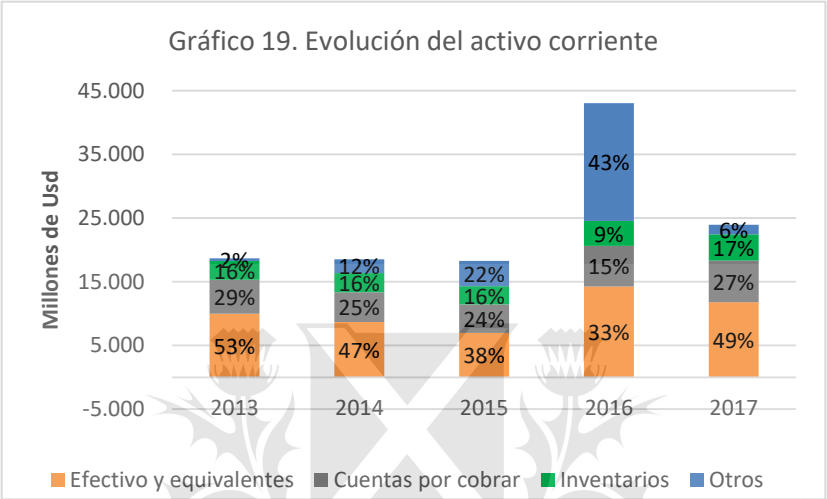
Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Como puede observarse, el margen bruto presenta una tendencia alcista, iniciando el recorrido en el año 2013 con un 59% de margen respecto de las ventas y finalizando el 2017 con un 62%. En cuanto al resultado operativo (calculado como el beneficio operativo del negocio sin tener en cuenta partidas no recurrentes), el mismo se mantuvo estable con el correr de los años, en torno al 32%.

En lo que respecta al resultado neto (calculado luego de incluir resultados de partidas no recurrentes, resultados financieros, participación en resultados de empresas asociadas y negocios conjuntos e impuestos), notamos que el número es relativamente volátil. Esto se debe al efecto de los conceptos mencionados, siendo los más relevantes en su participación el costo del financiamiento en primer lugar y en segundo lugar el gasto por impuesto a las ganancias.

En lo que respecta al análisis de los rubros contenidos en el estado de situación patrimonial, los gráficos a continuación muestran la evolución de los activos y pasivos de la compañía:

Activos corrientes:



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

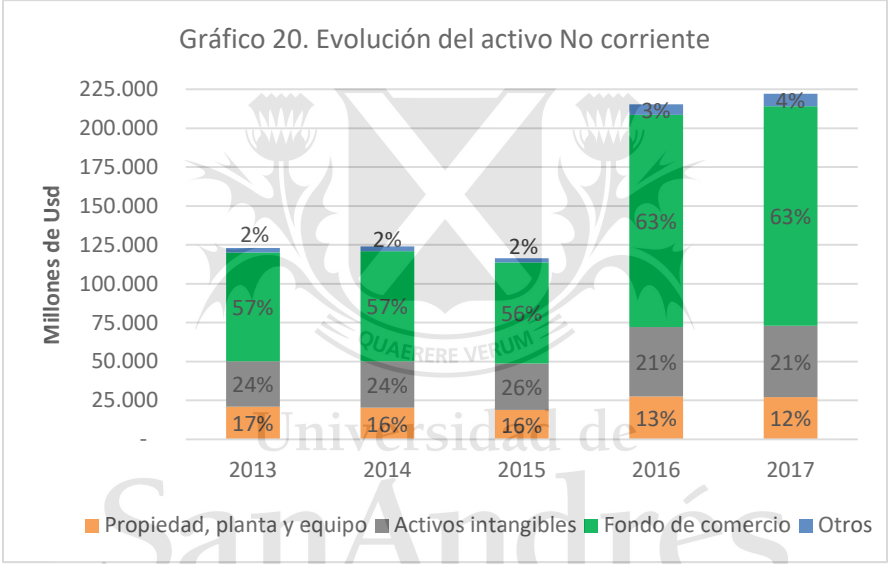
El efectivo y equivalente de efectivo siempre ha sido un rubro voluminoso para la compañía. En lo concerniente a las cuentas por cobrar y los inventarios, los mismos se han mantenido relativamente estables desde 2.013 (a excepción del año 2016). En el año 2.016 el activo corriente se vio incrementado por la operación con Sab Miller (aumento de activos clasificados como mantenidos para la venta). La disminución posterior se debe a la venta de estos activos relacionados con dicha transacción. El rubro “otros” incluye en su mayoría a los activos clasificados como mantenidos para la venta y créditos por impuesto a las ganancias por cobrar.

Activos No corrientes:

El rubro de propiedades, plantas y equipos a lo largo de los últimos 5 años se mostró estable, con una leve baja hacia fines del año 2017 al igual que los activos intangibles y los

otros activos no corrientes. Éstos están compuestos por deudores comerciales y otras cuentas por cobrar y créditos por impuestos diferidos y en menor magnitud por valores de inversión e inversiones en empresas asociadas y negocios conjuntos.

El rubro Fondo de comercio tuvo un crecimiento marcado en los dos últimos años debido a la combinación con Sab Miller, en la cual se reconoció un aumento del fondo de comercio por 74.886 millones de dólares (en el año 2.017 se registró un nuevo reconocimiento en fondo de comercio por 398 millones de dólares principalmente por las adquisiciones de cervecerías artesanales en los Estados Unidos y en China).



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Por otro lado, si analizamos el capital de trabajo, se observa un significativo mejoramiento, como resultado de una reducción del ciclo de conversión de caja de la compañía. Como puede observarse en la tabla VI, el período de cobro de los clientes fue relativamente estable y, aunque los días de inventarios aumentaron levemente, el incremento significativo en el período de pago a los proveedores resultó clave en el mejoramiento del ciclo de caja.

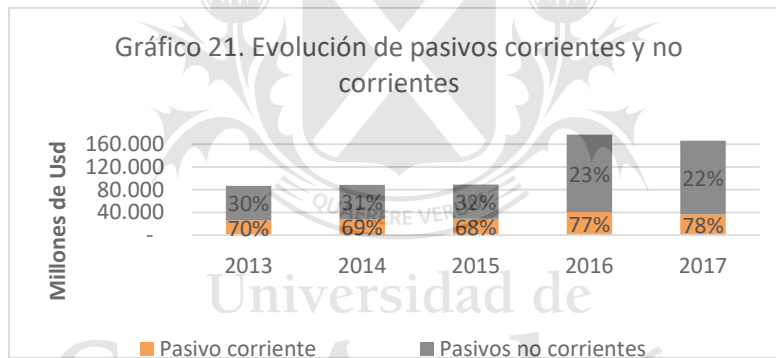
Tabla VI. Ciclo de conversión de caja.

Ratio	2013	2014	2015	2016	2017
Periodo promedio de inventarios (días):	45	37	37	51	42
Periodo promedio de cobro a clientes (días):	61	58	61	80	70
Periodo promedio de pago a proveedores (días):	321	349	376	473	423
Ciclo de conversión de caja	-214	-254	-278	-342	-310

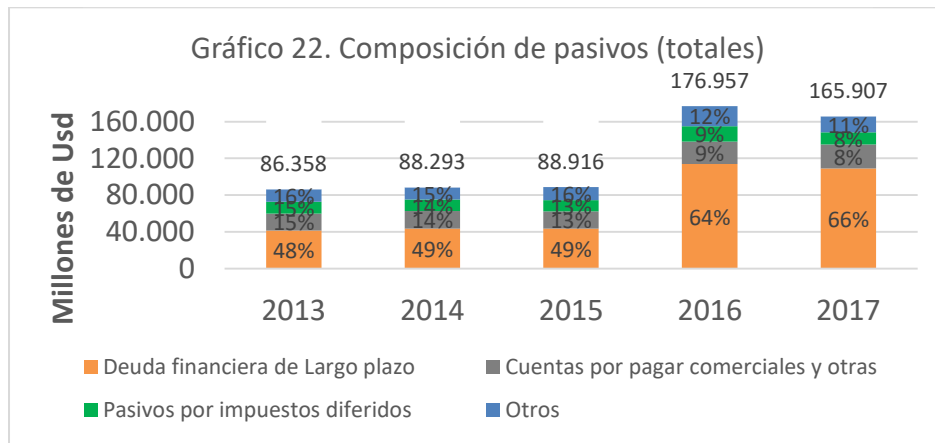
Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Pasivos:

En lo que atañe a los pasivos, se observa que, con el transcurso de los años, la proporción entre pasivos corrientes y no corrientes se mantuvo hasta 2.016, año en el cual se incrementaron en diez puntos porcentuales respecto del total, los no corrientes, debido al incremento de deuda de largo plazo resultante de la operación con Sab Miller.



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

En referencia al pasivo total, vemos que el mismo permaneció estable entre 2013 y 2015, incrementándose en 2016 en un 99% y luego a partir de 2017 comienza a disminuir. Como se mencionó previamente, esto se produjo en virtud de la combinación con Sab Miller.

En lo que respecta a la composición del pasivo, el rubro más significativo es el de la deuda financiera de largo plazo. Se observa que su comportamiento es muy similar al de los pasivos totales: se mantuvo estable entre 2013 y 2015, y a partir de ahí se incrementó hasta llegar a una participación del 64% en 2.016 y 66% en 2.017, por el aumento de obligaciones generadas en la transacción con Sab Miller.

Los otros rubros del pasivo se mantuvieron estables hasta 2.015 y, a partir del 2.016, disminuyeron unos pocos puntos como consecuencia del aumento de las deudas financieras de largo plazo. Dentro del rubro “otros”, se encuentran los sobregiros bancarios y préstamos de corto plazo, impuestos a pagar, provisiones, pasivos asociados con activos mantenidos para la venta y beneficios a los empleados entre otros.

Mediante el uso de diversos instrumentos de crédito, así como de refinanciaciones de sus pasivos, la compañía logra financiar sus actividades. El principal recurso de largo plazo utilizado para hacerse de dinero se encuentra la emisión de bonos no garantizados, representando el 99.4% de la deuda financiera de largo plazo.

Tabla VII. Composición de deuda financiera de largo plazo.

Millones de U\$S	2016	2017	Participación
Préstamos bancarios garantizados	210	230	0,2%
Préstamos bancarios no garantizados	8.266	153	0,1%
Emisiones de bonos no garantizados	105.146	108.327	99,4%
Otros préstamos sin garantía	111	53	0,0%
Pasivos por arrendamientos financieros	208	186	0,2%
	113.941	108.949	100%

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Durante el año 2.017, la compañía completó la emisión de las siguientes series de bonos:

Tabla VIII. Emisión de bonos año 2017.

Fecha	Importe (en MM)	Moneda	Tasa de interes	Fecha de vencimiento
15/5/2017	1.300	Dólar canadiense	2,60%	15/5/2024
15/5/2017	700	Dólar canadiense	4,32%	15/5/2047
24/5/2017	650	Libra esterlina	1,75%	7/3/2025
24/5/2017	700	Libra esterlina	2,25%	24/5/2029
24/5/2017	900	Libra esterlina	2,85%	25/5/2037
6/9/2017	550	Dólar australiano	3,25%	6/9/2022
6/9/2017	650	Dólar australiano	3,75%	6/9/2024
6/9/2017	450	Dólar australiano	4,10%	6/9/2027
6/9/2017	300	Dólar australiano	3 M BBSW+97 bps	6/9/2022

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

A su vez, en Abril de 2.017, la compañía anunció los resultados finales de una oferta de intercambio de bonos, obteniendo como resultado un nuevo plazo de vencimiento de los mismos a producirse el día 6 de Octubre del año 2048 y devengan un interés a una tasa anual del 6,47%.

Tabla IX. Resultado de intercambio de bonos.

Serie	Importe original	Importe renovado Vto. 2048	Importe no renovado
7,55% Debentures vto. 2030	200.000	74.046	125.954
6,80% Debentures vto. 2031	200.000	19.986	180.014
6,80% Debentures vto. 2032	300.000	126.932	173.068
5,95% Debentures vto. 2033	300.000	148.183	151.817
5,75% Debentures vto. 2036	300.000	192.686	107.314
6,45% Debentures vto. 2037	500.000	252.556	247.444
6,375 % Notas vto. 2040	500.000	255.575	244.425
6,00% Debentures vto. 2041	250.000	83.583	166.417
6,50% Debentures vto. 2042	250.000	74.449	175.551
6,50% Debentures vto. 2043	300.000	122.392	177.608

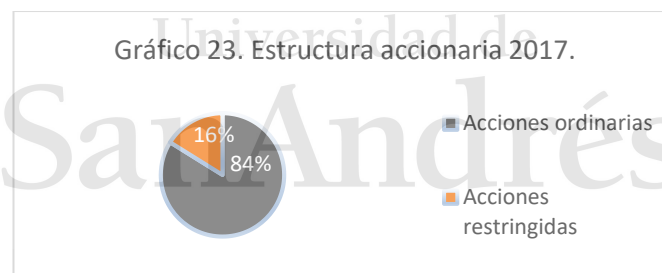
Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Otra alternativa de financiamiento utilizada por la compañía son los papeles comerciales¹³ que, si bien son instrumentos de financiación de corto plazo, son utilizados por Ab Inbev para cubrir necesidades de capital de trabajo.

Composición accionaria:

El capital emitido al 31 de diciembre de 2017 asciende a un total de Usd 1.736 millones de dólares, representado por 2.019 millones de acciones ordinarias las cuales tienen derecho a recibir dividendos y a 1 voto por acción en las reuniones de la empresa. Un 84% del total son acciones ordinarias y admitidas a negociación en Euronext Brussels y el restante 16% son acciones restringidas que no tienen cotización ya que no se pueden negociar en ninguna bolsa de valores y están sujetas a restricciones de transferencia hasta convertirse en acciones ordinarias a elección del tenedor. Esto puede darse recién a partir del quinto aniversario de la fusión con Sab Miller, es decir a partir del 10 de Octubre de 2021.

El total de acciones que permanecen en flotación asciende a 1.693 millones con una capitalización bursátil de 188.898 millones de dólares¹⁴.

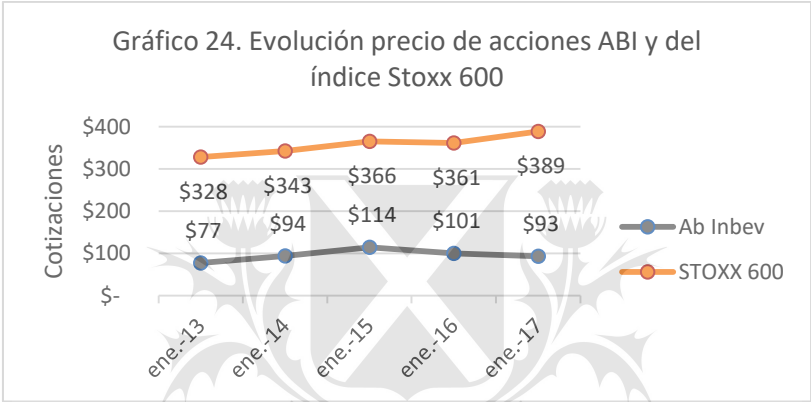


Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

¹³ Los papeles comerciales son pagarés a corto Plazo emitidos por algunas compañías financieras o grandes organizaciones industriales generalmente para financiar los inventarios, cuentas por cobrar o por pagar. El vencimiento suele ser como máximo 270 días y su precio suele incluir un descuento respecto de su valor nominal para reflejar un descuento realizado a las tasas de interés vigentes en el mercado. Éstos pueden venderse, directamente o a través de intermediarios, en contrapartida de la entrega de Mercancía, de la ejecución de trabajos o de la prestación de servicios comerciales. Generalmente no cuentan con respaldos de un colateral, de modo que se trata de un tipo de deuda no garantizada.

¹⁴ Ver en <https://www.ab-inbev.com/investors/corporate-governance/shareholder-structure.html>.

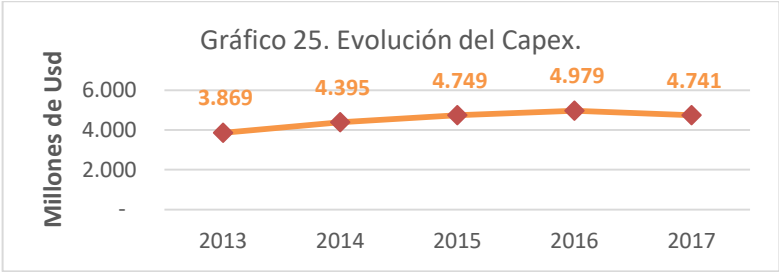
El precio de las acciones de Ab Inbev tuvo una evolución favorable para sus inversores a lo largo de los últimos años excepto para los últimos dos ya que, si bien las expectativas de crecimiento de la empresa a largo plazo se elevaron luego de la fusión con Sab-Miller en Octubre de 2.016, la razón del descenso en el valor de las acciones en el 2.016 y 2.017 es explicada en mayor medida por la subida del dólar, lo que ocasionó una disminución en sus ingresos en el extranjero. El gráfico 24 presenta la evolución de la acción y del índice de mercado Stoxx 600.



Fuente: elaboración propia en base a Yahoo Finance.

Capex:

Los gastos de capital representan el pago con efectivo o crédito para comprar bienes o servicios que se activan en el balance general. Es decir, el impacto en resultados es a través de las amortizaciones. Las inversiones en Capex muestran una tendencia creciente en los últimos años, a excepción del año 2.017.



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

5.2 Análisis y evolución de ratios

5.2.1 Evolución de ratios de Ab Inbev

En la presente sección se incorpora el análisis de distintos ratios de rentabilidad, de endeudamiento y de gestión.

En primer lugar, se observa que el Roa¹⁵ en los primeros años se ha mantenido en torno al 19% y, a partir de 2.016, el mismo disminuyó a casi un 11%. Luego, en el 2.017, comienza a incrementarse nuevamente cerrando el año en 14,2%. En lo que respecta al Roe¹⁶, su evolución ha sido más volátil. Esto sucede porque incorpora en su cálculo a los resultados netos del período, que se encuentran incididos por resultados financieros, de operaciones no recurrentes, adquisiciones y ventas de empresas subsidiarias, entre otros. Si se neutralizara ese efecto, seguramente éste indicador resultaría menos volátil.

Tabla X. Evolución de ratios de Ab Inbev

	Ratio	2013	2014	2015	2016	2017
Ratios de rentabilidad	Márgen Bruto	59,3%	60,1%	60,7%	60,9%	62,1%
	Márgen Neto	38,2%	24,0%	22,6%	6,1%	16,3%
	Ebitda	39,4%	39,4%	38,7%	36,4%	39,1%
	ROA	18,1%	19,9%	19,7%	10,7%	14,2%
	ROE	29,9%	20,8%	21,6%	3,4%	11,4%
Ratios de estructura financiera	Endeudamiento (D. fin / PN)	0,75	0,80	0,95	1,40	1,36
	Apalancamiento (D. fin / A)	0,29	0,31	0,32	0,44	0,44
	Cobertura intereses (EBITDA / INT. FIN)	7,69	6,60	7,06	2,79	3,46
	Activo corriente / Pasivo corriente	0,73	0,68	0,64	1,07	0,66
Ratios de eficiencia	Costo fijo / ventas	0,29	0,31	0,31	0,33	0,32
	Periodo promedio de inventarios (días):	45	37	37	51	42
	Periodo promedio de cobro a clientes (días):	61	58	61	80	70
	Periodo promedio de pago a proveedores (días):	321	349	376	473	423
	Ciclo de conversión de caja	-214	-254	-278	-342	-310

¹⁵ Roa: por sus siglas en inglés *Return On Assets*, también conocido como *Return on Investments* o ROI. Es la relación entre el beneficio logrado en un determinado período y los activos totales de una empresa. Se utiliza para medir la eficiencia de los activos totales de la misma independientemente de las fuentes de financiación utilizadas y de la carga fiscal del país en el que la empresa desarrolla su actividad principal. Dicho de otro modo, el ROA mide la capacidad de los activos de una empresa para generar renta por ellos mismos. Este indicador indica cuánta rentabilidad le proporciona cada euro invertido en la misma.

¹⁶ Roe: por sus siglas en inglés, *Return On Equity*, también conocido como rentabilidad sobre recursos propios es uno de los principales parámetros que se utilizan para el análisis fundamental de una empresa. El ROE es el ratio que mide el rendimiento que obtienen los accionistas en una sociedad. Es decir, el ROE trata de medir la capacidad que tiene la empresa para remunerar a sus accionistas. Los accionistas pueden analizar el rendimiento del capital empleado en una inversión y, de esta manera, comprobar si les compensará mantener sus fondos en la sociedad.

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Analizando los ratios de estructura financiera, se observa que el endeudamiento en los primeros 3 años fue menor a uno, lo que significa que con el patrimonio neto la compañía puede hacer frente a sus obligaciones de largo plazo. Luego por la fusión con Sab Miller, la compañía se endeudó y este ratio se incrementó. Esto, si bien podría ser un alerta en cualquier empresa, en una compañía como Ab InBev no resulta crítico debido a las positivas perspectivas de crecimiento que posee la compañía al insertarse en un mercado como el de África luego de la fusión.

El apalancamiento se mantuvo en un promedio de 0,35, lo que significa que la deuda de largo plazo respecto del activo representó un 35% aproximadamente. El ratio de cobertura de intereses muestra que el Ebitda es suficiente para afrontar las obligaciones de intereses de la deuda de largo plazo.

En lo concerniente a los ratios de eficiencia, si analizamos el plazo de cobro de las cuentas a cobrar, los días promedio de inventarios, y el plazo de pago de las cuentas por pagar, en conjunto dan lugar al ratio de ciclo de conversión de caja, mejorando año a año ya que el mismo es negativo, resultante de un plazo de pago a proveedores mayor que el promedio de días de inventario y de cobranza de ventas.

Por otro lado, el apalancamiento operativo resultante del cociente entre los costos fijos y las ventas se observa una estabilidad en torno al 0,32.

5.2.2 Comparación Ab Inbev con competidores

La información que se presenta en ésta sección muestra la comparación entre los ratios de rentabilidad, financieros y de eficiencia del año 2017 de Ab Inbev y otras cuatro compañías de la industria de bebidas alcohólicas. Ellas son: Heineken, Molson Coors, Carlsberg y Diageo.

Analizando los ratios de rentabilidad de la tabla XI se observa que Ab Inbev lidera el ratio de margen bruto y del Ebitda, en cuanto al margen neto, está en primer lugar la compañía Carlsberg, y en segundo lugar posicionada Ab Inbev. En cuanto a la rentabilidad de los activos y del patrimonio neto, se observa que hay dos compañías por encima de Ab Inbev, lo que la sitúa en una posición intermedia respecto de las competidoras.

Tabla XI. Comparación de ratios de Ab Inbev con sus competidoras.

	2017	Ab Inbev	Heineken	Molson Coors	Carlsberg	Diageo
Ratios de rentabilidad	Márgen Bruto	62,1%	38,6%	43,5%	50,9%	60,2%
	Márgen Neto	16,3%	10,0%	12,9%	3,3%	23,0%
	Ebitda	39,1%	23,6%	23,1%	22,0%	32,5%
	ROA	14,2%	8,0%	15,8%	27,6%	25,5%
	ROE	11,4%	14,8%	10,5%	20,1%	23,0%
Ratios de estructura financiera	Endeudamiento (D. fin / PN)	1,36	1,06	0,90	0,49	0,80
	Apalancamiento (D. fin / A)	0,44	0,37	0,40	0,21	0,33
	Cobertura intereses (EBITDA / INT. FIN)	3,46	8,37	7,39	8,54	6,95
	Activo corriente / Pasivo corriente	0,66	0,78	0,64	0,61	1,30
Ratios de eficiencia	Costo fijo / ventas	0,32	0,24	0,28	0,37	0,32
	Periodo promedio de cobro a clientes (días):	42	62	24	27	79
	Periodo promedio de inventarios (días):	70	50	35	46	145
	Periodo promedio de pago a proveedores (días):	423	169	157	162	278
	Ciclo de conversión de caja	-310	-57	-98	-89	-54

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales del año 2017 de las 5 compañías.

Interpretando los ratios de estructura financiera, Ab Inbev muestra un apalancamiento similar a la de sus pares, donde la deuda financiera está en torno al 30%, Ab Inbev está en un 40%, levemente más elevada. En relación al endeudamiento, el mayor ratio lo tiene Ab Inbev debido a la toma de deuda que asumió por la operación de fusión con SabMiller. La cobertura de intereses si bien es la más baja de las 5 compañías, se observa que con su Ebitda le permite cubrir cómodamente el pago de sus intereses financieros.

Analizando los ratios de eficiencia, se percibe que Ab Inbev tiene un apalancamiento operativo similar a la de sus competidoras. Asimismo el ratio de conversión de caja es el más bajo de todos, exponiendo la eficiencia de la compañía en el manejo de sus activos corrientes y de su capital de trabajo. Si se analizan los 3 ratios que conforman el índice de conversión de caja, se observa que si bien tanto el período de cobro a los clientes y el promedio de días de los inventarios no son los menores, éste efecto es compensado por el extenso período de pagos a los proveedores con el que Ab Inbev se financia.

6. Valuación de Ab Inbev por flujos de fondos descontados

En los análisis financieros efectuados, se procederá a estimar el valor intrínseco del capital accionario de Ab Inbev al 31 de diciembre del año 2.017. Se valorará la empresa por la metodología de flujos de fondos descontados, reconocida por sus siglas en inglés como DCF. Se utilizan los flujos de fondos libres a la firma y como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital (WACC¹⁸) estimado en base al modelo CAPM¹⁹. Se eligió dicha metodología debido a la posibilidad de contar con suficiente información disponible sobre la cual estimar los flujos, ya que Ab Inbev cotiza en bolsa y publica sus reportes financieros y otra información relevante para inversores en su página web¹⁷.

Éste método determina el valor de una compañía como la suma de los valores actuales de los flujos de fondos libres que una empresa espera generar en el futuro. Estos flujos deben ser descontados a una tasa que refleje el costo de financiamiento del capital de la empresa.

La estimación de la tasa a la cual se descontarán los flujos de fondos libres se realiza mediante la metodología del costo promedio ponderado de capital, conocido por sus siglas en inglés como WACC¹⁸, utilizando el modelo CAPM¹⁹. El WACC representa el costo de financiamiento con accionistas (llamado costo del Equity o K_e) y acreedores (conocido como K_d). El primero es la tasa de retorno que los accionistas esperan sobre el capital invertido y el segundo representa la tasa de interés requerida por aquellos agentes económicos que le otorgan financiamiento a la empresa.

¹⁷ Ver: <https://www.ab-inbev.com/>

¹⁸ El WACC, de las siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, también denominado en español como costo promedio ponderado del capital (CPPC).

¹⁹ CAPM: de las siglas en inglés *Capital Asset Pricing Model*, es un modelo financiero desarrollado en la década del sesenta del siglo pasado y que vincula, linealmente, la rentabilidad de cualquier activo financiero con el riesgo de mercado de ese activo.

El valor de una compañía o valor total de sus activos, medido a través de la metodología de DCF es el valor presente o actual de los flujos de fondos futuros, descontados al costo promedio ponderado del capital. Matemáticamente:

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+WACC)^t} + VT_n \quad \text{Con: } VT_n = \frac{FF_{N+1}}{(WACC-g)}$$

Donde:

- VPN_{FF} : es el valor presente neto de los flujos de fondos, a los que al final se les descontará el valor de la deuda de mercado.
- FF_t : es el flujo de fondos del momento "t".
- WACC: es la tasa de descuento.
- VT_n : es el valor terminal en el momento "n".
- g: es la tasa de crecimiento esperada de los flujos de fondos a perpetuidad.
- FF_{N+1} : es el flujo de fondos del momento "N+1".

El flujo de fondos se determina del siguiente modo:

FF = Utilidad antes de impuestos e intereses

- + Depreciaciones y amortizaciones
- Impuesto a las ganancias (asumiendo que la empresa no tiene deuda financiera)
- Inversión en capital (CAPEX)
- Variación de capital de trabajo.

En ésta tesis se estimarán los flujos de fondos esperados para un plazo de 5 años, es decir para los años comprendidos entre 2.018 y 2.022, a lo que luego se le adicionará el valor terminal que resume lo aportado por todos los flujos de fondos posteriores a 2.022.

Ambos se descontarán hasta la fecha de la valuación usando la tasa WACC, para obtener de éste modo el valor de la compañía. Luego, para alcanzar el valor del capital accionario, se debe sustraer el valor de mercado de la deuda financiera de Ab Inbev existente a la fecha de la valuación.

Adicionalmente, a la estimación del valor intrínseco del capital accionario por el método de DCF, se le incorporará una contrastación vía valuación por múltiplos.

6.1 Estimación de tasa Wacc

Previamente se definió la metodología a utilizar: Método del WACC. Es por ello que en esta sección se calcularán las tasas de descuento a aplicar en la valuación.

El cálculo del costo promedio ponderado del capital combina el costo de los distintos componentes de la financiación de una compañía y su fórmula se expresa a continuación:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times \frac{D}{E + D} \times (1 - t)$$

Donde:

K_e : es el costo del *Equity* o costo del capital propio.

E : es el valor de mercado del *Equity* o del capital propio.

K_d : es el costo de la deuda antes de impuestos.

D : es el valor de mercado de la deuda.

t : es la tasa de impuesto a las ganancias.

K_e o costo del equity:

El CAPM señala que el costo del capital propio es igual al retorno de activos libres de riesgo, más una prima de riesgo asociada al riesgo que enfrenta el accionista al invertir en

la empresa. Esta prima es calculada a través de la beta de la empresa y la prima de mercado. Dicho esto, se deduce que el costo del capital se estima del siguiente modo:

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

Rf o tasa libre de riesgo: es el retorno asociado a un activo financiero que no posee ningún riesgo de incumplimiento de pago, cuya duración sea asimilable a la de los flujos de fondos de la inversión en cuestión²⁰. En este caso se utilizará la tasa de los bonos a 10 años del tesoro de Estados Unidos a la fecha más cercana de la valuación (29/12/2017). Es decir, 2,40%²¹.

β : Se calcularon los betas de los retornos diarios, semanales y mensuales de Ab Inbev (ABI) contra los rendimientos del índice Stoxx 600²² para los últimos 5 años. Tanto los retornos de la acción como del índice se obtienen en moneda euros, por lo que los mismos fueron dolarizados para poder conseguir el beta en moneda dólar. Las acciones de Ab Inbev cotizan en la bolsa Euronext bajo ticket ABI. Se considera que el índice Stoxx 600 es el más representativo del mercado de Ab Inbev debido a que el mismo se compone por las 600 compañías europeas más importantes en lo que respecta a su capitalización bursátil. La estimación del beta se realizó por medio de una regresión lineal. Luego de calcular los betas, se tomó un promedio de los mismos, resultando el mismo en 1,1733.

²⁰ Ver Damodaran, A. Corporate Finance: Theory and practice. 2001.

²¹ Fuente: Departamento del tesoro de los Estados Unidos. Sitio web: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2017>.

²²STOXX 600: es un índice bursátil compuesto de las 600 principales compañías por capitalización bursátil europeas. Tiene un número fijo de 600 componentes que representan a las empresas de gran, media y pequeña capitalización en 18 países europeos, que cubren aproximadamente el 90% de la capitalización de mercado libre del mercado de renta variable europea. Los países que componen el índice son Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suiza, Suecia y Reino Unido.

Beta ABI	
Diario	1,1526
Semanal	1,1687
Mensual	1,1986
Promedio	1,1733

Adicionalmente, a los fines de validar la estimación, se va a comparar con el parámetro beta desapalancado correspondiente a la industria de bebidas alcohólicas provisto por Damodaran²³. Para ello, primero se va a desapalancar el beta obtenido para Ab Inbev. La ecuación que representa la relación entre el beta apalancado y desapalancado es la siguiente:

$$\beta_L = \beta_u X \left[1 + (1 - t) X \frac{D}{E} \right]$$

Donde:

β_L : es el beta apalancado con la estructura de capital de la empresa.

β_u : es el beta desapalancado de la industria.

t: es la tasa de impuesto a las ganancias.

D: es el valor de mercado de la deuda.

E: es el valor de mercado del Equity o del capital propio.

Tabla XII. Cálculo de beta desapalancado de Ab Inbev.

Beta apalancado Ab Inbev	1,1733
Acciones (Millones)	1.693,24
Precio por Acción (U\$D)	111,56
Valor de Mercado del Equity en U\$D millones	188.898
Total Deuda U\$D millones	116.499
Deuda / Valor de Mercado	0,62
Tasa de Impuestos	0,285
Beta desapalancado de Ab Inbev	0,8142

Fuente: elaboración propia.

²³ Betas globales de Damodaran (mundial) año 2017. Ver http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate

El beta desapalancado para Ab Inbev es de 0,8142.

A continuación se expone el beta desapalancado obtenido de Damodaran:

Industria	Cant. De cñias	Beta desapalancada
Bebidas (alcohólicas)	222	0,67

Se optó por utilizar como beta, el beta promedio obtenido a partir de las series históricas regresadas diarias, semanales y mensuales.

ERP o prima de riesgo de mercado: es la diferencia entre la tasa de retorno esperado de una inversión y la tasa libre de riesgo. La metodología más utilizada en la práctica es el cálculo de la misma en base a datos históricos. Se estimó como los retornos anuales promedio del índice Stoxx 600 dolarizado de los últimos 30 años menos la tasa libre de riesgo. Para el caso de Ab Inbev, el ERP se estimó en 5,71 %.

En resumen, el K_e o costo del equity se determinó en 9,10 %, como lo muestra la siguiente tabla a continuación:

Tabla XIII. Cálculo de K_e o costo del equity.

Tasa libre de riesgo	2,40%
Beta	1,173
Prima de riesgo de mercado	5,71%
K_e o costo del capital propio	9,10%

Fuente: elaboración propia.

K_d o costo de la deuda:

La deuda de largo plazo emitida por la compañía permite conocer el costo del endeudamiento al que se enfrenta actualmente. Para estimar éste costo se tomó el rendimiento al vencimiento (*yield to maturity*) promedio de las emisiones de bonos no garantizados nominadas en dólares americanos existentes al momento de la valuación. La

tabla a continuación muestra el listado de las emisiones²⁴ y el rendimiento al vencimiento actual de cada emisión de bonos:

Tabla XIV. Emisiones de bonos vigentes al 31 de Diciembre de 2017.

Emisor	Moneda	Fecha de vto.	Plazo	Tasa cupón	Yield to Maturity	Calificación Moody's	Volumen emitido
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/11/2019	CP	6,875%	3,170%	Baa1	997.630.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2021	CP	3,839%	2,880%	Baa1	500.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2021	CP	2,650%	2,520%	Baa1	7.500.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/2/2021	CP	4,375%	2,700%	Baa1	500.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/7/2022	CP	2,500%	2,480%	Baa1	3.000.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2023	LP	3,30%	2,99%	Baa1	6.000.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	17/1/2023	LP	2,63%	2,60%	Baa1	1.250.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2024	LP	3,70%	2,83%	Baa1	1.400.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2026	LP	3,65%	3,62%	Baa1	11.000.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2036	LP	4,70%	4,65%	A3	6.000.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/1/2039	LP	8,20%	6,97%	Baa1	500.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/11/2039	LP	8,00%	6,27%	Baa1	500.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/1/2040	LP	6,38%	6,18%	Baa1	500.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	15/4/2042	LP	3,75%	4,70%	Baa1	1.000.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	17/1/2043	LP	4,00%	4,49%	Baa1	750.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2044	LP	4,63%	4,65%	Baa1	850.000.000
Anheuser-Busch Inbev Finance Inc.	Usd	2/1/2046	LP	4,90%	5,26%	A3	11.000.000.000
Anheuser-Busch Inbev Worldwide Inc.	Usd	6/10/2048	LP	6,47%	6,85%	Baa1	1.735.169.000
Promedio (total)				4,70%	4,21%		54.982.799.000
Promedio Ponderado (total)				4,04%	3,94%		
Promedio (largo plazo)				4,32%	4,34%		
Promedio ponderado (largo plazo)				4,95%	4,77%		

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de Market Insider.

El rendimiento al vencimiento promedio de los bonos de largo plazo de la compañía ponderado en base al volumen emitido es de 4,77%. Éste representa el costo de la deuda antes de impuestos a utilizarse en el cómputo del costo de capital de Ab Inbev. La deuda en bonos representa el 99,40% del total de la línea del balance referido a préstamos y préstamos con intereses. De allí la relevancia a la hora de tomar este costo como k_d .

Estructura de capital:

Aquí determinaremos los ponderadores de las tasas que se necesitan para poder calcular el WACC. El valor "E", es el valor de mercado del capital de una compañía. En este caso,

²⁴ Véase Reporte anual 2017 Ab Inbev. Véase también Market Insider:

- <https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=45053&maturity=&yield=&bondtype=&coupon=¤cy=333&rating=&country=>
- <https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=282758&maturity=&yield=&bondtype=&coupon=¤cy=333&rating=&country=>

como Ab InBev cotiza en bolsa, se tomará el valor de capitalización de mercado de la misma.

Tabla XIV. Estructura de capital.

Cantidad de acciones en flotación (en millones)	1.693,24
Precio por Acción (U\$D al 29/12/2017)	111,56
Valor de Mercado del Equity en U\$D millones	188.898,09

Fuente: elaboración propia.

El valor “D”, es el valor de mercado de la deuda financiera de una compañía. Para Ab Inbev se tomará el valor de la deuda del balance, ésta tendrá en cuenta el principal recurso utilizado para hacerse de dinero y consiste en la emisión de bonos no garantizados, representando los mismos el 99.4% de la deuda financiera. D = 116.499 millones de dólares.

Finalmente, se obtiene un Wacc para Ab Inbev de 6,93% como lo muestra la tabla a continuación:

Tabla XV. Determinación del Wacc.

Ke	9,10%
Kd	4,77%
Valor de Mercado del Equity (E) U\$S millones	188.898
Deuda (D) U\$S millones	116.499
D/(D+E)	38%
E/(D+E)	62%
Tasa Impuesto a las ganancias	28,50%
1-Tasa Impuesto a las ganancias	71,50%
Costo de Capital (WACC)	6,93%

Fuente: elaboración propia.

Valor terminal:

El valor terminal o a perpetuidad está representado por la siguiente ecuación:

$$Valor\ terminal = \frac{FCF_{t+1}}{(WACC - g) \times (1 + WACC)^t}$$

Donde:

FCF_{t+1} : es el flujo de fondos libre proyectado por un año más luego de las proyecciones anuales definidas. Para Ab Inbev se proyectan 5 años, por lo que para calcular el valor terminal se va a proyectar un período más.

g : es la tasa de crecimiento de largo plazo o a perpetuidad.

$WACC$: es el costo promedio ponderado del capital.

La tasa de crecimiento a perpetuidad de Ab Inbev es de 3,84 %. La misma representa la tasa de crecimiento anual promedio ponderada de las tasas de crecimiento de la economía (medido a través del PBI) de las regiones en donde Ab Inbev tiene operaciones.

Tabla XVI. Determinación de la tasa de crecimiento a perpetuidad.

Participación en ventas	
América del Norte	28,9%
A. Latina Oeste	17,4%
A. Latina Norte	16,1%
A. Latina Sur	4,4%
EMEA	18,9%
Asia Pacifico	14,3%
Tasa de crecimiento esperada de la economía (PBI)	
América del Norte	3,05%
A. Latina Oeste	4,99%
A. Latina Norte	4,89%
A. Latina Sur	5,54%
EMEA	3,18%
Asia Pacifico	3,20%
Tasa de crecimiento esperada a perpetuidad	
	3,84%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Fondo Monetario Internacional.

6.2 Proyecciones 2.018 – 2.022

Ventas totales:

Para realizar las proyecciones de ventas para los 5 años siguientes de Ab Inbev, se utilizan proyecciones de mercado proporcionadas por el portal Statista. Dichas proyecciones

contienen distinta información estadística y bases de datos sobre reseñas históricas y proyectadas de las principales variables macroeconómicas de múltiples industrias, como así también información específica sobre una industria en particular como ser variables de ingresos totales, volumen de ventas, compañías líderes, precios promedios de productos, entre otros. La información se puede obtener de manera global o particular para las distintas regiones del mundo.

Para poder proyectar las ventas de Ab Inbev, se extrajeron los datos de la industria de bebidas alcohólicas en lo referido a las proyecciones de ingresos totales y de volumen total. La información está suministrada de forma tal que se puede acceder tanto a importes nominales como a tasas de crecimiento anual de dichas variables. Adicionalmente, como mencionamos con anterioridad, Ab Inbev realiza sus operaciones en 6 regiones diferentes, y se pudo desagregar la información por cada zona debido a que la base de Statista cuenta con esa desagregación. Esta apertura resultó imprescindible ya que para proyectar las ventas correctamente se debe desgregar la información y tratar a cada región por separado.

Con la información proporcionada por Statista respecto del crecimiento porcentual de los ingresos por ventas por región de la industria de bebidas alcohólicas y tomando la participación relativa promedio histórica (2013 – 2017) de las regiones en las ventas de la compañía, se proyectó el crecimiento porcentual de los ingresos totales por región para los años 2018 a 2022. A continuación, en la tabla XVII, se puede observar que la tasa de crecimiento estimada promedio (CAGR) de las ventas para el período 2018 – 2022 es del 3,7% anual.

Tabla XVII. Tasas de crecimiento CAGR de ventas totales por región.

Región	Crecimiento porcentual de los ingresos por ventas por año						Participación promedio 2013-2017 por región en Ventas
	2018	2019	2020	2021	2022	CARG 2018-2022	
América del Norte	3,08%	3,12%	2,77%	2,94%	2,94%	3,0%	34%
A. Latina Oeste	5,57%	5,83%	5,77%	5,71%	5,71%	5,7%	14%
A. Latina Norte	5,57%	5,83%	5,77%	5,71%	5,71%	5,7%	21%
A. Latina Sur	5,57%	5,83%	5,77%	5,71%	5,71%	5,7%	7%
EMEA	0,66%	0,79%	1,09%	1,21%	1,21%	0,9%	15%
Asia Pacific	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,4%	13%
TOTAL	3,63%	3,77%	3,67%	3,72%	3,72%	3,70%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a informes de Statista Online. Consumer market Outlook –Segment report.

Luego, tomando éstos crecimientos porcentuales de ingresos totales, se proyectaron los ingresos totales nominales para cada una de las regiones tal como se observa en la siguiente tabla:

Tabla XVIII. Ingresos totales estimados por región.

EERR	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos totales (en MM usd)	56.444	58.792	60.865	62.995	65.247	67.604
América del Norte	15.588	16.069	16.570	17.030	17.531	18.048
A. Latina Oeste	9.238	9.753	10.322	10.918	11.541	12.199
A. Latina Norte	9.775	10.320	10.922	11.552	12.212	12.909
A. Latina Sur	3.363	3.550	3.757	3.974	4.201	4.441
EMEA	10.344	10.412	10.495	10.609	10.737	10.867
Asia Pacific	7.804	7.913	8.024	8.136	8.250	8.366

Fuente: Elaboración propia en base a informes de Statista Online. Consumer market Outlook –Segment report.

En el anexo 5 se incluyen gráficos que exponen la información histórica y proyectada de los ingresos totales estimados para Ab Inbev, para cada región.

Para las ventas realizadas en la unidad de exportaciones globales, se decidió mantener los ingresos constantes en 775 millones anuales debido a que las mismas son poco significativas dentro del total. El cálculo resulta de promediar los ingresos del año 2.016 y 2.017.

Tabla XIX. Ingresos totales históricos y proyectados de región exportaciones globales.

EERR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos (en millones de usd)	2138	2216	1582	1218	332	775	775	775	775	775

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Costo de los bienes vendidos:

El costo de la mercadería vendida refleja los costos de producción y de transporte relacionados con la venta del producto. Estos costos comprenden todos los recursos materiales, humanos y monetarios necesarios para alcanzar un cierto volumen de producción con una determinada calidad. Dentro de los recursos materiales, Ab Inbev consume materias primas, combustibles, gas natural, energía y fuerza del trabajo como así también otros gastos relacionados al proceso de producción.

Existen algunas restricciones a la hora de estimar estos costos debido a que muchos de los insumos tienen precios muy volátiles y porque a nivel mercado existen distintas condiciones que se encuentran fuera de control por parte de la compañía.

En base a lo dicho anteriormente, se analizó cuanto representó el costo de ventas respecto de las ventas para los últimos 5 años, observándose que el ratio se ha mantenido dentro de un rango acotado. Es por ello que se decidió asumir un ratio del 39% de las ventas para los próximos 5 años, obteniendo en consecuencia un margen bruto estimado de 61%.

Tabla XX. Costo de los bienes vendidos históricos (% de ventas totales).

EERR	2013	2014	2015	2016	2017
CV (% de ventas totales)	41%	40%	39%	39%	38%

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Gastos de ventas, administrativos y de distribución y marketing:

Dada la naturaleza de estos gastos se decidió evitar estimarlos como un porcentaje de las ventas. Siendo más precisos, se prefirió proyectarlos usando como punto de partida el año

2017 y ajustarlos anualmente en base a índices de evolución de precios generales de la economía de cada región.

Para realizar la estimación, tal como queda plasmado en la tabla siguiente, se tomó como punto de partida la información de los balances históricos del total de esta línea de gasto y se obtuvo el porcentaje que representa cada tipo de gasto sobre el total de los mismos. Luego, en base a la participación de cada región en el Ebitda normalizado, se distribuyó el gasto por zona. De este modo se obtuvieron los costos totales nominales por región. Luego en base a la información proporcionada por Statista de la inflación estimada anual por región, se pudieron estimar los costos por ubicación para los 5 años siguientes.

Tabla XXI. Cálculo de gastos de ventas, administración y publicidad.

Información histórica	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio 2013-2017	Promedio 2013-2017 (% del total)
Gastos de distribución	4.061	4.558	4.259	4.543	5.876	4.659	32%
Gastos de ventas y marketing	5.958	7.036	6.913	7.745	8.382	7.207	49%
Gastos administrativos	2.538	2.791	2.560	2.883	3.841	2.923	20%
TOTAL COSTOS FIJOS	12.557	14.385	13.732	15.171	18.099	14.789	100%

Tabla resumen - inflación estimada	% Ebitda (promedio)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zona del Euro (Emea)	11%	0,5%	1,5%	1,6%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%
Asia Pacifico	8%	1,5%	2,1%	2,3%	2,4%	2,5%	2,4%	2,4%
América del Norte	35%	1,4%	1,9%	2,0%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
América Latina Oeste	16%	4,6%	3,5%	3,0%	3,0%	2,8%	2,9%	2,9%
América Latina Norte	23%	2,6%	3,8%	3,8%	4,3%	4,4%	4,0%	3,7%
América Latina Sur	8%	5,3%	3,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Por último, en base a la participación relativa promedio de cada tipo de gasto en el total del rubro, se pudo segregar cada componente de este egreso. A modo de resumen, se incluye la siguiente tabla que contiene los gastos históricos y proyectados.

Tabla XXII. Costos de ventas, administración y publicidad históricos y proyectados.

Estimación	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Gastos de distribución	4.061	4.558	4.259	4.543	5.876	5.973	6.251	6.454	6.667	6.873
Gastos de ventas y marketing	5.958	7.036	6.913	7.745	8.382	9.239	9.668	9.982	10.313	10.630
Gastos administrativos	2.538	2.791	2.560	2.883	3.841	3.747	3.921	4.048	4.182	4.311
Total costos fijos	12.557	14.385	13.732	15.171	18.099	18.959	19.839	20.483	21.162	21.814
Zona del Euro (Emea)	1.400	1.604	1.531	1.692	2.018	2.091	2.171	2.210	2.253	2.297
Asia Pacifico	1.052	1.205	1.150	1.271	1.516	1.582	1.588	1.661	1.701	1.776
América del Norte	4.384	5.022	4.794	5.296	6.318	6.570	6.846	6.991	7.136	7.284
América Latina Oeste	2.020	2.315	2.210	2.441	2.912	3.060	3.215	3.306	3.469	3.570
América Latina Norte	2.912	3.335	3.184	3.518	4.197	4.443	4.727	4.937	5.135	5.323
América Latina Sur	789	904	863	953	1.138	1.213	1.293	1.378	1.469	1.564

Fuente: Elaboración propia en base a informes de Statista Online. Consumer market Outlook –Segment report.

Depreciaciones y amortizaciones:

En primer lugar, se procedió a analizar la evolución histórica de los activos no corrientes a valores originales. Los balances de Ab Inbev muestran un crecimiento en promedio del 2,4%, compuesto del siguiente modo: aumento del 3,2% para propiedades, plantas y equipos, una adición del 3% de los activos intangibles y en el caso del fondo de comercio una incremento del 1,8%, como se puede observar numéricamente en la tabla XXIII y visualmente en el gráfico 26.

Para proyectar las depreciaciones, se analizó la relación histórica entre las depreciaciones anuales y el valor original de los activos no corrientes. Por un lado, se verificó la relación entre las depreciaciones y “propiedades, plantas y equipos” y por otro lado se verificó la correspondencia entre las depreciaciones anuales y los activos intangibles. Estas proporciones se muestran estables para los últimos 5 años, representando un 7% en promedio de las propiedades, plantas y equipos y un 1% promedio respecto de los activos intangibles, tal como se observa en la tabla XXIII.

Para poder proyectar los activos no corrientes, se tomaron las tasas de variación anual para cada uno de los rubros mencionados precedentemente en el primer párrafo de la sección actual. Posteriormente, se le aplicaron las tasas promedio de depreciación obtenidas, para así obtener las depreciaciones proyectadas, tal como se indica en la tabla a continuación:

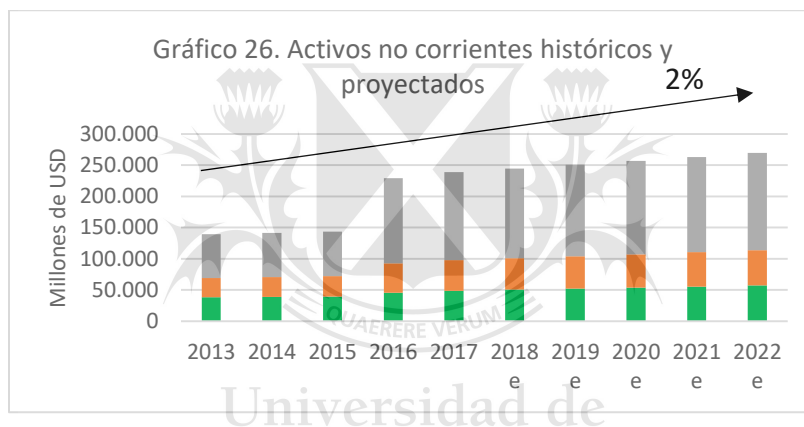
Tabla XXIII. Activo no corriente y depreciaciones históricas y proyectadas.

Activos no corrientes	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM		Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Propiedades, plantas y equipos	38.107	38.610	39.215	45.656	48.724		50.284	51.895	53.557	55.272	57.042	58.868
Variación anual		1%	2%	16%	7%	3%						
Activos intangibles	31.131	31.880	32.671	46.969	48.871		50.337	51.847	53.403	55.005	56.655	58.355
Variación anual		2%	2%	44%	4%	3%						
Goodwill	69.933	70.765	71.609	136.566	140.980		143.800	146.676	149.609	152.601	155.653	158.766
Variación anual		1%	1%	91%	3%	2%						
Total Activos no corrientes	139.171	141.255	143.495	229.191	238.575		244.421	250.417	256.568	262.878	269.350	275.989

Depreciaciones y amortizaciones	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM		Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Propiedades, plantas y equipos	2.641	2.967	2.715	3.022	3.782		3.520	3.633	3.749	3.869	3.993	4.021
Activos intangibles	344	386	438	455	494		503	518	534	550	567	584
Total Depreciaciones y amortizaci	2.985	3.353	3.153	3.477	4.276		4.023	4.151	4.283	4.419	4.559	4.604

Depreciación PPyE (% PPyE)	7%	8%	7%	7%	8%	7%						
Depreciación A. intangibles (% A.	1%	1%	1%	1%	1%	1%						

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.



Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

Capex:

Una vez estimados los activos no corrientes, se utiliza la variación de los mismos para proyectar los gastos de capital, dando como resultado los siguientes flujos de fondos:

Tabla XXIV: Capex histórico y estimado.

Capex	2013	2014	2015	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Total Capex	3.612	2.084	2.240	85.696	9.384	5.846	5.996	6.151	6.309	6.472	6.639

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev

Adicionalmente, a modo de verificar una consistencia en la estimación del gasto en Capex, se analizó la relación histórica y proyectada entre los mismos y los ingresos anuales. Entre

los años 2013 y 2015 ésta relación mantuvo una tendencia estable alrededor del 10%, y analizando los años proyectados, con los importes calculados de inversión en activos no corrientes también se verifica la relación del capex y las ventas, en torno a ese valor. Lógicamente, como ya comentamos previamente, en los años 2016 y 2017, ésta relación se vio afectada por la combinación Sab y por la compra de cervecerías artesanales.

Capital de trabajo:

Para estimar las necesidades de capital de trabajo de Ab InBev, se analizó la evolución histórica de los activos corrientes y su relación con el total de los ingresos por ventas y, por otro lado, los pasivos corrientes y su analogía con el total de costo de ventas de la compañía entre los años 2.012 a 2.017. Se observa que, en promedio para los últimos 5 años, los activos corrientes representaron un 52% respecto del total de ingresos, mientras que los pasivos corrientes representaron en promedio un 170% de los costos de los bienes vendidos. Aplicando éstas proporciones a las estimaciones realizadas de ventas y costos para los años 2.018 a 2.022, se arribaron a las estimaciones del capital de trabajo que a continuación se presentan.

Tabla XXV: Capital de trabajo histórico y estimado.

Capital de trabajo Escenario BASE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM		Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Total Activos corrientes	20.630	18.690	18.541	18.294	43.064	23.960		30.769	31.854	32.969	34.148	35.381	36.740
Total Pasivos corrientes	20.408	25.627	27.208	28.456	40.116	36.212		39.535	40.929	42.361	43.876	45.461	47.207
Capital de trabajo	222	- 6.937	- 8.667	- 10.162	2.948	- 12.252		- 8.766	- 9.075	- 9.392	- 9.728	- 10.080	- 10.467
Variación de capital de trabajo		- 7.159	- 1.730	- 1.495	13.110	- 15.200		3.486	- 309	- 318	- 336	- 351	- 387
Activos corrientes (% ventas)		43%	39%	42%	95%	42%	52%						
Pasivos corrientes (% costo de ventas)		146%	145%	166%	225%	169%	170%						

Fuente: elaboración propia en base a los balances públicos de Ab Inbev.

6.3 Resultado de la valuación por Flujos de fondos Descontados

Como se mencionó anteriormente en ésta tesis, el objetivo de la misma es valorar el capital accionario de Ab Inbev. Para realizar éste trabajo, se utilizaron los siguientes parámetros:

1) Fecha de valuación: 31 de Diciembre de 2017.

- 2) Se estimaron 5 años proyectando sus flujos de fondos libres en millones de dólares, para los años 2018 a 2022.
- 3) Se calculó un valor terminal a perpetuidad en millones de dólares para los periodos subsiguientes al año 2022.
- 4) Se estimó un costo promedio ponderado del capital (Wacc) de 6,93% como tasa de descuento de los flujos de fondos libres.
- 5) Se obtuvo el valor del capital accionario para un escenario base, y en consecuencia el valor por acción de la compañía, para poder compararla con su valor de cotización en el mercado.

Resultado escenario base: utilizando los supuestos mencionados en la sección 6.2 estimación de proyecciones, se obtiene un valor del capital accionario de Ab Inbev al 31 de Diciembre de 2017 de millones de dólares estadounidenses 216.910, lo que equivale a un precio por acción de Usd 128,10. El detalle del armado de los flujos de fondos resultante de los distintos supuestos se detalla en los anexos. No obstante, a continuación, en la tabla XXVI se expone un resumen de los flujos de fondos obtenidos con sus respectivos valores actuales y el valor del capital accionario de Ab Inbev.

Al 31 de Diciembre de 2017, la cotización de las acciones de Ab Inbev era de Usd 111,56. Esto nos indicaría que la cotización de las acciones podría estar subvaluado en aproximadamente un 14,8% respecto del valor fundamental calculado en la valuación.

Tabla XXVI. Valor del capital accionario de Ab Inbev al 31/12/2017.

Ab Inbev	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Ventas totales	58.792	60.865	62.995	65.247	67.604	
- Costo de los bienes vendidos	- 23.217	- 24.036	- 24.877	- 25.766	- 26.697	
Márgen bruto	35.575	36.829	38.118	39.481	40.907	
- Costo de ventas, administración y distribución	- 18.959	- 19.839	- 20.483	- 21.162	- 21.814	
+/- otros ingresos o egresos operativos	588	590	592	600	608	
EBIT (resultado operativo)	17.204	17.580	18.227	18.920	19.702	
- Impuesto a las ganancias	- 4.903	- 5.010	- 5.195	- 5.392	- 5.615	
+ Depreciación y amortización	4.023	4.151	4.283	4.419	4.559	
- Capex	- 5.846	- 5.996	- 6.151	- 6.309	- 6.472	
- Variación de capital de trabajo	3.486	309	318	336	351	
FLUJO DE FONDOS LIBRES	6.992	11.034	11.482	11.973	12.526	405.081
Tasa de crecimiento a perpetuidad						3,84%
Tasa de descuento Wacc	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%
Factor de descuento	0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,72
Valor presente de flujos de fondos libres a Diciembre 2017:	6.538	9.649	9.390	9.157	8.959	289.716
Valor de Ab Inbev al 31 de Diciembre 2017						333.409
- Valor de la deuda financiera neta						116.499
Valor del capital accionario de Ab Inbev - Diciembre 2017 U\$s MM						216.910
Acciones en circulación						1.693,24
Precio por Acción (U\$D)						128,10

Fuente: Elaboración propia.

6.4 Análisis de escenarios alternativos

Se completó el análisis con la estimación del valor del capital para 2 escenarios alternativos: un escenario optimista y uno pesimista. Esto debido a que las proyecciones y estimaciones suelen no ser exactas, por lo que resulta conveniente realizar éste análisis de sensibilidad, introduciendo algunos cambios en variables del escenario base.

Escenario optimista - descripción y resultados: se utilizó para calcular éste escenario un CARG de ventas de un 15% más que en el escenario base, es decir pasar de un CARG de 3,70 % a uno de 4,25%. Esto conlleva a ajustar no solo las ventas sino también todas aquellas estimaciones derivadas de la actividad principal de la compañía y aquellos rubros que para ser estimados se basan en el valor de las ventas anuales de la compañía. Bajo estos parámetros, se obtuvo un valor del capital accionario de millones de dólares estadounidenses 223.370, lo que equivale a un precio por acción de Usd 131,92.

Tabla XXVII. Escenario optimista: valor del capital accionario de Ab Inbev al 31/12/2017.

Ab Inbev	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Ventas totales	59.965	62.093	64.279	66.591	69.011	
- Costo de los bienes vendidos	- 23.680	- 24.520	- 25.384	- 26.297	- 27.252	
Márgen bruto	36.285	37.572	38.895	40.294	41.758	
- Costo de ventas, administración y distribución	- 19.263	- 20.161	- 20.818	- 21.512	- 22.178	
+/- otros ingresos o egresos operativos	600	621	643	666	690	
EBIT (resultado operativo)	17.622	18.033	18.720	19.449	20.271	
- Impuesto a las ganancias	- 5.022	- 5.139	- 5.335	- 5.543	- 5.777	
+ Depreciación y amortización	4.023	4.151	4.283	4.419	4.559	
- Capex	- 5.963	- 6.117	- 6.276	- 6.439	- 6.607	
- Variación de capital de trabajo	3.311	317	326	345	361	
FLUJO DE FONDOS LIBRES	7.349	11.244	11.717	12.230	12.807	412.563
Tasa de crecimiento a perpetuidad						3,84%
Tasa de descuento Wacc	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%
Factor de descuento	0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,72
Valor presente de flujos de fondos libres a Diciembre 2017	6.872	9.833	9.583	9.354	9.160	295.067
Valor de Ab Inbev al 31 de Diciembre 2017						339.869
- Valor de la deuda financiera neta						116.499
Valor del capital accionario de Ab Inbev - Diciembre 2017 U\$s MM						223.370
Acciones en circulación						1.693,24
Precio por Acción (U\$D)						131,92

Fuente: Elaboración propia.

Escenario pesimista - descripción y resultados: se utilizó para calcular éste escenario un CARG de ventas de un 8% menos que en el escenario base, es decir pasar de un CARG de 3,70 % a uno de 3,40%. Del mismo modo que para el escenario optimista, al modificar las ventas de la compañía, se realizaron los ajustes necesarios a las estimaciones de los rubros tanto del estado de resultado como del estado de situación patrimonial. En base a éstas nuevas condiciones, se alcanzó un valor del capital accionario de millones de dólares estadounidenses 213.648, lo que equivale a un precio por acción de Usd 126,18.

Tabla XXVIII. Escenario pesimista: valor del capital accionario de Ab Inbev al 31/12/2017.

Ab Inbev	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Ventas totales	58.173	60.217	62.317	64.538	66.862	
- Costo de los bienes vendidos	- 22.973	- 23.780	- 24.609	- 25.486	- 26.404	
Márgen bruto	35.201	36.437	37.708	39.052	40.458	
- Costo de ventas, administración y distribución	- 18.799	- 19.670	- 20.306	- 20.977	- 21.621	
+/- otros ingresos o egresos operativos	582	602	623	645	669	
EBIT (resultado operativo)	16.983	17.370	18.025	18.720	19.506	
- Impuesto a las ganancias	- 4.840	- 4.950	- 5.137	- 5.335	- 5.559	
+ Depreciación y amortización	4.023	4.151	4.283	4.419	4.559	
- Capex	- 5.785	- 5.933	- 6.085	- 6.241	- 6.401	
- Variación de capital de trabajo	3.578	305	313	331	346	
FLUJO DE FONDOS LIBRES	6.803	10.942	11.399	11.894	12.451	401.132
Tasa de crecimiento a perpetuidad						3,84%
Tasa de descuento Wacc	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%
Factor de descuento	0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	0,72
Valor presente de flujos de fondos libres a Diciembre 2017	6.362	9.569	9.322	9.097	8.905	286.892
Valor de Ab Inbev al 31 de Diciembre 2017						330.147
- Valor de la deuda financiera neta						116.499
Valor del capital accionario de Ab Inbev - Diciembre 2017 U\$s MM						213.648
Acciones en circulación						1.693,24
Precio por Acción (USD)						126,18

Fuente: Elaboración propia.

La tabla XXIX a continuación, resume los resultados del análisis de sensibilidad para los tres escenarios alternativos:

Tabla XXIX. Determinación de capital accionario de Ab Inbev al 31 de Diciembre de 2017 en los 3 escenarios alternativos:

Ab Inbev al 31/12/2017	Escenario		
	Pesimista	Base	Optimista
CARG de ventas 2018 - 2022	3,40%	3,70%	4,25%
Tasa de crecimiento a perpetuidad	3,84%	3,84%	3,84%
Wacc	6,93%	6,93%	6,93%
Valor presente de los flujos de fondos libres a la firma (Usd MM)	USD 43.256	USD 43.693	USD 44.802
Valor presente de valor terminal (Usd MM)	USD 286.892	USD 289.716	USD 295.067
Valor de AB Inbev al 31/12/2017	USD 330.147	USD 333.409	USD 339.869
Deuda financiera neta	USD 116.499	USD 116.499	USD 116.499
Valor del capital accionario de Ab Inbev (Usd MM)	USD 213.648	USD 216.910	USD 223.370
Precio por acción	USD 126,18	USD 128,10	USD 131,92

Fuente: elaboración propia.






7. Valuación por múltiplos de Ab Inbev

Se utilizará un segundo enfoque para valorar a la compañía Ab InBev. El mismo consiste en una valuación relativa o también llamada valuación por múltiplos. Ésta valuación se dice que es relativa ya que su objetivo es valorar activos basándose en el valor actual o precio de mercado de activos similares. Para llevar a cabo éste tipo de valuación, es imprescindible:

- 1) Identificar empresas comparables: esto implica reconocer las sociedades competidoras de la empresa a valorar, que realicen actividades similares en cuanto al sector, negocio, riesgo, presencia geográfica, tamaño, etc. Adicionalmente, estas empresas deben ser empresas que coticen en bolsa o que su información financiera esté disponible para poder ser utilizada.
- 2) Seleccionar el múltiplo o ratio más adecuado para realizar la valoración.
- 3) Estimar el valor del capital accionario en base a las métricas de la compañía a valorar.

Respecto del primer punto, se identificaron las principales firmas que compiten con Ab InBev en la industria de bebidas alcohólicas: Heineken, Molson Coors, Carlsberg y Diageo. A continuación, la tabla XXX muestra la información para cada una de las empresas:

Tabla XXX: Compañías comparables con Ab InBev. Información en MM de Usd.

Compañía	Capitalización bursatil	Ebitda	EV / Ebitda	Alcance geográfico	Márgen Ebitda	Márgen operativo	ROE	Ventas (MM Usd)
	59.518,5	6.137,0	12,2	América del Norte Latinoamérica África y Oriente Medio Europa Asia y Pacífico	0,24	0,17	0,15	25.950,5
	18.091,2	2.537,9	11,6	EEUU Canadá Reino Unido Europa	0,23	0,16	0,11	11.002,8
	18.297,9	2.188,2	10,6	Europa Asia	0,22	0,14	0,04	9.957,3
	42.098	5.297,9	9,7	América del Norte Latinoamérica África Europa, Rusia y Turkia Asia y Pacífico	0,33	0,30	0,23	16.285,6
	188.898,1	22.084,0	13,4		0,39	0,32	0,1	56.444,0

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de las 5 compañías.

En cuanto a la selección del múltiplo para realizar la valoración de la compañía, se utilizará en ésta tesis el *Enterprise Value* (EV) sobre el Ebitda, ya que es el ratio más comúnmente usado en la práctica y además se adapta muy bien a empresas de consumo masivo como lo es Ab Inbev. Se seleccionó un rango razonable del múltiplo EV / Ebitda para Ab Inbev. El mismo se determinó que se encuentra entre 10x y 13,5x, con un valor intermedio en 11,75x.

A continuación, en la tabla XXXI se expone la valuación por múltiplos de Ab Inbev. En base a los 3 rangos determinados del múltiplo EV / Ebitda y a la información de Ab Inbev registrada en los balances al 31 de Diciembre de 2017 se estimó el valor de la empresa a esa fecha, a lo que luego se le restó el valor de la deuda financiera neta, determinando de éste modo el valor del capital de Ab InBev. Se observa un capital accionario entre 104.341 y 181.635 millones de dólares, con un punto o rango intermedio de 142.988 millones de dólares.

Tabla XXXI: Valuación por múltiplos de Ab InBev. Información en MM de Usd.

Valuación	Rango inferior	Rango intermedio	Rango superior
EV / Ebitda	10 x	11,75 x	13,5 x
Ebitda AB Inbev USD 22.084			
Valor empresa	USD 220.840	USD 259.487	USD 298.134
Deuda financiera	USD 116.499	USD 116.499	USD 116.499
Valor Equity	USD 104.341	USD 142.988	USD 181.635
Precio por acción	USD 61,6	USD 84,4	USD 107,3

Fuente: Elaboración propia.

Adicionalmente se elaboró un análisis de sensibilidad utilizando valores alternativos del múltiplo EV / Ebitda y del Ebitda. Para el primero, se utilizarán 5 rangos, desde 8x a 14x, y para el segundo, se sensibilizó también con 5 rangos, con variaciones de entre un 5% y 10% de más y en menos respecto del Ebitda de 2017. De ésta análisis se aprecia que el valor del capital de Ab InBev ronda entre 42.506 y 223.595 millones de dólares, lo que determina un valor por acción de entre Usd 25,1 y Usd 132,1 como se puede observar en las tablas siguientes:

Tabla XXXII: Análisis de sensibilidad: valor del Equity de Ab Inbev.

		Múltiplo EV / Ebitda				
		8 x	10 x	11,75 x	13,5 x	14 x
E B I T D A	USD 19.876	USD 42.506	USD 82.257	USD 117.039	USD 151.822	USD 173.917
	USD 20.980	USD 51.339	USD 93.299	USD 130.014	USD 166.728	USD 177.218
	USD 22.084	USD 60.173	USD 104.341	USD 142.988	USD 181.635	USD 192.677
	USD 23.188	USD 69.007	USD 115.383	USD 155.962	USD 196.542	USD 208.136
	USD 24.292	USD 77.840	USD 126.425	USD 168.937	USD 211.448	USD 223.595

Fuente: Elaboración propia.

Tabla XXXIII: Análisis de sensibilidad: valor por acción de Ab Inbev.

		Múltiplo EV / Ebitda				
		8 x	10 x	11,75 x	13,5 x	14 x
E B I T D A	USD 19.876	USD 25,1	USD 48,6	USD 69,1	USD 89,7	USD 102,7
	USD 20.980	USD 30,3	USD 55,1	USD 76,8	USD 98,5	USD 104,7
	USD 22.084	USD 35,5	USD 61,6	USD 84,4	USD 107,3	USD 113,8
	USD 23.188	USD 40,8	USD 68,1	USD 92,1	USD 116,1	USD 122,9
	USD 24.292	USD 46,0	USD 74,7	USD 99,8	USD 124,9	USD 132,1

Fuente: Elaboración propia.

8. Anexos

Anexo 1. Estado de resultados 2013 – 2017.

EERR	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	43.195	47.063	43.604	45.517	56.444
Costo de ventas	- 17.594 -	- 18.756 -	- 17.137 -	- 17.803 -	- 21.386
Ganancia bruta	25.601	28.307	26.467	27.714	35.058
Gastos de distribución	- 4.061 -	- 4.558 -	- 4.259 -	- 4.543 -	- 5.876
Gastos de ventas y marketing	- 5.958 -	- 7.036 -	- 6.913 -	- 7.745 -	- 8.382
Gastos administrativos	- 2.538 -	- 2.791 -	- 2.560 -	- 2.883 -	- 3.841
Otros ingresos / (gastos) operativos	1.160	1.386	1.032	732	854
Beneficio de operaciones antes de partidas no recurrentes	14.204	15.308	13.767	13.275	17.813
Reestructuración	- 118 -	- 158 -	- 171 -	- 323 -	- 468
Negocios y disposición de activos	30	157	524	377	39
Costos de adquisición combinaciones de negocios	- 82 -	- 77 -	- 55 -	- 448 -	- 155
Deterioro de activos	- -	- 119 -	- 82	-	-
Arreglo judicial	-	- -	- 80	-	-
Ajuste de valores razonables	6.410	-	-	-	-
Ganancia de operaciones	20.444	15.111	13.903	12.881	17.151
Costo de financiamiento	- 3.047 -	- 2.797 -	- 2.417 -	- 5.860 -	- 6.192
Ingresos financieros	561	969	1.178	652	378
Ingresos financieros netos no recurrentes / (costo)	283	509 -	214 -	3.356 -	693
Ingreso financiero neto / (costo)	- 2.203 -	- 1.319 -	- 1.453 -	- 8.564 -	- 6.507
Participación en resultados de asociadas y negocios conjuntos	294	9	10	16	430
Beneficio antes de impuestos	18.535	13.801	12.460	4.333	11.074
Gasto por impuesto a las ganancias	- 2.016 -	- 2.499 -	- 2.594 -	- 1.613 -	- 1.920
Beneficio de operaciones continuas	16.519	11.302	9.866	2.720	9.154
Beneficio de operaciones discontinuadas	-	-	-	48	28
Ganancia del año	16.519	11.302	9.866	2.768	9.182

INDICES	2013	2014	2015	2016	2017
MB / Ventas	59,3%	60,1%	60,7%	60,9%	62,1%
Rentabilidad sobre ventas (Utilidad neta / ventas)	38,2%	24,0%	22,6%	6,1%	16,3%
rentabilidad sobre activos	18,1%	19,9%	19,7%	10,7%	14,2%
rentabilidad sobre PN	29,9%	20,8%	21,6%	3,4%	11,4%

Anexo 2. Estado de situación Patrimonial 2013 – 2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Activos	141.666	142.550	134.635	258.384	246.126
Activos corrientes	18.690	18.541	18.294	43.064	23.960
Efectivo y equivalentes de efectivo	9.839	8.357	6.923	8.579	10.472
Valores de inversión	123	301	55	5.659	1.304
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5.362	4.712	4.451	6.391	6.566
Inventarios	2.950	2.974	2.862	3.913	4.119
Activos clasificados como mantenidos para la venta	84	101	48	16.439	133
Derivados		1.737	3.268	971	458
Impuesto a las ganancias por cobrar	332	359	687	1.112	908
Activos no corrientes	122.976	124.009	116.341	215.320	222.166
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.252	1.262	913	868	834
Derivados	-	507	295	146	25
Impuesto a las ganancias por cobrar	-	-	-	6	708
Prestaciones a los empleados	10	10	2	10	22
Activos por impuestos diferidos	1.180	1.058	1.181	1.261	1.216
Valores de inversión	193	30	48	82	100
Activos intangibles	29.338	29.923	29.677	44.568	45.874
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	187	198	212	4.324	5.263
Fondo de comercio	69.927	70.758	65.061	136.533	140.940
Propiedad, planta y equipo	20.889	20.263	18.952	27.522	27.184
Patrimonio Neto y Pasivo					
Pasivos	86.358	88.293	88.916	176.957	165.907
Pasivo corriente	25.627	27.208	28.456	40.116	36.212
Sobregiros bancarios	6	41	13	184	117
Préstamos y préstamos con intereses	7.846	7.451	5.912	8.618	7.433
Impuesto sobre la renta por pagar	1.105	629	669	3.922	1.558
Derivados	1.013	1.013	3.980	1.263	1.457
Cuentas por pagar comerciales y otras	15.461	17.909	17.662	23.086	24.762
Provisiones	196	165	220	869	885
Pasivos asociados con activos mantenidos para la venta	-	-	-	2.174	-
Pasivos no corrientes	60.731	61.085	60.460	136.841	129.695
Préstamos y préstamos con intereses	41.274	43.630	43.541	113.941	108.949
Beneficios a los empleados	2.862	3.050	2.725	3.014	2.993
Pasivos por impuestos diferidos	12.841	12.701	11.961	16.678	13.107
Impuesto sobre la renta por pagar	-	-	-	-	732
Derivados	64	64	315	471	937
Cuentas por pagar comerciales y otras	3.158	1.006	1.241	1.328	1.462
Provisiones	532	634	677	1.409	1.515
Patrimonio Neto	55.308	54.257	45.719	81.425	80.220
Capital emitido	1.735	1.736	1.736	1.736	1.736
Share premium	17.608	17.620	17.620	17.620	17.620
Reservas	18	4.558	13.168	23.769	24.835
Ganancias retenidas	31.004	35.174	35.949	28.214	28.394
Patrimonio atribuible a los accionistas de AB InBev	50.365	49.972	42.137	71.339	72.585
Participaciones no controladoras	4.943	4.285	3.582	10.086	7.635
Total de patrimonio y pasivo	141.666	142.550	134.635	258.382	246.127

Anexo 3. Estado de flujo de efectivo 2013 – 2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Actividades operativas					
Beneficio	16.518	11.302	9.867	2.768	9.182
Depreciación, amortización y deterioro	2.985	3.353	3.153	3.477	4.276
Pérdidas por deterioro en cuentas por cobrar, inventarios y otros activos	91	108	64	110	130
Adiciones / (revocaciones) en provisiones y beneficios para empleados	109	- 85	324	293	178
Costo financiero neto / (ingresos)	2.203	1.319	1.453	8.564	6.507
Pérdida / (ganancia) en la venta de propiedades, planta y equipo y activos intangibles	- 25	4	- 189	4	- 117
Pérdida / (ganancia) en la venta de subsidiarias, asociadas y activos mantenidos para la venta	- 85	- 219	- 362	- 410	- 47
Revalorización de la inversión inicial en Grupo Modelo.	- 6.415	-	-	-	-
Gasto en pagos basados en acciones liquidadas	240	249	221	231	351
Gasto por impuesto a las ganancias	2.016	2.499	2.594	1.613	1.920
Otros elementos no monetarios incluidos en el beneficio	- 105	- 190	- 389	- 286	- 284
Proporción del resultado de asociadas y negocios conjuntos	- 294	- 9	- 10	- 16	- 430
Flujo de efectivo de actividades operativas antes de cambios en el capital de trabajo y uso de disposiciones	17.238	18.331	16.726	16.340	21.666
Disminución / (aumento) en cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	- 25	- 371	- 138	- 714	67
Disminución / (aumento) en los inventarios	- 129	- 354	- 424	- 364	- 213
Aumento / (disminución) en cuentas por pagar comerciales y otras	1.020	1.540	2.348	1.251	365
Aportes a pensiones y uso de provisiones	- 653	- 458	- 449	- 470	- 616
Efectivo generado por operaciones	17.451	18.688	18.063	16.043	21.269
Intereses pagados	- 2.214	- 2.476	- 1.943	- 3.279	- 4.652
Intereses recibidos	297	273	334	558	811
Dividendos recibidos	606	30	22	43	142
Impuesto sobre la renta pagado	- 2.276	- 2.371	- 2.355	- 3.256	- 2.141
Flujo de efectivo de actividades operativas	13.864	14.144	14.121	10.109	15.429
Actividades de inversión					
Adquisición de propiedades, planta y equipo y de activos intangibles	- 3.869	- 4.395	- 4.749	- 4.979	- 4.741
Ingresos por venta de propiedades, planta y equipo y de activos intangibles	257	273	412	211	617
Adquisición de SAB, neto de efectivo adquirido	-	-	-	- 65.166	-
Ingresos de desinversiones relacionadas con transacciones de SAB	-	-	-	16.342	11.697
Impuestos sobre desinversiones relacionadas con transacciones SAB	-	-	-	-	- 3.449
Adquisición de otras subsidiarias, neto de efectivo adquirido	- 17.439	- 7.126	- 990	- 1.445	- 598
Venta de subsidiarias, neto de efectivo dispuesto de	42	426	72	653	42
Neto de ingresos por impuestos de la venta de activos mantenidos para la venta	4.002	- 65	397	146	16
Ingresos netos de la venta / (adquisición) de inversión en títulos de deuda a corto plazo	6.707	187	169	5.583	4.337
Ingresos netos de la venta / (adquisición) de otros activos	13	15	- 195	27	280
Reembolsos / (pagos) netos de préstamos concedidos	131	- 1	- 46	- 229	213
Flujo de efectivo de actividades de inversión	- 10.182	- 11.060	- 4.930	- 60.077	7.854
Actividades de financiación					
Compra de participación no controladora	- 99	- 92	- 296	- 10	- 206
Ingresos procedentes de préstamos	22.464	18.382	16.237	86.292	13.352
Pagos sobre préstamos	- 18.006	- 15.159	- 15.780	- 23.617	- 23.333
Financiamiento neto neto (costo) / ingresos distintos de intereses	563	239	481	3.484	1.542
Dividendos pagados	- 6.253	- 7.400	- 7.966	- 8.450	- 9.275
Ingresos netos de la emisión de capital social	73	83	5	-	-
Acciones de recompra	-	-	- 1.000	-	-
Efectivo recibido por acciones diferidas	1.500	-	-	-	-
Flujo de efectivo de actividades de financiamiento	242	- 3.947	- 9.281	50.731	- 21.004
Incremento / (disminución) neto en efectivo y equivalentes de efectivo	3.924	- 863	- 90	763	2.279
Efectivo y equivalentes de efectivo menos sobregiros bancarios al inicio del año	7.051	9.833	8.316	6.910	8.395
Efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio	- 1.142	- 654	- 1.316	721	- 319
Efectivo y equivalentes de efectivo menos sobregiros bancarios al final del período	9.833	8.316	6.910	8.394	10.355

Anexo 4. Estado de Resultados simplificado 2013 – 2017 por región

AB INBEV TODO EL MUNDO	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	445.786	458.801	502.246	615.880	612.572
Ingresos	45.483	47.063	46.928	53.942	56.444
Costo de ventas	- 18.555	- 18.756	- 18.344	- 21.166	- 21.386
Márgen bruto	26.928	28.307	28.584	32.776	35.058
SG&A	- 13.390	- 14.385	- 14.776	- 18.111	- 18.099
Otros ingresos y egresos operativos	1.262	1.386	1.074	855	854
EBIT normalizado	14.800	15.308	14.882	15.520	17.813
EBITDA normalizado	17.943	18.542	18.145	19.633	22.084
EBITDA normalizado márgen	39,4%	39,4%	38,7%	36,4%	39,1%

AB INBEV AMERICA DEL NORTE	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	122.116	121.150	118.151	116.890	113.496
Ingresos	16.023	16.093	15.603	15.698	15.588
Costo de ventas	- 6.519	- 6.391	- 6.122	- 5.858	- 5.777
Márgen bruto	9.504	9.702	9.481	9.840	9.811
SG&A	- 3.640	- 3.933	- 4.113	- 4.438	- 4.361
Otros ingresos y egresos operativos	67	299	50	39	36
EBIT normalizado	5.931	6.068	5.418	5.441	5.486
EBITDA normalizado	6.728	6.820	6.172	6.250	6.329
EBITDA normalizado márgen	42,0%	42,4%	39,6%	39,8%	40,6%

AB INBEV AMERICA LATINA OESTE	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	38.185	38.800	61.096	108.995	110.625
Ingresos	4.669	4.619	5.396	8.595	9.238
Costo de ventas	- 1.570	- 1.374	- 1.486	- 2.488	- 2.555
Márgen bruto	3.099	3.245	3.910	6.107	6.683
SG&A	- 1.742	- 1.691	- 1.898	- 2.842	- 2.876
Otros ingresos y egresos operativos	200	237	241	105	89
EBIT normalizado	1.557	1.791	2.253	3.370	3.896
EBITDA normalizado	1.940	2.186	2.680	3.983	4.512
EBITDA normalizado márgen	41,6%	47,3%	49,7%	46,3%	48,8%

AB INBEV AMERICA LATINA NORTE	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	120.427	125.418	124.105	119.757	119.374
Ingresos	11.010	11.269	9.156	8.630	9.775
Costo de ventas	- 3.576	- 3.741	- 3.059	- 3.239	- 3.744
Márgen bruto	7.434	7.528	6.097	5.391	6.031
SG&A	- 3.089	- 3.238	- 2.626	- 2.701	- 3.060
Otros ingresos y egresos operativos	807	689	561	330	361
EBIT normalizado	5.152	4.979	4.032	3020	3.332
EBITDA normalizado	5.858	5.742	4.727	3.790	4.180
EBITDA normalizado márgen	53,2%	51,0%	51,6%	43,9%	42,8%

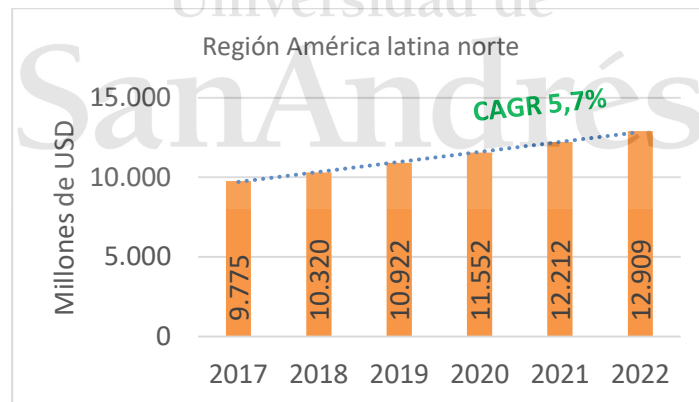
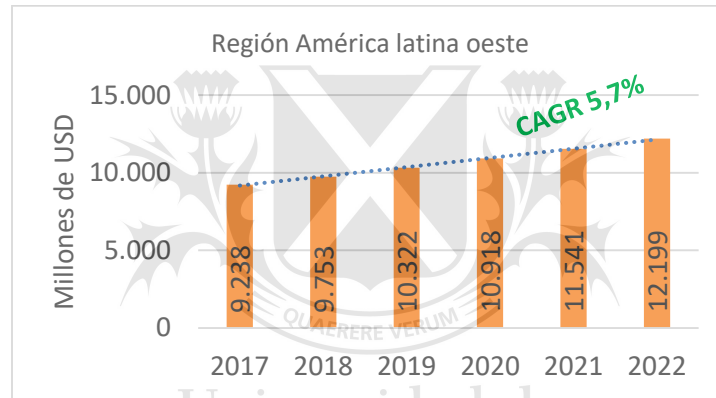
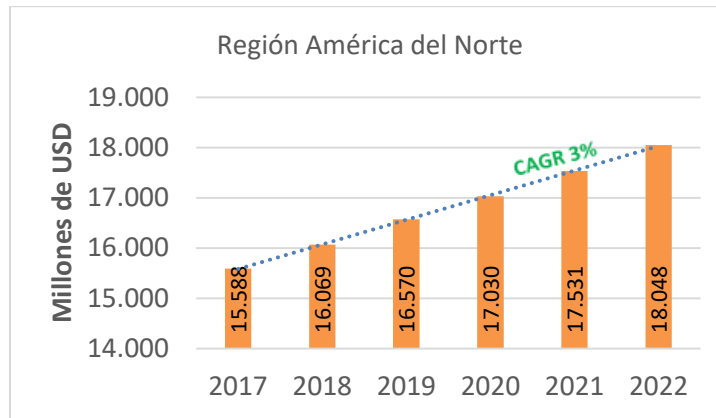
AB INBEV AMERICA LATINA SUR	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	36.918	36.826	34.009	32.158	34.062
Ingresos	3.269	2.961	3.331	2.850	3.363
Costo de ventas	- 1.185	- 1.081	- 1.148	- 927	- 1.207
Márgen bruto	2.084	1.880	2.184	1.923	2.156
SG&A	- 767	- 711	- 780	- 704	- 781
Otros ingresos y egresos operativos	- 5	5	7	20	13
EBIT normalizado	1.312	1.174	1.411	1.240	1.388
EBITDA normalizado	1.491	1.352	1.592	1.431	1.595
EBITDA normalizado márgen	45,6%	45,7%	47,8%	50,2%	47,4%

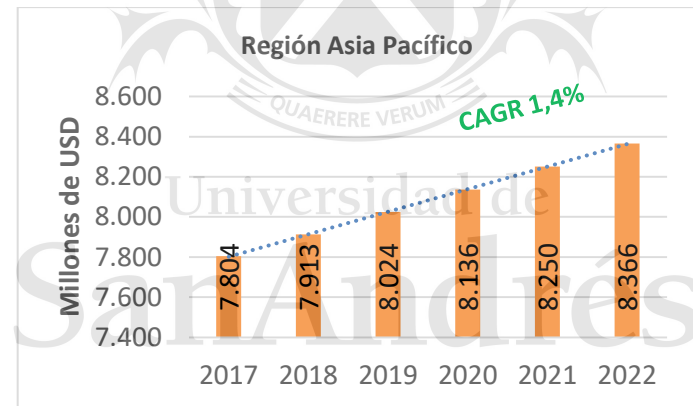
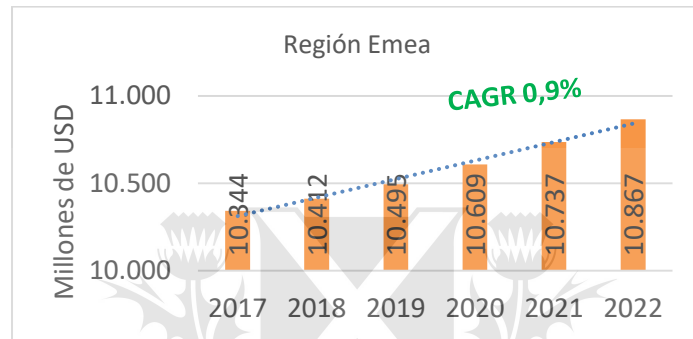
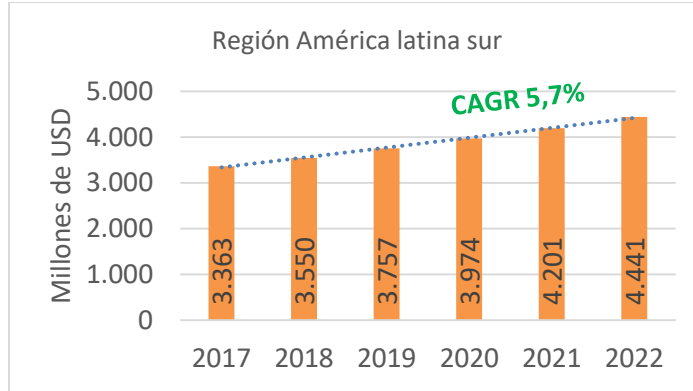
AB INBEV EMEA	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	47.030	44.278	69.158	134.821	131.692
Ingresos	5.021	4.865	5.638	9.700	10.344
Costo de ventas	- 2.272	- 2.081	- 2.348	- 4.381	- 4.609
Márgen bruto	2.749	2.784	3.292	5.319	5.735
SG&A	- 1.933	- 1.906	- 2.017	- 3.197	- 3.336
Otros ingresos y egresos operativos	32	28	30	42	108
EBIT normalizado	848	906	1.305	2.164	2.507
EBITDA normalizado	1.341	1.343	1.723	2.903	3.349
EBITDA normalizado márgen	26,7%	27,6%	30,6%	29,9%	32,4%

AB INBEV ASIA PACIFICO	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	65.787	82.529	93.203	101.320	101.986
Ingresos	3.354	5.040	6.220	7.250	7.804
Costo de ventas	- 1.885	- 2.552	- 2.993	- 3.293	- 3.201
Márgen bruto	1.469	2.488	3.226	3.957	4.603
SG&A	- 1.452	- 2.061	- 2.380	- 2.747	- 2.735
Otros ingresos y egresos operativos	109	90	148	163	168
EBIT normalizado	126	517	994	1.373	2.036
EBITDA normalizado	546	1.067	1.625	2.114	2.695
EBITDA normalizado márgen	16,3%	21,2%	26,1%	29,2%	34,5%

AB INBEV EXPORTACIONES GLOBALES Y HOLDING	2013	2014	2015	2016	2017
Volumen (en millones de hectolitros)	15.323	9.800	2.522	1.939	1.336
Ingresos	2.138	2.216	1.582	1.218	332
Costo de ventas	- 1.549	- 1.538	- 1.190	- 980	- 292
Márgen bruto	589	678	392	238	40
SG&A	- 767	- 845	- 961	- 1.482	- 950
Otros ingresos y egresos operativos	52	39	34	155	79
EBIT normalizado	- 126	- 128	- 535	- 1.089	- 831
EBITDA normalizado	40	33	373	837	577
EBITDA normalizado márgen	1,9%	1,5%	-23,6%	-68,7%	-173,8%

Anexo 5. Ingresos totales históricos y proyectados por región.





Anexo 6. Flujos de Fondos Descontados – Escenario Base

Ab Inbev	2013		2014		2015		2016		2017		2018 e		2019 e		2020 e		2021 e		2022 e		Valor terminal	
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Ventas totales	43.195	47.063	43.604	45.517	56.444	58.792	60.865	62.995	65.247	67.604												
- Costo de los bienes vendidos	- 17.594	- 18.756	- 17.137	- 17.803	- 21.386	- 23.217	- 24.036	- 24.877	- 25.766	- 26.697												
Márgen bruto	25.601	28.307	26.467	27.714	35.058	35.575	36.829	38.118	39.481	40.907												
- Costo de ventas, administración y distribución	- 12.557	- 14.385	- 13.732	- 15.171	- 18.099	- 18.959	- 19.839	- 20.483	- 21.162	- 21.814												
+/- otros ingresos o egresos operativos	1.160	1.386	1.032	732	854	588	590	592	600	608												
EBIT (resultado operativo)	20.444	15.111	13.903	12.881	17.151	17.204	17.580	18.227	18.920	19.702												
- Impuesto a las ganancias	- 2.016	- 2.499	- 2.594	- 1.613	- 1.920	- 4.903	- 5.010	- 5.195	- 5.392	- 5.615												
+ Depreciación y amortización	2.985	3.353	3.153	3.477	4.276	4.023	4.151	4.283	4.419	4.559												
- Capex	- 3.612	- 2.084	- 2.240	- 85.696	- 9.384	- 5.846	- 5.996	- 6.151	- 6.309	- 6.472												
- Variación de capital de trabajo	- 7.159	- 1.730	- 1.495	- 13.110	- 15.200	- 3.486	- 309	- 318	- 336	- 351												
FLUJO DE FONDOS LIBRES	24.960	15.611	13.717	84.061	25.323	6.992	11.034	11.482	11.973	12.526												
Tasa de crecimiento a perpetuidad						6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%												3,84%
Tasa de descuento Wacc						0,94	0,87	0,82	0,76	0,72												6,93%
Factor de descuento																						0,72
Valor presente de flujos de fondos libres a Diciembre 2017						6.538	9.649	9.390	9.157	8.959												289.716
Valor de Ab Inbev al 31 de Diciembre 2017																						333.409
- Valor de la deuda financiera neta																						116.499
Valor del capital accionario de Ab Inbev - Diciembre 2017 U\$s MM																						216.910
Acciones en circulación																						1.693,24
Precio por Acción (USD)																						128,10

Anexo 7. Flujos de Fondos Descontados – Escenario Optimista

Ab Inbev	2013	2014	2015	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e	2022 e	Valor terminal
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM
Ventas totales	43.195	47.063	43.604	45.517	56.444	59.965	62.093	64.279	66.591	69.011	
- Costo de los bienes vendidos	- 17.594	- 18.756	- 17.137	- 17.803	- 21.386	- 23.680	- 24.520	- 25.384	- 26.297	- 27.252	
Márgen bruto	25.601	28.307	26.467	27.714	35.058	36.285	37.572	38.895	40.294	41.758	
- Costo de ventas, administración y distribución	- 12.557	- 14.385	- 13.732	- 15.171	- 18.099	- 19.263	- 20.161	- 20.818	- 21.512	- 22.178	
+/- otros ingresos o egresos operativos	1.160	1.386	1.032	732	854	600	621	643	666	690	
EBIT (resultado operativo)	20.444	15.111	13.903	12.881	17.151	17.622	18.033	18.720	19.449	20.271	
- Impuesto a las ganancias	- 2.016	- 2.499	- 2.594	- 1.613	- 1.920	- 5.022	- 5.139	- 5.335	- 5.543	- 5.777	
+ Depreciación y amortización	2.985	3.353	3.153	3.477	4.276	4.023	4.151	4.283	4.419	4.559	
- Capex	- 3.612	- 2.084	- 2.240	- 85.696	- 9.384	- 5.963	- 6.117	- 6.276	- 6.439	- 6.607	
- Variación de capital de trabajo	- 7.159	- 1.730	- 1.495	- 13.110	- 15.200	- 3.311	- 317	- 326	- 345	- 361	
FLUJO DE FONDOS LIBRES	24.960	15.611	13.717	84.061	25.323	7.349	11.244	11.717	12.230	12.807	412.563
Tasa de crecimiento a perpetuidad						6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	3,84%
Tasa de descuento Wacc						0,94	0,87	0,82	0,76	0,72	6,93%
Factor de descuento											0,72
Valor presente de flujos de fondos libres a Diciembre 2017						6.872	9.833	9.583	9.354	9.160	295.067
Valor de Ab Inbev al 31 de Diciembre 2017											339.869
- Valor de la deuda financiera neta											116.499
Valor del capital accionario de Ab Inbev - Diciembre 2017 U\$s MM											223.370
Acciones en circulación											1.693,24
Precio por Acción (U\$D)											131,92

Anexo 8. Flujos de Fondos Descontados – Escenario Pesimista

Ab Inbev	2013		2014		2015		2016		2017		2018 e		2019 e		2020 e		2021 e		2022 e		Valor terminal		
	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	Usd MM	
Ventas totales	43.195	47.063	43.604	45.517	56.444	60.217	62.317	64.538	66.862														
- Costo de los bienes vendidos	- 17.594	- 18.756	- 17.137	- 17.803	- 21.386	- 23.780	- 24.609	- 25.486	- 26.404														
Márgen bruto	25.601	28.307	26.467	27.714	35.058	36.437	37.708	39.052	40.458														
- Costo de ventas, administración y distribución	- 12.557	- 14.385	- 13.732	- 15.171	- 18.099	- 18.799	- 20.306	- 20.977	- 21.621														
+/- otros ingresos o egresos operativos	1.160	1.386	1.032	732	854	602	623	645	669														
EBIT (resultado operativo)	20.444	15.111	13.903	12.881	17.151	16.983	18.025	18.720	19.506														
- Impuesto a las ganancias	- 2.016	- 2.499	- 2.594	- 1.613	- 1.920	- 4.840	- 5.137	- 5.335	- 5.559														
+ Depreciación y amortización	2.985	3.353	3.153	3.477	4.276	4.023	4.283	4.419	4.559														
- Capex	- 3.612	- 4.122	- 4.337	- 4.124	- 4.768	- 5.785	- 6.085	- 6.241	- 6.401														
- Variación de capital de trabajo	- 7.159	- 1.730	- 1.495	- 13.110	- 15.200	- 3.578	- 305	- 313	- 346														
FLUJO DE FONDOS LIBRES	24.960	13.573	11.620	- 2.489	29.939	6.803	11.399	11.894	12.451														
Tasa de crecimiento a perpetuidad						6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	3,84%													
Tasa de descuento Wacc						0,94	0,87	0,76	0,72	6,93%													
Factor de descuento						6,362	9,569	9,322	8,905	286,892													
Valor presente de flujos de fondos libres a Diciembre 2017																							
Valor de Ab Inbev al 31 de Diciembre 2017																							
- Valor de la deuda financiera neta																							
Valor del capital accionario de Ab Inbev - Diciembre 2017 U\$s MM																							
Acciones en circulación																							
Precio por Acción (USD)																							

9. Bibliografía

I. Reportes de Ab Inbev:

- Ab Inbev reporte anual 2013.
- Ab Inbev reporte anual 2014.
- Ab Inbev reporte anual 2015.
- Ab Inbev reporte anual 2016.
- Ab Inbev reporte anual 2017.
- Ab Inbev 3Q 2018 presentación de resultados.

II. Sitios de internet:

- Ab Inbev.
- Statista.
- The beer times.
- Wikipedia.
- Centro de Información Cerveza y Salud (CICS).
- Cerveceria y maltería Quilmes.
- Bloomberg.
- U.S. Department of the Treasury - Resource Center.
- Yahoo! Finance.
- Betas globales de Damodaran.
- Heineken.
- Molson Coors.
- Carlsberg.
- Diageo.

III. Libros:

- Damodaran, A. Corporate Finance: Theory and practice. 2001.
- Damodaran, Aswath; Applied Corporate Finance: A User's Manual, Wiley Series in Finance. 2010.

