

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

**ESCUELA DE POSGRADO**



**Valorización de las Empresas: Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston, Molson Coors Beverage Co. y Compañía de Cervecerías Unidas**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGISTER EN  
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

**PRESENTADA POR**

Paul Alejandro Bedón García, DNI: 47503097

Daniella Maria Bolaños Gamero, DNI: 42206340

Fernando Rodrigo Díaz Cabrera, DNI: 43307340

Caleb Simon Valencia Ronceros, DNI: 46212039

**ASESOR**

Juan O'Brien, DNI: 07873020

ORCID: 0000-0002-1019-2224

**JURADO**

Carlos Maquieira, Presidente

Pablo Arana, Jurado

Juan O'Brien, Jurado

**Surco, marzo 2022**

## Resumen ejecutivo

El presente trabajo de investigación desarrolla la valorización de tres empresas de diferentes países, Unión de Cervecerías Peruana Backus y Johnston de Perú (en adelante “Backus”), Molson Coors Beverage Co. De los Estados Unidos (en adelante “Molson”) y Compañía de Cervecerías Unidas de Chile (en adelante “CCU”).

Para realizar la valorización se ha considerado la situación macroeconómica y tendencias de especialistas que han sido marcadas por la modificación significativa del entorno global por la pandemia del COVID-19, así mismo, el tamaño y composición del mercado cervecero de cada uno de los países y sus aspectos globales, y la información financiera de cada una de las empresas.

Para el cálculo del valor fundamental, aplicamos el método del flujo de caja descontado ya que este método recoge de mejor forma las expectativas de crecimiento y generación de valor por parte de las empresas, estos flujos fueron descontados a una tasa promedio ponderado de capital aplicando el modelo CAPM y se añadió el valor terminal de la empresa considerando flujos a perpetuidad.

Como resultado, el valor por acción de Backus es de 7.32 USD, que se encuentra 34.3% por encima del precio de mercado de 5.6 USD al 13 de mayo 2021, el caso de las acciones de CCU el valor por acción es de 9.20 USD, el cual se encuentra 13.9% por encima del precio de mercado de 8.0 USD al 13 de mayo 2021, por último el valor de acción de Molson es de 69.75 USD, que se encuentra 19.8% por encima del precio de mercado de 58.2 USD al 13 de mayo 2021, por lo tanto la recomendación para las tres empresas es comprar o

mantener las acciones debido a que el valor de estas se encuentran subvaluadas con respecto al mercado con un potencial de crecimiento.

En cuanto a resultados financieros y el análisis realizado en base a estos se concluye que Backus y Molson mantienen un ciclo de conversión de efectivo negativo, logrando cobrar antes de cumplir con sus obligaciones, luego en cuanto a cobertura de intereses y servicio de deuda, Backus tiene un indicador saludable ( $>35x$  en promedio) desde el 2015. Respecto a CCU y Molson Coors, el ratio de cobertura de intereses del último año es de  $21x$  y  $1.9x$ , respectivamente, lo cual los hace menos solventes comparativamente.

Finalmente, un escenario de recompra de acciones de Backus tendría un mayor impacto a mediano plazo, ya que se incrementaría los niveles de retorno al accionista y el valor de acción, sin embargo, la alternativa de una recompra de acciones para Molson tiene una ganancia marginal, mientras que en CCU el impacto sobre la valorización y ROE es mínimo y cambiarla no generaría valor al negocio.

## Tabla de Contenidos

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>vii</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>ix</b>
<b>Capítulo I: Análisis Sectorial y Macroeconómico.....</b>	<b>1</b>
1.1 Situación Macroeconómica y Tendencias de Especialistas.....	1
1.2 Tamaño y Composición de Mercado.....	4
1.2.1 Backus y el mercado de Perú .....	6
1.2.2 Molson Coors y el mercado en Estados Unidos.....	8
1.2.3 CCU y el mercado de Chile.....	10
1.3 Principales Innovaciones y Cambios en el Mercado .....	12
1.3.1 Mercado de Perú.....	12
1.3.2 Mercado de Estados Unidos .....	14
1.3.3 Mercado de Chile .....	16
<b>Capítulo II: Comparables con Indicadores de Mercado.....</b>	<b>18</b>
<b>Capítulo III: Análisis de Estados Financieros.....</b>	<b>23</b>
3.1 Ratios.....	23
3.1.1 Capital de trabajo y ciclo de conversión de efectivo.....	23
3.1.2 Crecimiento en ventas .....	24
3.1.3 Cobertura de intereses y cobertura de servicio de deuda .....	26
3.1.4 Rotación de activos .....	27
3.1.5 Margen neto.....	27
3.1.6 <i>Return on assets</i> (ROA) .....	29
3.2 Políticas Financieras .....	30
3.2.1 Backus .....	30
3.2.2 Molson Coors y subsidiarias .....	31

3.2.3 Compañía de cerveceras Unidas y subsidiarias .....	31
<b>Capítulo IV: Identificación de Impulsores de Valor Adicionales.....</b>	<b>33</b>
4.1 Reportes de Mercado .....	33
4.1.1 Mercado de Perú.....	33
4.1.2 Mercado de Estados Unidos .....	34
4.1.3 Mercado de Chile .....	36
4.2 Reportes de la Empresa (Memorias y Presentación Inversionistas).....	38
4.2.1 Backus .....	38
4.2.2 Molson Coors .....	39
4.2.3 Compañía de Cervecerías Unidas.....	39
4.3 Reportes de Clasificación de Riesgo .....	40
4.3.1 Backus .....	40
4.3.2 Molson Coors .....	41
4.3.3 Compañía Cervecerías Unidas .....	41
<b>Capítulo V: Modelamiento Financiero por cada Empresa .....</b>	<b>42</b>
5.1 Proyección de Estados Financieros .....	42
5.1.1 Backus .....	42
5.1.2 Molson Coors .....	44
5.1.3 Compañía de Cervecerías Unidas.....	45
5.2 Valorización de la Empresa.....	47
5.2.1 Backus .....	47
5.2.2 Molson Coors .....	51
5.2.3 Compañía de Cervecerías Unidas.....	55
5.3 Análisis de Riesgo .....	58
5.3.1 Backus .....	58

5.3.2 Molson Coors .....	59
5.3.3 Compañía de Cervecerías Unidas.....	60
<b>Capítulo VI: Análisis de la Estructura de Capital.....</b>	<b>61</b>
6.1 Backus .....	61
6.1.1 Estructura: Recompra de acciones .....	61
6.1.2 Estructura: Reparto de dividendos excepcionales .....	63
6.2 Molson Coors .....	65
6.2.1 Estructura: Recompra de acciones .....	65
6.3 Compañía de Cervecerías Unidas.....	66
6.3.1 Estructura: Recompra de acciones .....	66
<b>Capítulo VII: Análisis Comparativo de Valor .....</b>	<b>68</b>
<b>Capítulo VIII: Propuesta de Estructuración.....</b>	<b>72</b>
8.1 Backus .....	72
8.1.1 Estructura: Recompra de acciones .....	72
8.1.2 Estructura: Dividendos excepcionales .....	73
8.2 Molson Coors .....	74
8.2.1 Estructura: Recompra de acciones .....	74
8.3 Compañía de Cervecerías Unidas.....	74
8.3.1 Estructura: Recompra de acciones .....	74
<b>Capítulo IX: Recomendaciones .....</b>	<b>76</b>
<b>Capítulo X: Conclusiones .....</b>	<b>77</b>
<b>Referencias.....</b>	<b>80</b>

## Lista de Tablas

<b>Tabla 1</b>	<i>Proyecciones Macroeconómicas</i> .....	2
<b>Tabla 2</b>	<i>Datos del Mercado por País</i> .....	5
<b>Tabla 3</b>	<i>Volumen de Cerveza 2017-2025 (en Millones de Litros)</i> .....	6
<b>Tabla 4</b>	<i>Distribución de las Ventas de Cerveza en Perú (%)</i> .....	8
<b>Tabla 5</b>	<i>Distribución de las Ventas de Cerveza en Estados Unidos</i> .....	10
<b>Tabla 6</b>	<i>Distribución de las Ventas de Cerveza en Chile</i> .....	12
<b>Tabla 7</b>	<i>Indicadores de Mercado al 2021</i> .....	22
<b>Tabla 8</b>	<i>Evolución del Margen Neto en las Tres Empresas (%)</i> .....	29
<b>Tabla 9</b>	<i>Proyecciones sobre Tasa Impositiva, Gasto por Interés, Gasto de Capital y Ahorros en Costos Anuales (Planes hacia 2020-2021)</i> .....	39
<b>Tabla 10</b>	<i>Inversión en CAPEX de Chile (en Millones US\$)</i> .....	40
<b>Tabla 11</b>	<i>Estadísticas de Regresión (Backus)</i> .....	43
<b>Tabla 12</b>	<i>Análisis de Varianza ANOVA (Backus)</i> .....	43
<b>Tabla 13</b>	<i>Análisis de Significancia Individual (Backus)</i> .....	43
<b>Tabla 14</b>	<i>Pasivo por Arrendamientos – Backus</i> .....	48
<b>Tabla 15</b>	<i>Componentes WACC – Backus (%)</i> .....	49
<b>Tabla 16</b>	<i>FCL – Backus (Miles S/)</i> .....	50
<b>Tabla 17</b>	<i>Valor Acción – Backus (S/)</i> .....	51
<b>Tabla 18</b>	<i>Financiamientos – Molson Coors</i> .....	52
<b>Tabla 19</b>	<i>Componentes WACC - Molson Coors</i> .....	53
<b>Tabla 20</b>	<i>FCL - Molson Coors (US\$)</i> .....	54
<b>Tabla 21</b>	<i>Valor Acción - Molson Coors (US\$)</i> .....	55
<b>Tabla 22</b>	<i>Componentes WACC - CCU</i> .....	56
<b>Tabla 23</b>	<i>FCL – CCU (Millones de Pesos)</i> .....	57

<b>Tabla 24</b>	<i>Valor Acción – CCU (CLP)</i> .....	58
<b>Tabla 25</b>	<i>Sensibilidad WACC vs Tasa de Crecimiento – Backus</i> .....	59
<b>Tabla 26</b>	<i>Sensibilidad Costo sobre Venta vs Valor Empresa – Molson Coors</i> .....	60
<b>Tabla 27</b>	<i>Sensibilidad WACC vs Tasa de Crecimiento – CCU (CLP)</i> .....	60
<b>Tabla 28</b>	<i>Estructura de Capital con Recompra de Acciones – Backus</i> .....	62
<b>Tabla 29</b>	<i>Estructura de Capital con Reparto de Dividendos - Backus</i> .....	64
<b>Tabla 30</b>	<i>Estructura de Capital con Recompra de Acciones – Molson Coors</i> .....	65
<b>Tabla 31</b>	<i>Estructura de Capital con Recompra de Acciones – CCU</i> .....	67
<b>Tabla 32</b>	<i>Valorización de Backus, Molson Coors y CCU</i> .....	71
<b>Tabla 33</b>	<i>Recompra de Acciones - Backus</i> .....	72
<b>Tabla 34</b>	<i>Distribución de Dividendos Excepcionales - Backus</i> .....	73
<b>Tabla 35</b>	<i>Recompra de Acciones – Molson Coors</i> .....	74
<b>Tabla 36</b>	<i>Recompra de Acciones – CCU</i> .....	75

## Lista de Figuras

<b>Figura 1</b>	<i>Volumen de Cerveza en el Mundo 2012-2025 (en Millones de Litros)</i> .....	5
<b>Figura 2</b>	<i>Participación de Mercado por Marca de Cerveza - Perú</i> .....	7
<b>Figura 3</b>	<i>Participación de Mercado por Marca de Cerveza – EE. UU.</i> .....	9
<b>Figura 4</b>	<i>Participación de Mercado por Marca de Cerveza - Chile</i> .....	11
<b>Figura 5</b>	<i>Participación de Mercado 2020</i> .....	18
<b>Figura 6</b>	<i>Capitalización de Mercado y Valor de Acción a Diciembre del 2020</i> .....	19
<b>Figura 7</b>	<i>Indicadores de Rentabilidad - Márgenes</i> .....	20
<b>Figura 8</b>	<i>Indicadores de Rentabilidad</i> .....	21
<b>Figura 9</b>	<i>Capital de Trabajo en Miles de Dólares</i> .....	23
<b>Figura 10</b>	<i>Días de Ciclo de Conversión de Efectivo</i> .....	24
<b>Figura 11</b>	<i>Evolución de las Tasas de Crecimiento de Ventas de Cerveza por País</i> .....	25
<b>Figura 12</b>	<i>Ventas en Miles de Dólares</i> .....	26
<b>Figura 13</b>	<i>Proporción de Cerveza Artesanal sobre el Total de Cerveza - Perú</i> .....	33
<b>Figura 14</b>	<i>Venta de Agua Embotellada y Bebidas Gaseosas en MM de Litros - Perú</i> .....	34
<b>Figura 15</b>	<i>Evolución de Venta RTD en Millones de litros - Estados Unidos</i> .....	35
<b>Figura 16</b>	<i>Venta de Agua Embotellada y Bebidas Gaseosas en MM de Litros - USA</i> .....	36
<b>Figura 17</b>	<i>Proporción de Cerveza Artesanal sobre el Total de Cerveza - Chile</i> .....	37
<b>Figura 18</b>	<i>Venta de Agua Embotellada y Bebidas Gaseosas en MM de Litros - Chile</i> .....	38
<b>Figura 19</b>	<i>Proyección de Ingresos Totales – Backus</i> .....	44
<b>Figura 20</b>	<i>Costo Promedio Ponderado del Capital por Empresa</i> .....	68
<b>Figura 21</b>	<i>Costo de Deuda, Costo de Capital</i> .....	70
<b>Figura 22</b>	<i>Relación Deuda/Patrimonio</i> .....	70

## Capítulo I: Análisis Sectorial y Macroeconómico

### 1.1 Situación Macroeconómica y Tendencias de Especialistas

La pandemia ha modificado significativamente el panorama económico global; las primeras manifestaciones en la economía peruana se dieron a través de la caída de precios de *commodities* y de la interrupción de las cadenas de valor por el impacto del COVID-19 en China a inicios del 2020. La rápida expansión del virus al resto del mundo y las medidas de aislamiento social han ocasionado una crisis sanitaria, económica y social sin precedentes (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2020). El producto bruto interno (PBI) mundial se contrajo 3.3% en el 2020 y las estimaciones para el 2021 y 2022, son de 5.9% y 4.2%, respectivamente, las mismas que se sustentan en el rápido avance del proceso de vacunación en las economías desarrolladas, el mayor estímulo fiscal en Estados Unidos y el exceso de ahorro privado (BCRP, 2021). Los países empiezan a reanudar sus actividades; sin embargo, los indicadores económicos y datos publicados apuntan a que esta normalización llevará tiempo (Blazheski et al., 2020).

La incertidumbre sobre la evolución de la pandemia en Perú implicó durante el primer semestre del 2020, una disminución de las exportaciones de bienes y servicios y de las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera producto de la contracción de la producción local, la demanda externa y del cierre de fronteras. En diciembre del 2020, la actividad económica reflejó una recuperación respecto a otros países de la región, sin embargo, este crecimiento se vio afectado por la incertidumbre electoral en el mes de abril del 2021 y la segunda ola de contagios por COVID-19 (BCRP, 2020). Belapatiño et al. (2021) proyectaron que el tipo de cambio se ubicará alrededor de S/4.0 por dólar a finales del 2021, considerándose un escenario de elevada incertidumbre por la crisis sanitaria y el contexto político. Cabe precisar que el BCRP redujo la tasa de política monetaria a 0.25%, su mínimo histórico, durante el 2020 acorde a una necesaria política monetaria expansiva, pero

la incrementó a 0.50% en agosto 2021 para frenar las expectativas inflacionarias, producto del aumento en el tipo de cambio. Por último, la inflación se ha mantenido por encima del rango meta debido al aumento del precio de commodities agrícolas importados y la depreciación del sol (Montoro et al., 2020). Belapatiño et al. (2021) estimaron que la inflación se ubicará en 3.3% para el cierre del 2021.

**Tabla 1**

*Proyecciones Macroeconómicas*

Concepto	Año					
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
PBI (var. %)						
Perú	2.5	4.0	2.2	-11.1	9.0	4.3
Chile	1.2	3.7	0.9	-5.7	6.5	3.5
EE. UU.	2.3	2.9	2.2	-3.4	6.3	4.5
Tipo de cambio						
Perú (PEN/US\$)	3.2	3.2	3.3	3.6	4.0	4.1
Chile (CLP/US\$)	648	641	702	792	729	711
Inflación (var. %)						
Perú	2.8	2.2	1.9	2.0	3.3	2.8
Chile	1.9	2.3	2.2	3.0	3.3	2.9
EE. UU.	2.1	2.4	1.8	1.2	3.6	2.8
Deuda externa (% PBI)						
Perú	32	30	29	32		
Chile	65	62	71	83		
EE. UU.	97	95	95	102		

*Nota.* E = Estimado. Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>; y de *Situación Perú* (Segundo Trimestre 2021), por V. Belapatiño, Y. Crispin, F. Grippa, H. Perea, y H. Vega, 2021,

(<https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-peru-segundo-trimestre-2021/>)

Los efectos de la paralización de las actividades empresariales y laborales durante el 2020 se tradujeron en menores ingresos para los hogares, pérdidas de empleos y deterioro de las expectativas de consumo e inversión. Según Belapatiño et al. (2021), el PBI se contrajo en 11.1% durante el 2020. Además, bajo un escenario de reapertura eficiente de la economía con controles sanitarios adecuados, se prevé un crecimiento del PBI de 9% en el 2021 y 4.3% en el 2022.

Chile, el principal exportador de cobre a nivel mundial, ha incrementado su producción producto del creciente precio de este mineral. Según Euromonitor International (s.f.), ha sido una de las economías con mayor crecimiento en las últimas dos décadas; no obstante, el impacto de la pandemia ralentizará la recuperación. Durante el 2020 la economía se contrajo en 5.7% y la inflación fue de 3% y se proyecta un incremento de los precios de 3.3% durante este 2021. La inflación en Chile se ve afectada principalmente por los precios en el sector de energía (este país tiene los costos de energía más altos de la región) y por la depreciación del peso. El rango meta de inflación es de 2% a 4%.

Por último, en EE. UU. se concentra alrededor del 25% de los casos de fallecimiento por COVID-19 en el mundo. El PBI de Estados Unidos se redujo en 3.5% durante el 2020 y se proyecta un incremento del 6.2% y 5.1% para el 2021 y 2022, respectivamente. Estados Unidos viene desplegando potentes estímulos fiscales (30% del PBI aproximadamente) que, sumado a las bajas tasas de interés y al éxito en las campañas de vacunación, han impulsado la recuperación económica. No obstante, se siguen acumulando las presiones inflacionarias. Se prevé un crecimiento del IPC del 2.5% al cierre del 2021 y del 2.2% en el 2022 (Belapatiño et al., 2021).

## 1.2 Tamaño y Composición de Mercado

La mitad de la producción cervecera mundial se concentra en cuatro empresas globales: Anheuser-Busch InBev NV (Bélgica-USA), Heineken NV (Países Bajos), Carlsberg A/S (Dinamarca) y China Resources Holdings Co Ltd (China), cuyas participaciones al cierre 2020 son de 26.5%, 11%, 6.1% y 5.7%, respectivamente. Así también, las principales marcas de cerveza y sus participaciones a nivel mundial al cierre 2020 son las siguientes: Snow (5.2%), Tsingtao (2.5%), Budweiser (2.5%), Bud Light (2.1%), Brahma (2.0%) y Heineken (1.9%) (Euromonitor International, s.f.). La expansión de estos conglomerados cerveceros ha seguido estrategias de internacionalización a través de la introducción de marcas en nuevos mercados y de la compra parcial o total de empresas cerveceras locales, consolidando así una posición de dominio en cada geografía. Por otro lado, según Euromonitor International (s.f.), a diciembre 2020 en lo que respecta a la red de distribución, el canal moderno consolida el 51.2% de las ventas de cerveza mientras que el canal tradicional concentra el 42.6%. Los supermercados (25.0%), los puntos de venta especializados (20.3%), las bodegas (18.2%) y los hipermercados (10.5%) son los lugares preferidos por los consumidores.

Asimismo, el mercado sudamericano de cerveza cuenta con la presencia de dos gigantes productores de talla mundial, AB InBev y SABMiller, que actualmente se disputan el liderazgo de la producción cervecera en el mundo. AB InBev tiene el 25% del mercado cervecero global y se ha visto afectada por el cierre de sus operaciones en mercados clave como Sudáfrica, Perú y México a inicios del 2020. AB InBev ha seguido una estrategia de reducción de deuda, además de ajustar los precios y tamaños de los paquetes para seguir generando valor. Adicionalmente, el grupo viene desarrollando su participación en el comercio electrónico en mercados clave como China, Brasil y el Reino Unido (Euromonitor International, s.f.).

**Tabla 2***Datos del Mercado por País*

Concepto	País		
	Perú	Chile	EE. UU.
Consumo de cerveza (litros per cápita anuales)	38	51	69
Tamaño del mercado (ventas de cerveza en MM de litros)	1,250	967	22,690
Población (millones de personas)	33	19	331
Gasto per cápita anual (US\$)	65	72	232

*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona

Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f.

Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

**Figura 1***Volumen de Cerveza en el Mundo 2012-2025 (en Millones de Litros)*

*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona

Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f.

Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

**Tabla 3***Volumen de Cerveza 2017-2025 (en Millones de Litros)*

Año	Mundo		EE. UU.		Chile		Perú	
	Volumen	%	Volumen	%	Volumen	%	Volumen	%
2017	194,843	0.80	23,916	-0.70	905	7.20	1,474	1.80
2018	198,308	1.80	23,638	-1.20	944	4.30	1,468	-0.40
2019	201,398	1.60	23,484	-0.70	997	5.60	1,460	-0.60
2020	187,703	-6.80	22,690	-3.40	967	-3.00	1,250	-14.40
2021E	191,825	2.20	22,531	-0.70	964	-0.30	1,347	7.70
2022E	196,728	2.60	22,690	0.70	981	1.70	1,375	2.10
2023E	200,372	1.90	22,796	0.50	1,027	4.70	1,407	2.30
2024E	203,352	1.50	22,761	-0.20	1,075	4.70	1,440	2.30
2025E	205,907	1.30	22,609	-0.70	1,124	4.60	1,471	2.10

*Nota.* E = Estimado. Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

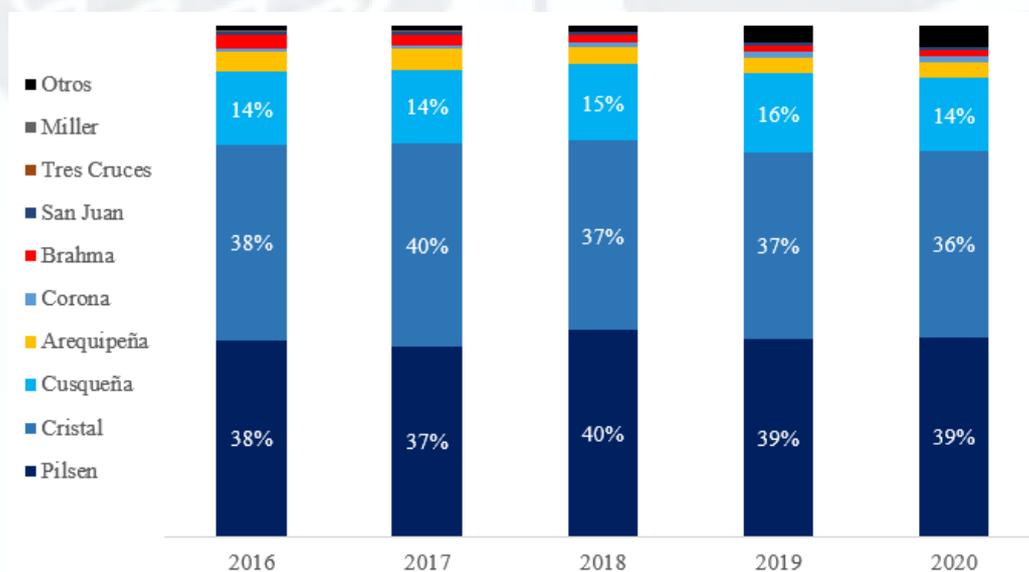
### **1.2.1 Backus y el mercado de Perú**

En el Perú, el mercado de cerveza ha atravesado por muchas transformaciones en cuanto a su estructura. En los años 80 el mercado peruano era un oligopolio, Backus lideraba el mercado con 53% de la participación con Cristal como su marca principal, seguido de la Compañía Nacional de Cerveza (CNC en adelante) con la cerveza Pilsen. En la década de los 90s esta situación cambió cuando Backus compró el 62% de las acciones de CNC, obteniendo acceso a sus empresas filiales como Sociedad Cervecera de Trujillo S.A., representante de la marca Pilsen Trujillo. Además, Backus compró el 97.9% de las acciones de Cervesur, de la marca Cusqueña. Para 1996, Backus, CNC y sus filiales decidieron fusionar sus empresas erigiendo una sola y obteniendo el 100% del mercado nacional (Fuchs, 2009).

En el año 2005 entró en el mercado peruano la empresa brasileña Ambev, dispuesta a pelear el liderazgo del mercado con la marca Brahma, iniciando así una guerra de precios. Luego de la adquisición de Backus por parte de SABMiller, el mercado de cervezas en el Perú pasó a ser un monopolio. Según Fuchs (2009), una encuesta de la empresa de investigación de mercado en el Perú CCR Cuore estimó que en el 2008 Backus tenía el 85% del mercado cervecero nacional, seguido por Ambev con el 9% y Ajeper con el 6%. Al cierre del 2019 se estimó que el grupo Backus poseía en el Perú el 91.8% de la participación del mercado de bebidas alcohólicas y el 96.3% del mercado de cervezas. Según Andina (2019), de acuerdo con estimaciones del gerente global de asuntos corporativos del Grupo AJE, Juan Malpartida, en el Perú se consumen cerca de 15 millones de hectolitros de cerveza y la facturación asciende a S/ 4,000 millones anuales.

## Figura 2

*Participación de Mercado por Marca de Cerveza - Perú*



*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

**Tabla 4***Distribución de las Ventas de Cerveza en Perú (%)*

Concepto	Año					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	100	100	100	100	100	100
Canal moderno	33	33	33	34	33	34
Tiendas de conveniencia	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Estaciones de servicio	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
Hipermercado	15	15	15	15	15	15
Supermercado	16	17	17	16	16	16
Canal tradicional	67	65	65	65	65	65
Puntos de venta especializados	60	59	59	59	58	59
Bodegas independientes	7	6	6	6	6	6
E-Commerce						1.4

*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

### 1.2.2 Molson Coors y el mercado en Estados Unidos

Molson Coors es considerada la cervecería más antigua de América del Norte, fundada en Montreal, Canadá en 1786 por John Molson. Es en 1945 que se incorpora como una empresa pública de responsabilidad limitada, permitiendo la expansión a través de socios fuera del entorno familiar. Por otro lado, Coors Brewery nació en 1873 en Colorado, Estados Unidos, fundada por el alemán Adolph Coors. Sobrevivió a la ley seca con la producción de leche de malta a la empresa Mars, para la producción de golosinas y la venta de bebidas no alcohólicas. La alta diversificación e inversiones en inmobiliarias les permitió sobrevivir la era de la prohibición en Estados Unidos de 1916 a 1933. Coors fue el pionero del uso de latas de aluminio desde 1959, iniciando la revolución del reciclaje de aluminio, ofreciendo 5 centavos por cada lata devuelta a la compañía. Ya en 1885 habían lanzado la primera

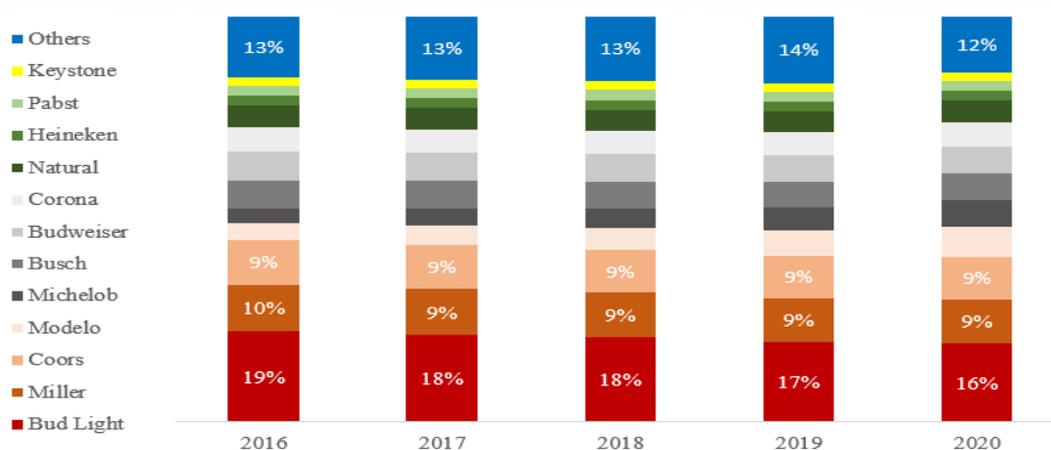
campana de reciclaje de botellas de vidrio. Coors se convirti3 en una empresa p3blica en 1975. En el a3o 2005, Molson y Coors se fusionan y pasan a denominarse Molson Coors Brewing Company (Molson Coors, s.f.-a).

Estados Unidos es el segundo mercado de cerveza en el mundo, en los 3ltimos 16 a3os solo ha estado detr3s de China. En el 2017, el sector cervecero factur3 alrededor de 104 mil millones de d3lares, un 1% adicional que en el 2016. El grueso de la producci3n de cerveza del pa3s (88%) est3 concentrada en veinte empresas, las cuales representan solamente el 0.4% de empresas de cerveza en Estados Unidos (Euromonitor International, s.f.).

El consumo per c3pita anual de cerveza en Estados Unidos supera los 70 litros, esta bebida lider3 las preferencias del mercado de bebidas alcoh3licas con un 42%, por delante del vino (34%) y otras bebidas destiladas (24%). La empresa Anheuser-Busch, con su principal marca Bud Light, lidera las ventas en Estados Unidos dominando casi la mitad del mercado con un 42% de market share en el 2019 y le sigue Molson Coors con un market share del 24.6% y su marca principal Coors Light (Font, 2019).

### Figura 3

*Participaci3n de Mercado por Marca de Cerveza – EE. UU.*



*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Informaci3n Empresarial en L3nea que Proporciona Data Inteligente sobre Pa3ses, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

**Tabla 5***Distribución de las Ventas de Cerveza en Estados Unidos*

Concepto	Año					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	100	100	100	100	100	100
Canal moderno	62	62	62	62	63	60
Tiendas de conveniencia	8	8	8	8	8	7
Estaciones de servicio	32	32	32	32	32	28
Hipermercado	2	3	3	3	3	4
Supermercado	20	20	20	19	19	21
Canal tradicional	31	31	31	31	30	32
Puntos de venta especializados	24	23	23	23	23	25
Bodegas independientes	7	8	8	7	7	7
E-Commerce	1	1	1	1	1	2
Farmacias	3	3	3	3	2	2
Mayoristas y almacenes	3	4	4	4	4	5

*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

### 1.2.3 CCU y el mercado de Chile

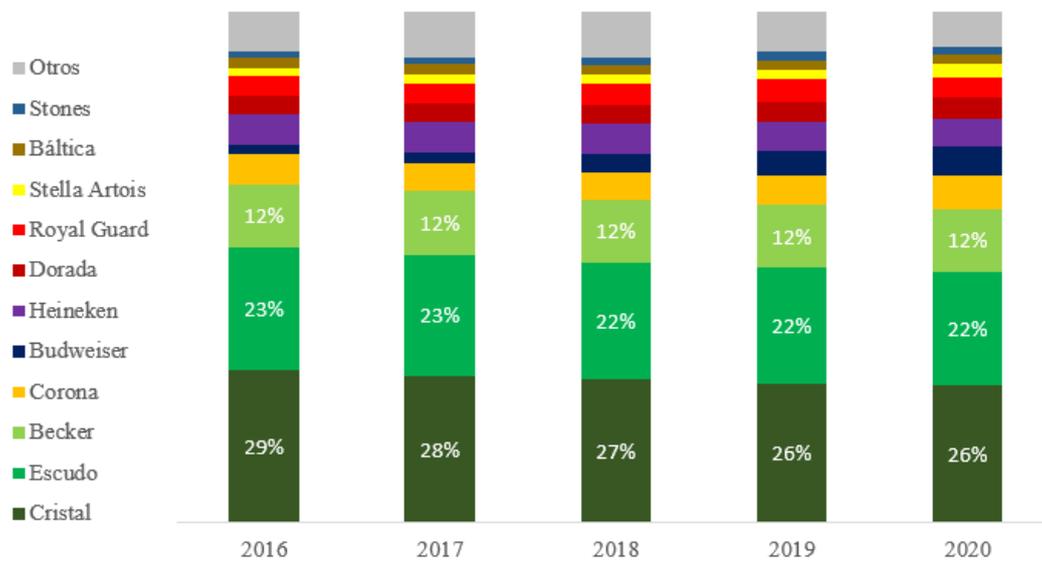
La primera fábrica de cerveza en Chile fue fundada en 1850 en Valparaíso por Joaquín Plagemann. Luego de diversas fusiones con posteriores empresas cerveceras locales nace en 1902 la Compañía de Cervecerías Unidas (en adelante CCU). Desde 1916 se erige como el líder absoluto del mercado chileno con su marca Cristal, incursionando además en la producción de bebidas gaseosas y agua mineral, y contando en la actualidad con un market share del 60.9% de la industria cervecera chilena (CCU, 2003).

De acuerdo con Euromonitor International (s.f.), en el 2019 Chile es el cuarto consumidor de cerveza en América Latina, con un consumo per cápita de 52.6 litros por

habitante al año, tan solo detrás de México con 68.9 litros, Brasil, con 59.9 y Colombia con 54.8.

#### Figura 4

*Participación de Mercado por Marca de Cerveza - Chile*



*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

**Tabla 6***Distribución de las Ventas de Cerveza en Chile*

Concepto	Año					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Canal moderno	33.0	33.0	33.0	34.0	33.0	34.0
Tiendas de conveniencia	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Estaciones de servicio	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
Hipermercado	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Supermercado	16.0	17.0	17.0	16.0	16.0	16.0
Canal tradicional	67.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0
Puntos de venta especializados	60.0	59.0	59.0	59.0	58.0	59.0
Bodegas independientes	7.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
E-Commerce	0.6	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8

*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

### 1.3 Principales Innovaciones y Cambios en el Mercado

#### 1.3.1 Mercado de Perú

*Cerveza.* En la última década el impulso dentro de la cultura cervecera ha hecho crecer el mercado de bebidas artesanales, el cual ha tenido un fuerte crecimiento generando 30 millones de soles de ventas en el 2019. El mercado se ha ido segmentando en productos *low price*, *premium* y *súper premium* y la competencia con los pequeños productores artesanales se ha tornado cada vez más intensa, considerando el hecho que las economías de escala son menos importantes en estos sectores del mercado que hacen que dicho nicho pueda competir de forma exitosa. Por otro lado, la tendencia de consumo por bebidas premium y súper premium de productores artesanales seguirá incrementando en diversas partes del mundo, empujando a las grandes productoras a ingresar al mercado como parte de su nueva

estrategia de negocio. La cerveza artesanal todavía representa un porcentaje muy bajo de las ventas de cerveza en el Perú. Sin embargo, mostró un crecimiento sostenido en los últimos años, impulsado por un mayor poder adquisitivo y la tendencia al sector premium en el país. La cerveza artesanal está presente desde la década de 1990; sin embargo, su desarrollo fue muy lento hasta hace unos años, cuando los artesanos invirtieron en el desarrollo de la técnica, incorporando nuevos ingredientes y tecnología moderna para optimizar el proceso de producción. En la actualidad existen más de 100 cervecerías artesanales, siendo Barbarian, Maddok, Sierra Andina, Cumbres y Candelaria las marcas más reconocidas en el mercado (Euromonitor International, s.f.).

**Agua embotellada.** El agua embotellada experimentó un crecimiento tanto en valor como en volumen en 2019. Teniendo en cuenta esta tendencia general hacia la salud y el bienestar, el agua embotellada tiene atributos inherentes que encajan perfectamente con estas tendencias, la ausencia de azúcar es una de las más relevantes en el contexto de la Ley de Etiquetado de Perú. De acuerdo con la tendencia general de los consumidores hacia hábitos alimenticios más saludables y la Ley de etiquetado, las marcas locales están introduciendo nuevas opciones para los consumidores. Este es especialmente el caso de los niños, porque esta ley también está orientada a controlar y regular los productos vendidos en las escuelas. Asimismo, las aguas embotelladas con valor agregado, como el agua funcional, han experimentado un rápido crecimiento en los últimos años. La oferta de productos ha aumentado año tras año, liderada no solo por los fabricantes sino también por los minoristas. Por ejemplo, el agua embotellada saborizada Sline de Industrias San Miguel, originalmente vendida fuera de Lima, está llegando a la capital (Euromonitor International, s.f.).

**Gaseosas.** Perú está mostrando una tendencia hacia el consumo de bebidas naturales, agua y otros refrescos que se perciben como menos dañinos para la salud, jugos y otros productos menos carbonatados. Las bebidas que ofrecen funciones de purificación y

desintoxicación también están ganando popularidad, como el té con contenido de té verde. Esto está respaldado por las continuas tendencias de fitness y bienestar, programas de televisión orientados a la salud, blogs, así como el respaldo de celebridades y redes sociales. Todas estas vías comunican constantemente los beneficios de una dieta saludable. La Ley de Etiquetado recientemente introducida facilitará a los consumidores la identificación de los productos que son saludables, y también los que no lo son, y contribuirá a las decisiones de compra. En el mercado de refrescos, el agua embotellada es la única categoría en la que no se aplicarán nuevas etiquetas (Euromonitor International, s.f.).

Las gaseosas vieron un rendimiento ligeramente mejor en 2019 en comparación con 2018, aunque con un crecimiento débil en términos de valor y una disminución continua en el volumen. Un número cada vez mayor de peruanos se preocupa por su salud y bienestar general. En consecuencia, están cada vez más atentos a lo que consumen, en un contexto de regulaciones estatales para bebidas envasadas y una recesión económica los peruanos no están dispuestos a gastar su dinero innecesariamente. Como resultado, las empresas deberán centrarse en la innovación para seguir creciendo. Los principales actores no solo están aumentando sus carteras de productos de azúcar reducido, sino que también están reduciendo el contenido de azúcar de sus versiones regulares y lanzando nuevas bebidas para ofrecer gamas más variadas (Euromonitor International, s.f.).

### **1.3.2 Mercado de Estados Unidos**

**Cerveza.** Las cervezas light nacionales de Estados Unidos como Bud Light, Miller Lite y Coors Light tienen las mayores participaciones en el mercado. Las tendencias de salud y bienestar están cada vez más dentro del comportamiento de los consumidores, y por ende las ventas de las cervezas de baja calorías estarían aumentando cada vez más sin mayor esfuerzo, sin embargo el mercado en Estados Unidos es un mercado con madurez ya que el crecimiento ha sido liderado por innovación a través de productos artesanales y cambios

demográficos de los consumidores que por ejemplo, han impulsado las importaciones mexicanas, esto significa que las cervezas light han tenido y siguen teniendo un camino difícil para estimular su crecimiento ya que son cada vez menos los consumidores que se sienten atraídos por estos productos. Las cervezas light también tienen competencia fuera de la categoría de cerveza, ya que los llamados *hard seltzers*, que son una combinación de agua carbonatada y alcohol han crecido rápidamente con miles de millones de dólares en ventas y con prácticamente cero carbohidratos y pocas calorías los consumidores han comenzado a mirar hacia este producto como los más conscientes sobre salud, lo que plantea una nueva amenaza para las cervezas ligeras y otras lagers de precio medio. Las empresas tienen que continuar explorando nuevas categorías para seguir generando valor, bebidas con bajo nivel de alcohol, hard seltzers, bebidas con cannabis, entre otros (Euromonitor Internacional, s.f.).

**Agua embotellada.** De acuerdo con los informes de Euromonitor, la categoría de refrescantes más popular últimamente está enfrentando duras críticas en función a la sostenibilidad sobre el almacenamiento y el empaque; cada vez más marcas están comenzando a usar envases enlatados para disminuir el impacto sobre su reputación ya que el aluminio tiene mayores tasas de reciclaje en comparación con el plástico. Asimismo, casi ninguna empresa se ha adaptado a las demandas de sostenibilidad. Aquafina ha sido una de las únicas marcas líderes que lanzan un producto enlatado de agua sin gas, pero otros fabricantes parecen no querer adaptarse. Es probable que el agua embotellada se mantenga fiel a los envases de plástico y que el cambio más cercano dentro de la subcategoría sea hacia el tereftalato de polietileno (PET) reciclado. Adicionalmente, en cuanto a innovación, una de las subcategorías de más rápido crecimiento dentro del agua embotellada ha sido el agua funcional. Los fabricantes de agua embotellada siempre buscan agregar valor a sus productos, como resultado, el agua embotellada funcional ha visto una gran cantidad de nuevas variedades, desde aguas alcalinas hasta aguas de colágeno. Es preciso comentar que este tipo

de agua tiene un precio muy alto debido a la adición de ingredientes funcionales y por sus beneficios. Dado que el agua embotellada y su categoría se acerca a la madurez, los consumidores están mirando cada vez más hacia nuevos e innovadores tipos de agua para mejorar su experiencia, y los fabricantes se encuentran ansiosos por satisfacer esta demanda (Euromonitor International, s.f.).

**Gaseosas.** En general, las bebidas gasificadas en Estados Unidos se dirigen hacia un ambiente más saludable y funcional. Con el auge de la cultura del fitness, y con un aumento de consumidores jóvenes conscientes de la salud, estas bebidas ya no se buscan simplemente como un indulgente refresco, sino como un complemento de estilo de vida destinado a proporcionar una amplia variedad de beneficios. El deseo de obtener estos beneficios con facilidad ha impulsado a muchos refrescos, marcas y categorías hacia alternativas más saludables (Euromonitor International, s.f.).

### **1.3.3 Mercado de Chile**

**Cerveza.** La cerveza continuó un fuerte crecimiento en el volumen total de ventas en 2019, respaldado por la demanda de cervezas artesanales y de bajo contenido alcohólico. La diversificación jugó un papel en el crecimiento del volumen de ventas, ya que el mercado experimentó una expansión en términos de variedades de cerveza. La mayor expansión provino de marcas premium, nacionales o importadas. Mientras tanto, las marcas de cerveza artesanal, tanto locales como importadas, ofrecen una clara diferenciación de las alternativas producidas en masa. Para los jugadores artesanales locales, la estrategia de la marca se centró en la historia, la identidad y, en el caso de las cervecerías más grandes, la diversidad de sabores. La cerveza artesanal sigue siendo un espacio de desarrollo y crecimiento durante los últimos años (Euromonitor International, s.f.).

**Agua embotellada.** Chile es históricamente un gran consumidor de bebidas gasificadas. A raíz de la ley de etiquetado y más información sobre los efectos negativos del

alto contenido de azúcar en bebidas y alimentos, los consumidores comenzaron a buscar alternativas de bebidas más saludables. Un factor importante es el estilo de vida más activo con un aumento en el ejercicio y otras actividades de control de peso. Estos cambios hacen del agua una categoría de rápido crecimiento en Chile con potencial para seguir creciendo en el futuro (Euromonitor International, s.f.).

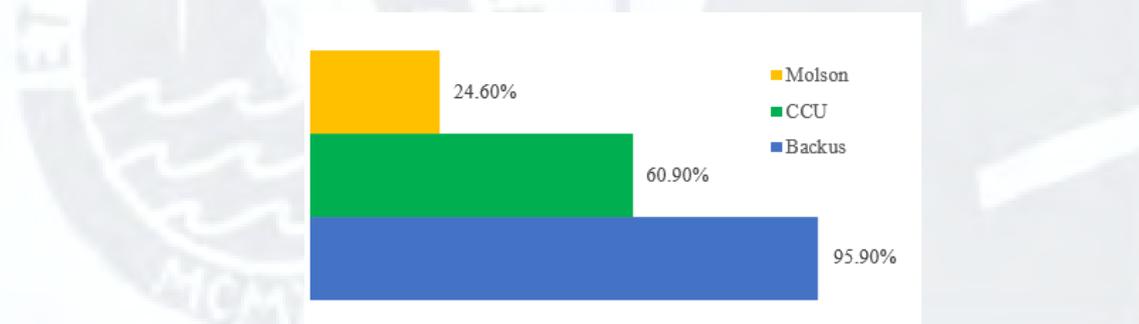
**Gaseosas.** Durante las etapas de discusión de la implementación de la ley de etiquetado de alimentos y bebidas en Chile, hubo mucha conversación en los medios sobre el alto contenido de azúcar en los alimentos y bebidas de consumo. Las gaseosas, especialmente las de cola, se asociaron con un alto contenido de azúcar y efectos negativos para la salud. En 2019, por primera vez desde que entró en vigor la ley, las gaseosas de cola han experimentado un crecimiento en términos de volumen fuera de comercio. Este crecimiento es impulsado por los consumidores que buscan bebidas y sabores indulgentes que les gusten, incluso eligiendo las gaseosas de cola regulares en lugar de sus contrapartes reducidas en azúcar / calorías (Euromonitor International, s.f.).

## Capítulo II: Comparables con Indicadores de Mercado

Las empresas cerveceras Unión de Cervecerías Peruanos Backus y Johnston S.A.A. (Perú), Compañía Cervecerías Unidas S.A. (Chile) y Molson Coors Beverage Co (USA) pertenecen a la misma industria. Según Maldonado y Ortiz de Zevallos (2017), Backus desde que fue comprada en el año 2015 por la corporación Anheuser-Busch InBev se convirtió en la empresa líder del mercado peruano. Según Euromonitor International (s.f.), CCU, con una participación de mercado menor que Backus también logra ser líder en su país. Para las empresas cerveceras norteamericanas la participación de mercado es repartida entre más empresas, y Molson Coors se mantiene como la segunda en el mercado.

### Figura 5

*Participación de Mercado 2020*

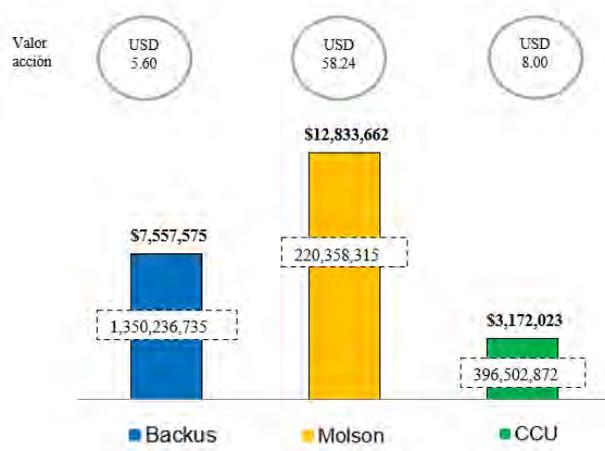


*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f. Recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

Las tres empresas cotizan en la bolsa de valores de sus países. Aunque las empresas latinoamericanas mantienen una participación de mercado mayor, Backus con más del 90%, es la que presenta el valor más bajo de acción tal como se puede ver en la Figura 5. Asimismo, Molson Coors mantiene un promedio de 216 millones de acciones en el mercado, CCU 360.5 millones y Backus supera los 565 millones de acciones en circulación (Investing.com, s.f.-a).

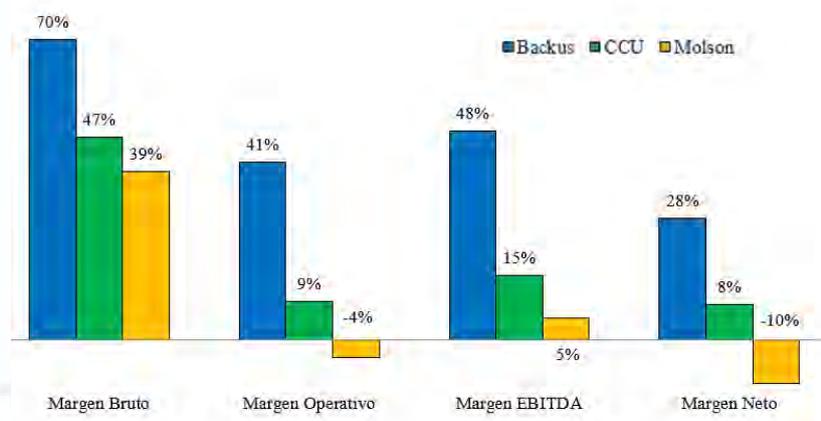
## Figura 6

### Capitalización de Mercado y Valor de Acción a Diciembre del 2020



Nota. Adaptado de *Compania Cervecerias Unidas SA (CCU)*, por Investing.com., s.f.-a, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un>; de *Molson Coors Brewing Co Class B (TAP)*, por Investing.com, s.f.-b, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/molson-coors>; y de *Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A [Valores Inscritos]*, por Bolsa de Valores de Lima, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.bvl.com.pe/emisores/detalle?companyCode=21802>

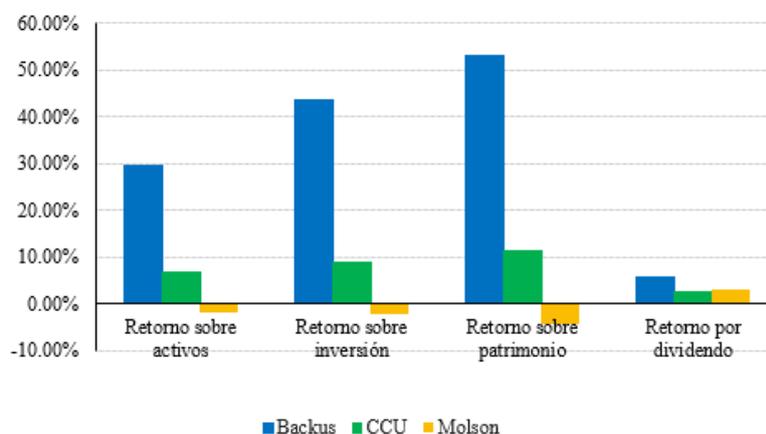
En cuanto a los siguientes indicadores, permiten medir y comparar la rentabilidad de las empresas. En las figuras 7 y 8 los niveles de rendimiento que presenta Backus demuestran que tiene un mejor uso de activos, así como una mayor capacidad para cubrir los gastos de la empresa y generar utilidades.

**Figura 7***Indicadores de Rentabilidad - Márgenes*

*Nota.* Adaptado de *Backus Johnsto (BACKUSII)*, por Investing.com, s.f.-c, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/backus-johnsto-ratios>; de *Molson Coors Brewing Co Class B (TAP)*, por Investing.com, s.f.-d, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/molson-coors-ratios>; y de *Compania Cervecerias Unidas SA (CCU)*, por Investing.com, s.f.-e, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un-ratios>

## Figura 8

### Indicadores de Rentabilidad



	Retorno sobre activos	Retorno sobre inversión	Retorno sobre patrimonio	Retorno por dividendo
Backus	29.48%	43.47%	53.12%	5.68%
Molson	-1.94%	-2.32%	-4.27%	2.92%
CCU	6.73%	8.82%	11.38%	2.50%

Nota. Adaptado de *Backus Johnsto (BACKUSII)*, por Investing.com, s.f.-c, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/backus-johnsto-ratios>; de *Molson Coors Brewing Co Class B (TAP)*, por Investing.com, s.f.-d, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/molson-coors-ratios>; y de *Compania Cervecerias Unidas SA (CCU)*, por Investing.com, s.f.-e, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un-ratios>

En el siguiente cuadro se visualizan diferentes indicadores de mercado utilizados globalmente que permiten comparar las tres empresas.

**Tabla 7***Indicadores de Mercado al 2021*

Indicador	Backus	CCU	Molson Coors
Precio / Utilidad PER	8.54	17.30	
Precio / Valor contable	4.79	1.96	0.78
Precio / Flujo de caja	57.33	46.72	10.17
Precio / Ventas	4.80	1.26	1.02
Deuda total / Patrimonio (%)	2.42	34.81	65.19
Flujo de caja / Acción	2.62	748.94	1.27
Beneficio / Acción	7.93	5,595.68	45.51
Efectivo / Acción	1.10	1,056.35	6.03

*Nota.* Adaptado de *Backus Johnsto (BACKUSII)*, por Investing.com, s.f.-c, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/backus-johnsto-ratios>; de *Molson Coors Brewing Co Class B (TAP)*, por Investing.com, s.f.-d, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/molson-coors-ratios>; y de *Compania Cervecerias Unidas SA (CCU)*, por Investing.com, s.f.-e, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un-ratios>

### Capítulo III: Análisis de Estados Financieros

Se han seleccionado aquellos ratios que permitan inputs de valor adecuados para la valorización de las empresas elegidas.

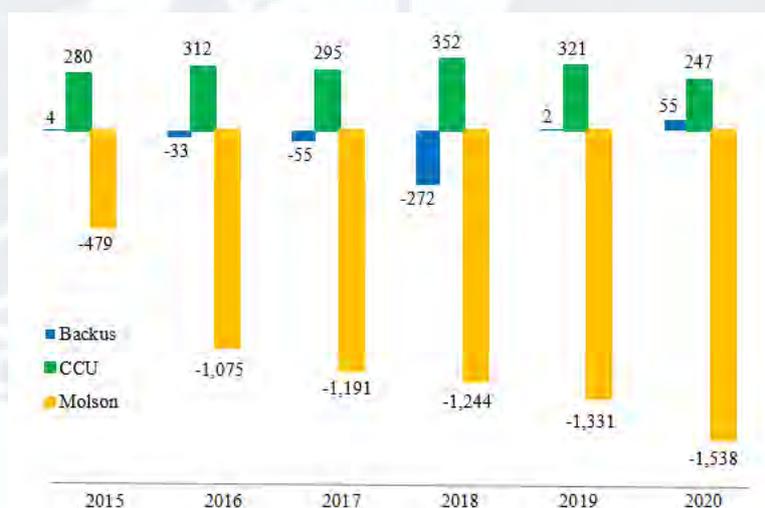
#### 3.1 Ratios

##### 3.1.1 Capital de trabajo y ciclo de conversión de efectivo

Se realizó un análisis de la industria de bebidas en función a sus días promedio de pago, el cual muestra una tendencia alrededor de los 150 días, demostrando un alto poder de negociación con proveedores influyendo de forma directa al ciclo de conversión de efectivo.

**Figura 9**

*Capital de Trabajo en Miles de Dólares*



*Nota.* Adaptado de *Reportes Financieros* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por CCU, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ccuinvestor.com/financial-reports/>; de *Información Financiera* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Backus, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>; y de *Reportes Anuales* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Molson Coors, s.f.-b, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financials/annual->

reports/default.aspx

En la figura 10 se observa que Backus y Molson Coors tienen un ciclo de conversión de efectivo negativo, logrando cobrar a sus clientes antes de pagar sus obligaciones, generando utilidades en un menor tiempo.

**Figura 10**

*Días de Ciclo de Conversión de Efectivo*



*Nota.* Adaptado de *Reportes Financieros* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por CCU, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ccuinvestor.com/financiamiento-reports/>; de *Información Financiera* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Backus, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>; y de *Reportes Anuales* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Molson Coors, s.f.-b, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financiamiento/annual-reports/default.aspx>

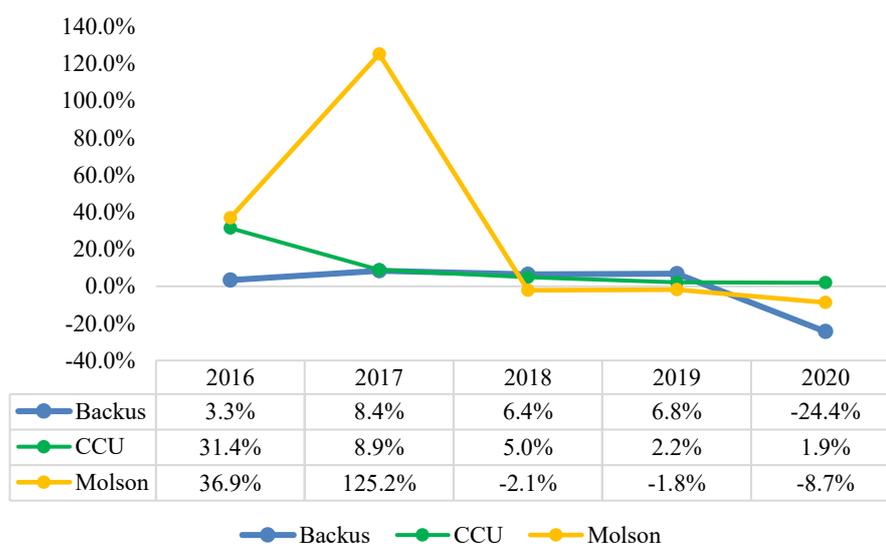
### 3.1.2 Crecimiento en ventas

En función a las ventas y el análisis de la información de mercado se puede observar en la figura 11 que el decrecimiento se modula de acuerdo con el cambio del comportamiento del consumidor, el cual está migrando a bebidas más saludables como agua y bebidas

funcionales, lo cual ha impactado a las ventas dentro de la industria en cada país. Las variaciones porcentuales de las ventas de cerveza en el mercado norteamericano y chileno muestran tasas de crecimiento continuas desde el 2016. El mercado peruano ha ido mostrando un ligero descenso en el crecimiento de ventas de cerveza (Euromonitor International, s.f.).

**Figura 11**

*Evolución de las Tasas de Crecimiento de Ventas de Cerveza por Empresa*

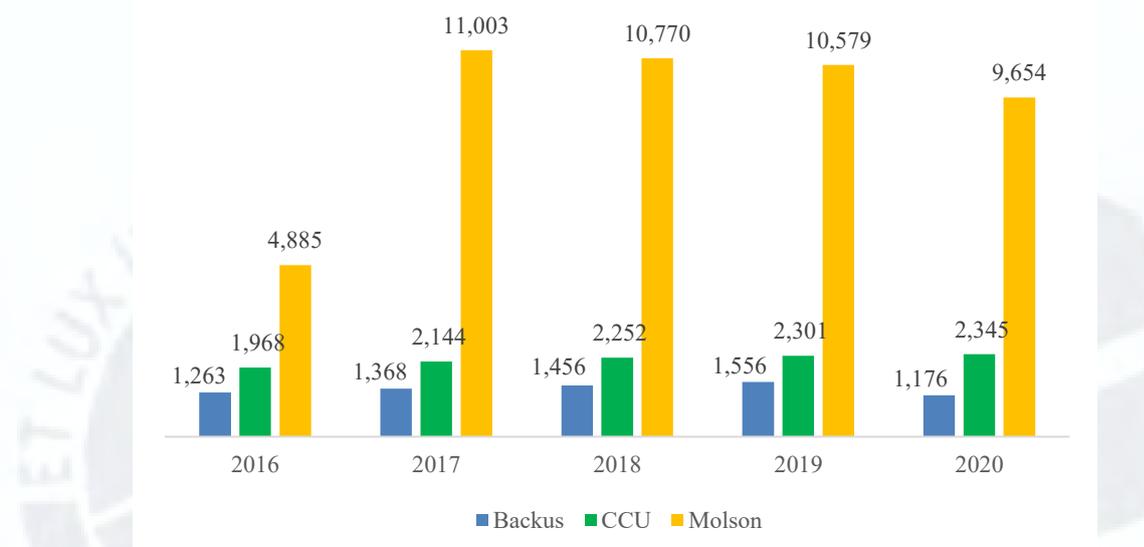


*Nota.* Adaptado de *Reportes Financieros* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por CCU, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ccuinvestor.com/financial-reports/>; de *Información Financiera* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Backus, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>; y de *Reportes Anuales* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Molson Coors, s.f.-b, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financials/annual-reports/default.aspx>

Pero cuando analizamos las ventas de las tres empresas elegidas, podemos verificar que solo en el caso de Molson las ventas de cerveza en miles de dólares han mostrado un decrecimiento en los últimos años.

### Figura 12

*Ventas en Miles de Dólares*



*Nota.* Adaptado de *Reportes Financieros* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por CCU, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ccuinvestor.com/financial-reports/>; de *Información Financiera* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Backus, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>; y de *Reportes Anuales* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Molson Coors, s.f.-b, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financials/annual-reports/default.aspx>

#### 3.1.3 Cobertura de intereses y cobertura de servicio de deuda

Respecto al ratio de cobertura de intereses [EBITDA/Gastos financieros] y cobertura de servicios de deuda [ EBITDA/(Gastos financieros + Porción corriente de la deuda de LP)],

para el caso de Backus, este ratio es bastante holgado para el periodo 2015-2019 ( $> 35x$ ) siendo un indicador claro de la capacidad de la compañía para honrar sus obligaciones financieras (solventía) así como de su capacidad de endeudamiento futura (bajo endeudamiento). Respecto a CCU y Molson Coors, el ratio de cobertura de intereses del último año es de  $21x$  y  $1.9x$ , respectivamente.

### **3.1.4 Rotación de activos**

El ratio de rotación de activos [Ventas / Total Activos] nos muestra la eficiencia en el uso de los activos totales, que tantas ventas es capaz de generar la empresa dado su volumen de inversión (Stickney et al., 2011). Para el caso de Backus, este ratio venía en una relación menor de 1 a 1 en el periodo 2014 hasta el 2016, sin embargo a partir de 2017, con la adquisición de SABMiller, de la cual Backus era subsidiaria, por parte de AB Inbev. Esta integración provocó un incremento del total de activos (44%, principalmente en cuentas por cobrar) en una cuantía menor al crecimiento de las ventas, subiendo a un promedio de rotación de activos  $>1x$  en los últimos años (Backus, s.f.). En Estados Unidos, luego de la fusión entre AB Inbev y SABMiller en el 2016, para evitar a los reguladores antimonopolio, el grupo fusionado vendió el pleno control de importantes marcas de cerveza bajo el poder de SABMiller a Molson Coors. Esto provocó un crecimiento en su total de activos del 139% y un incremento de sus ventas de tan solo el 29%, bajando el ratio Rotación de Activos (Molson Coors, s.f.-b). Sin embargo, las mejoras sustanciales en las ventas de los años sucesivos permitieron una rápida mejora del ratio a niveles de 0.4.

### **3.1.5 Margen neto**

El margen neto [Utilidad neta/Ventas] nos muestra la rentabilidad de la empresa con respecto a su total de ventas. Backus muestra una rentabilidad sobre ventas muy superior al resto de empresas, un promedio de 28% en los cinco años analizados. Sin embargo, si en cada año retiramos los ingresos por participación en subsidiarias de la utilidad neta se obtiene

que el promedio baja a 13.9%, una cifra más acorde al promedio de margen neto que se presenta en CCU (10%) y Molson Coors (12%). Siguiendo este ejercicio representado en la tabla 3.1, el margen neto de estas tres empresas presentaría aún mayor similitud al solo considerar los últimos tres años, posteriores a la fusión de SABMiller con ABInbev.



**Tabla 8***Evolución del Margen Neto en las Tres Empresas (%)*

Empresa	Año						Promedio	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total	3 años
Backus – Perú	27	16	28	34	35	28	28	33
CCU – Chile	9	9	9	18	8	6	10	11
Molson Coors – EE. UU.	11	41	14	11	2	-10	12	1

*Nota.* Adaptado de *Reportes Financieros* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por CCU, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ccuinvestor.com/financial-reports/>; de *Información Financiera* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Backus, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>; y de *Reportes Anuales* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Molson Coors, s.f.-b, recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financials/annual-reports/default.aspx>

### **3.1.6 Return on assets (ROA)**

Obtenemos el ROA a partir de la rotación de activos y el margen neto, con miras a medir la eficiencia del uso de activos de cada empresa. El ROA de Backus presenta un monto bastante elevado en comparación a las otras empresas explicado fundamentalmente por los aportes recibidos gracias a su participación en empresas subsidiarias, destacando Backus Marcas y Patentes S.A.C. cuyo aporte en los últimos 3 años ha sido un promedio de 375 millones de soles cada año, el equivalente al 27% de sus ventas, mientras que Molson ha tenido un ROA 2.74% el ratio más bajo de las tres empresas, ya que CCU mantiene un promedio de 7.76% en los últimos años.

## 3.2 Políticas Financieras

### 3.2.1 Backus

En el caso de Backus, la compañía goza de un sólido grado de propiedad (patrimonio total/activos totales) de 47.2% y 36.9% al cierre del año 2020 y 2019, respectivamente.

Respecto a la política de reparto de dividendos anuales, la compañía busca que sean igual o superiores a los del ejercicio previo como parte de la estrategia de desapalancamiento de AB InBev, originada en la compra de SAB Miller (Backus, 2018).

La compañía evidencia una baja exposición al riesgo de tasas de interés, debido al reducido nivel de endeudamiento a largo plazo (deuda estructural). Al cierre del 2020 la compañía sólo mantiene deuda de corto y largo plazo por arrendamientos financieros, los cuales tienen un vencimiento promedio de 5 años (vehículos, montacargas, mejora de almacenes y terrenos en Cajamarca y Satipo). El saldo de la deuda es mínimo frente a la generación de flujos de la compañía por lo que no se evidencia un riesgo de impago o iliquidez. Cabe precisar que por política interna la compañía solo trabaja con bancos e instituciones financieras cuyas calificaciones de riesgo independientes sean cómo mínimo de “A” (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], s.f.).

Por otro lado, sobre el riesgo cambiario, según la SMV (s.f.), Backus cubre los flujos de efectivo anticipados comprometidos y no comprometidos que sean altamente probables en un horizonte de hasta 18 meses, a través de la suscripción de contratos de compra de moneda a futuro (forwards). Esto se origina principalmente por las exportaciones de productos e importación de materia prima (exposición al dólar americano y al euro). Por último, la compañía hace un monitoreo regular de los límites de crédito con sus clientes y se encuentran diversificadas (no se aprecia concentración en grupos reducidos de clientes). Las ventas a clientes minoristas, que representan el mayor volumen de sus clientes, se pactan al contado o con plazos mínimos de crédito (7 días). Además, los excedentes de efectivo y saldos por

arriba del necesario para la administración del capital de trabajo son invertidos en cuentas corrientes que generan intereses y en depósitos a plazo.

### **3.2.2 Molson Coors y subsidiarias**

La compañía lanzó un plan de “revitalización” durante octubre 2019 estableciendo en Chicago su sede central operativa en Norteamérica. Los costos asociados a esta implementación se encuentran entre los US\$120 y US\$180 millones, la mayoría de los cuales empezarán a ser reconocidos durante el cuarto trimestre del 2019 y prorrateados durante los años 2020 y 2021. Estos gastos impactarán los resultados operativos reduciendo la posición de caja durante los años mencionados. Sobre el pago de dividendos la compañía sigue por política seguir un dividend payout ratio de 20% a 25% del EBITDA anual. Respecto al futuro endeudamiento financiero y uso de instrumentos derivados, podrían estar atados a tasas de interés variable como la LIBOR; para mitigar estos riesgos, Molson toma interest rate swaps y cross currency swaps cada cierto tiempo. Es preciso comentar que los activos en la empresa son analizados para su revaluación o desvalorización por lo menos una vez al año. Asimismo, la compañía invirtió en el 2020 casi US\$700 millones, que incluyen la nueva fábrica de cerveza en Longueuil, Quebec y la modernización de la cervecería en Golden, Colorado. Por último, la compañía invierte sus excedentes de efectivo en una serie de instrumentos altamente líquidos con vencimientos máximos de 90 días (money market funds e instrumentos de rescate inmediato) (Molson Coors, s.f.-c).

### **3.2.3 Compañía de cervecerías Unidas y subsidiarias**

En el caso de la compañía chilena, Compañía Cervecerías Unidas S.A. y subsidiarias, la posición patrimonial sobre el total de activos es de 55.8% y 61.3% al cierre del año 2020 y 2019, respectivamente. La política de dividendos de la empresa establece distribuir anualmente al menos el 50% de las utilidades líquidas distribuibles del ejercicio. Sobre los excedentes de caja, estos suelen invertirse en depósitos a plazo, fondos mutuos e

instrumentos a corto plazo de gran liquidez a tasas fijas con un vencimiento de hasta tres meses. Asimismo, la empresa toma seguros de crédito que cubren aproximadamente el 90-99% de los saldos de las cuentas por cobrar que sean significativas, del total de cuentas por cobrar. Cabe precisar que las cuentas por cobrar comerciales que se encuentran vencidas corresponden a clientes que presentan una mora promedio de menos de 30 días. Asimismo, la compañía comercializa sus productos a través de clientes minoristas, mayoristas y cadenas de supermercados, cuya calidad crediticia es del 100% al cierre del 2019. Adicionalmente, para administrar la liquidez de corto plazo, la compañía se basa en los flujos proyectados para un periodo móvil de doce meses y mantiene efectivo disponible para honrar sus obligaciones (CCU, s.f.).

Respecto al riesgo cambiario, la compañía enfrenta la mayor exposición en la variación del peso chileno respecto al dólar estadounidense, producto de los ingresos por venta de exportación, exposición neta de activos y pasivos en moneda extranjera y compras de materias primas e insumos. La empresa mitiga este riesgo contratando forwards de moneda (peso chileno respecto de otras monedas). Por otro lado, respecto al riesgo de tasas de interés, al cierre del 2020, el 4% de la deuda financiera es a tasa variable mientras que el 96% restante está a tasas de interés fijas. Las obligaciones financieras se encuentran a tasas fijas por el uso de instrumentos financieros derivados como los *cross currency interest rate swaps* y *cross interest rate swaps*. La principal exposición de riesgo es a la variación de precios de materias primas (abastecimiento de cebada, malta, azúcar, entre otros). Se suscriben compromisos de abastecimiento a largo plazo, en los cuales el precio de la malta se fija anualmente en función del precio de mercado de la cebada y de los costos de fabricación establecidos en los contratos. La compañía no realiza actividades de cobertura sobre estas compras. Por último, en los estados financieros auditados la compañía establece una tasa de crecimiento de perpetuidad de 3%, considerando la capacidad histórica y la naturaleza de los negocios donde opera (CCU, s.f.).

## Capítulo IV: Identificación de Impulsores de Valor Adicionales

### 4.1 Reportes de Mercado

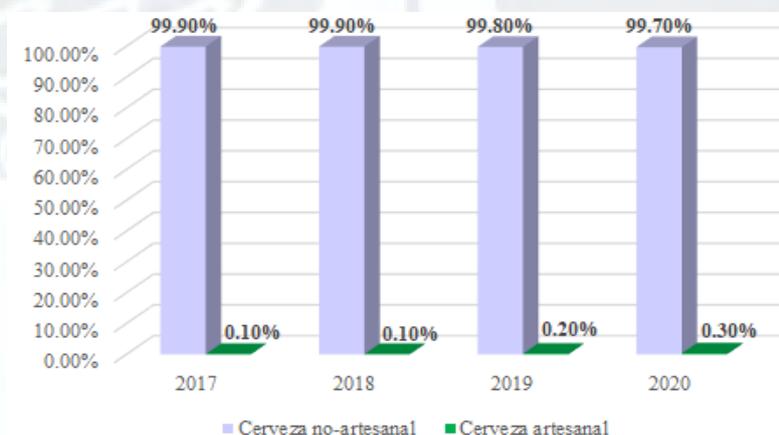
Considerando el comportamiento actual del mercado de Estados Unidos, Perú y Chile de cerveza, gaseosas y agua se proponen los siguientes impulsores de valor adicionales.

#### 4.1.1 Mercado de Perú

La empresa Backus ha dado un gran paso al adquirir la empresa de cerveza artesanal Barbarian para ampliar el portafolio de cervezas premium que mantiene. Según Euromonitor International (s.f.), este segmento presente desde la década de 1990 ha tenido un crecimiento importante llegando a los 30 millones de soles en el 2019; por lo que se debe considerar como impulsador de valor adicional un crecimiento proyectado de consumo del segmento artesanal y super premium hacia el 2022 en donde se espera una rápida recuperación.

**Figura 13**

*Proporción de Cerveza Artesanal sobre el Total de Cerveza - Perú*



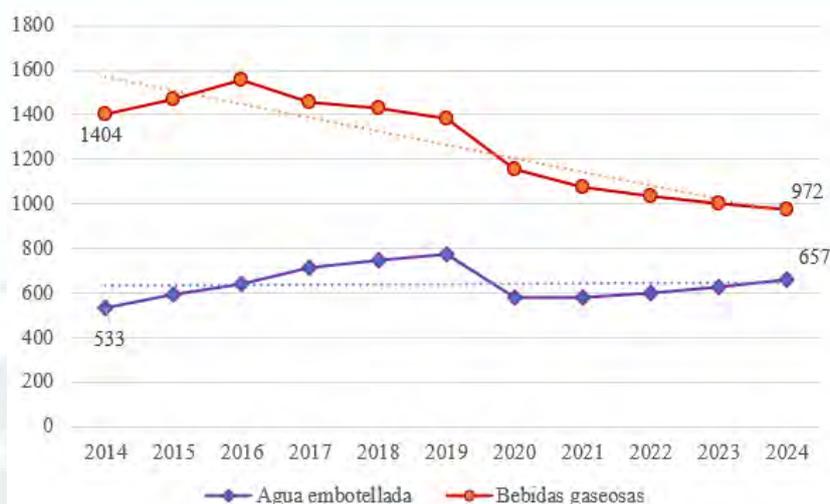
*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

En función al agua embotellada y gaseosas es necesario considerar que la predominancia del crecimiento de agua frente al consumo de gaseosas continuará por las continuas campañas de salud y el condicionamiento de la población por su bienestar general,

por lo que se considera importante mantener el segmento de agua mineral dentro de las proyecciones futuras en el mercado como un factor importante.

### Figura 14

*Venta de Agua Embotellada y Bebidas Gaseosas en MM de Litros - Perú*



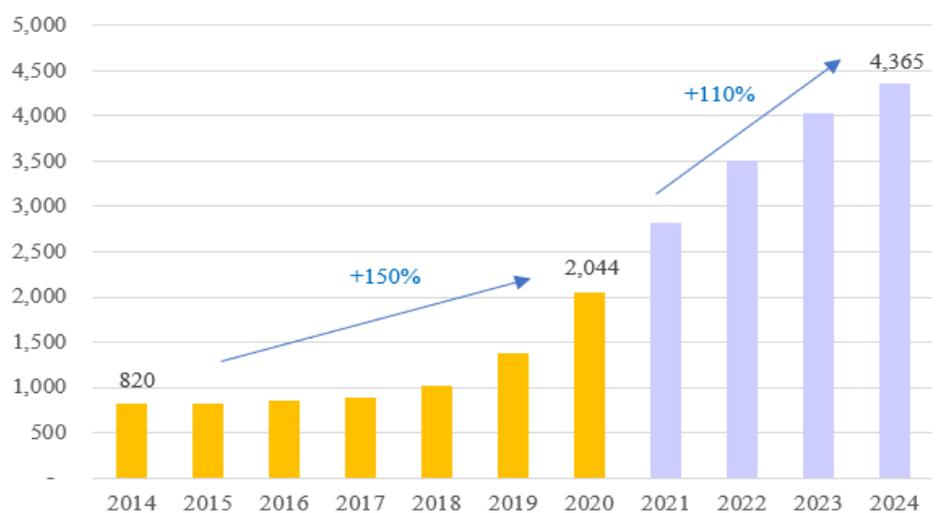
*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

#### 4.1.2 Mercado de Estados Unidos

Se debe considerar dentro de las estrategias de expansión de la empresa Molson Coors la inclusión de cervezas artesanales y de segmento premium y super premium ya que la segmentación del mercado apunta a un crecimiento acelerado en los próximos años. Es necesario considerar también la producción de líneas de hard seltzers enfocada en público joven, un mercado que está caracterizado por la priorización de la salud y bienestar (Euromonitor International, s.f.).

**Figura 15**

*Evolución de Venta RTD en Millones de litros - Estados Unidos*

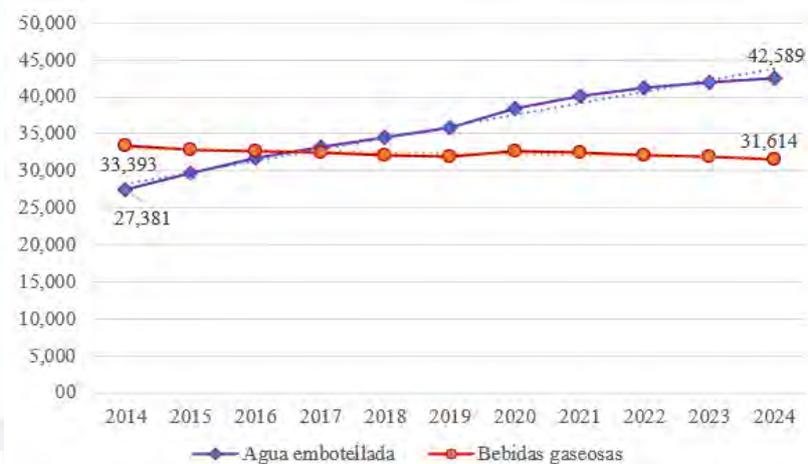


*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

En función al agua embotellada, el cual se encuentra en un periodo de madurez, la compañía no cuenta con presencia en el segmento y las características de un mercado con gran cantidad de competidores especializados no agregaría valor dentro del portafolio actual. Finalmente, en función a las gaseosas, según Euromonitor International (s.f.), cada vez más el mercado de Estados Unidos está consumiendo menos cantidad tomando en cuenta las consideraciones de salud y bienestar por ello no se considera dentro de un análisis correspondiente para ingresar dentro de dicho mercado.

**Figura 16**

*Venta de Agua Embotellada y Bebidas Gaseosas en MM de Litros - USA*



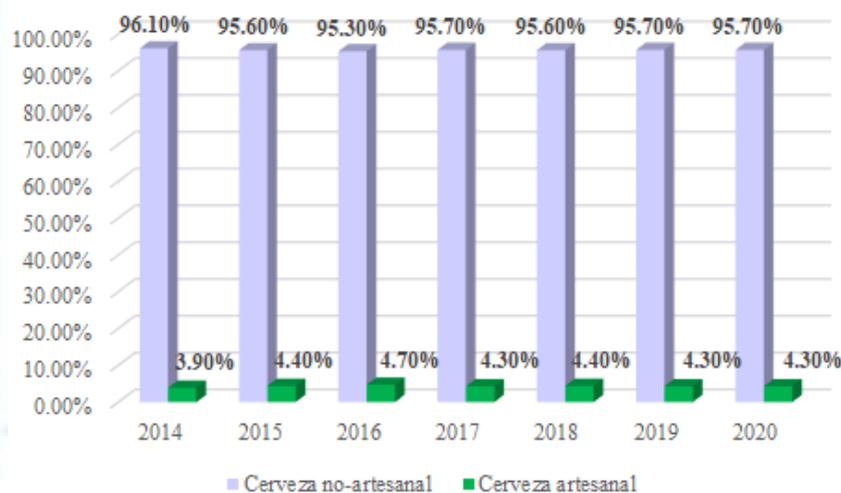
*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

#### **4.1.3 Mercado de Chile**

Al igual que Perú el mercado de cervezas está incrementando dentro del sector artesanal, premium y super premium, en este segmento es donde se debe prestar importante atención para líneas de producción nuevas respondiendo las nuevas expectativas de mercado (Euromonitor International, s.f.).

**Figura 17**

*Proporción de Cerveza Artesanal sobre el Total de Cerveza - Chile*

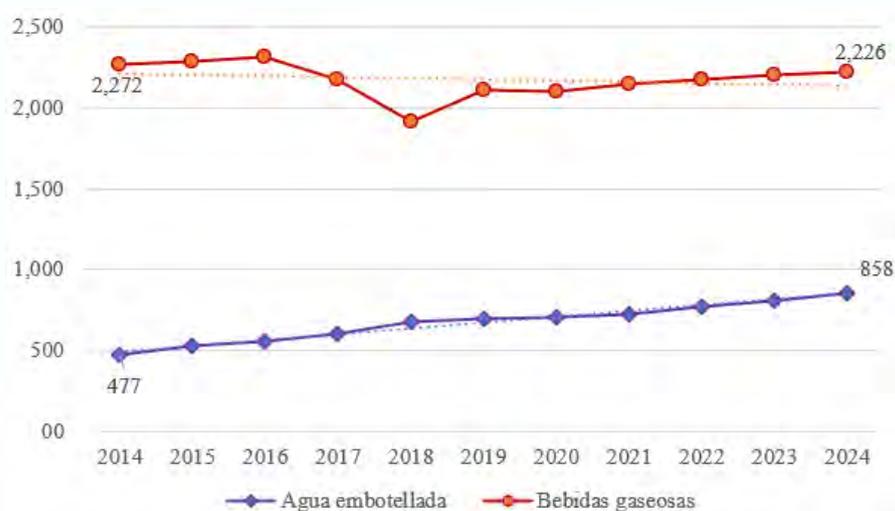


*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

En función al agua embotellada y gaseosas, al igual que Perú a raíz de la ley de etiquetado y más información sobre los efectos negativos del alto contenido de azúcar en bebidas y alimentos, los consumidores comenzaron a buscar alternativas de bebidas más saludables como el agua, donde se podrían volcar esfuerzos de expansión de líneas de producción (Euromonitor International, s.f.).

**Figura 18**

*Venta de Agua Embotellada y Bebidas Gaseosas en MM de Litros - Chile*



*Nota.* Adaptado de *Passport* [Sistema de Información Empresarial en Línea que Proporciona Data Inteligente sobre Países, Consumidores e Industrias], por Euromonitor International, s.f., recuperado el 31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

## 4.2 Reportes de la Empresa (Memorias y Presentación Inversionistas)

### 4.2.1 Backus

En función al mercado cervecero la desaceleración en el consumo ha sido debido al incremento de las tasas del impuesto selectivo al consumo a partir del 2018 y como resultado se tuvo contracción de volumen de -0.9%, sin embargo, el crecimiento en valor fue de 7.7% gracias a la consolidación de las marcas globales, eficiencias en descuentos al mercado y estrategias de incremento de precios detrás del aumento del impuesto selectivo al consumo (Backus, 2020). En función a bebidas no alcohólicas sus resultados fueron negativos, afectados por una fuerte oferta comparativa causando una contracción total de -5.4% y contracción de valor de -2.6%, debido también a una fuerte contracción de la categoría y cambios en los hábitos de consumo.

### 4.2.2 Molson Coors

En función a estrategia planifican invertir en sus marcas icónicas, como Coors y Miller, además crecer de forma agresiva sobre su sector premium y bebidas saborizadas, finalmente crecer más allá de la cerveza con su línea new wine y hard seltzers con antioxidantes (Molson Coors, s.f.-c).

**Tabla 9**

*Proyecciones sobre Tasa Impositiva, Gasto por Interés, Gasto de Capital y Ahorros en Costos Anuales (Planes hacia 2020-2021)*

Concepto	Valor
Tasa impositiva	20% al 24%
Gastos por intereses	US\$280 millones +/- 5%
Gasto de capital	US\$700 millones +/- 10%
Ahorros en costos anuales	US\$150 millones

*Nota.* Adaptado de *Reportes Anuales* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Molson Coors, s.f.-b. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financials/annual-reports/default.aspx>

### 4.2.3 Compañía de Cervecerías Unidas

El plan de inversiones para apoyar el crecimiento orgánico a nivel consolidado contempla invertir CLP 184.914 millones en 2020, compuesto principalmente por CLP 103.172 millones en activos de producción, que incluye parte de la construcción de la nueva planta productiva en Santiago de Chile y otras inversiones para ampliaciones de capacidad en nuestros negocios en Chile y Argentina (CCU, 2020).

**Tabla 10***Inversión en CAPEX de Chile (en Millones US\$)*

Período	Valor
2020	857.4627
2021	734.8364
2022	415.4104
2023	448.6885

*Nota.* Adaptado de *Memoria Anual 2019*, por CCU, 2020.

([https://ccuinvestor.com/ccu\\_contenido/uploads/2021/05/CCU-2019-final-con-EEFF-consolidados.pdf](https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2021/05/CCU-2019-final-con-EEFF-consolidados.pdf))

### **4.3 Reportes de Clasificación de Riesgo**

#### **4.3.1 Backus**

El mercado peruano de cerveza refleja una alta concentración, siendo Backus quien controla el mercado (96% participación). Según Macroconsult (2017), la competencia se basa en la eficiencia de costos, manejo de un gran portafolio de marcas, segmentación de mercado y altas barreras de entrada por los significativos niveles de inversión. Respecto a los riesgos, según Maldonado y Ortiz de Zevallos (2017), la compañía enfrenta una alta sensibilidad de la demanda de sus productos respecto al precio ya que no se consideran bienes de primera necesidad. Además, las ventas de cerveza podrían estar expuestas a cambios regulatorios cómo modificaciones al impuesto selectivo al consumo (ISC) y/o a la comercialización.

La principal estrategia de Backus durante los últimos años ha sido la diversificación de su portafolio de marcas y presentaciones existiendo un bajo consumo de cerveza per cápita en relación al sector en la región. No obstante, podría verse afectada por cambios en la capacidad adquisitiva de la población o presencia de sustitutos cercanos. Cabe precisar que la demanda de cerveza es sensible al precio del producto y está directamente relacionada con el ciclo económico y la política tributaria (Maldonado & Ortiz de Zevallos, 2017).

### **4.3.2 Molson Coors**

Molson Coors maneja un portafolio de marcas globales y regionales con una sólida posición de mercado; no obstante, la compañía depende de la evolución de sus productos en mercados maduros específicos (USA, Canadá y UK). Si las preferencias del consumidor cambian o si el consumo de dichos productos se reduce, podría tener un impacto material sobre la generación de ingresos. Así también, la compañía está expuesta a cambios en los precios de los commodities; Molson Coors utiliza una gran cantidad de materias primas agrícolas (cebada, malta, lúpulo, maíz, entre otros) cuya volatilidad en el precio debido a los factores de oferta y demanda mundial podría impactar en el flujo de caja. Por otro lado, la compañía está expuesta a fluctuaciones en diferentes tipos de cambio siendo las más significativas el dólar canadiense y las monedas operativas en Europa (el euro, la libra esterlina, la kuna croata, el dinar serbio, entre otros) (Molson Coors, s.f.-c).

### **4.3.3 Compañía Cervecerías Unidas**

Según ICR Chile (2020), la industria cervecera chilena se caracteriza por tener altas barreras de entrada generadas por una imagen de marca con fuertes campañas de marketing, eficiencias operacionales y sólidos canales de distribución y por mantener niveles significativos de innovación debido al desarrollo de nuevos productos como factor clave para mantener o aumentar la participación de mercado. En Chile CCU lidera la industria de cerveza siendo su principal competidor AB InBev Chile. Los principales riesgos de la compañía se centran en la dependencia con proveedores y sobre el precio de materias primas manteniendo contratos de largo plazo para el abastecimiento de malta y cebada con productores locales; ningún proveedor concentra más del 10% de las compras. Asimismo, la empresa tiene una cartera de productos altamente diversificada a través de marcas propias y a través de licencias (Heineken). Por último, mantiene un modelo de negocio que le permite tener economías de escala con una red de 34 centros de distribución propios y 7 centros de distribución arrendados en toda la región.

## Capítulo V: Modelamiento Financiero por cada Empresa

### 5.1 Proyección de Estados Financieros

Planteamos a continuación los supuestos generales empleados en nuestras proyecciones para las principales variables.

#### 5.1.1 Backus

En el caso de Backus, los ingresos totales están agrupados en tres conceptos, venta de productos terminados y otros ingresos operacionales, compuestos de ingresos por alquileres y venta de materias primas, como maíz y otros materiales. Las ventas de productos terminados representan en promedio el 98.7% de los ingresos totales y están conformadas en promedio en un 92.6% de cerveza. La venta de gaseosas, malta, agua y RTDs no son representativas de los ingresos por lo que la estimación de la venta de cerveza de Backus determina el comportamiento de los ingresos de Backus en su totalidad (Backus, s.f.). La estimación de las ventas anuales de cerveza se considera en función al ingreso nominal disponible y a la población de 18 años a más, al tener la edad legal para el consumo de bebidas alcohólicas en el Perú. El dato del ingreso nominal disponible de los últimos 20 años fue obtenido del compendio estadístico del BCRP (s.f.-a) y para proyectar su crecimiento empleamos el crecimiento del PBI de Perú, con tasas de crecimiento para la economía peruana de 10% en 2021, 4.8% en 2022, 4.5% para los años 2023 y 2024 y 3% para los próximos años hasta el 2030 (Ministerio de Economía y Finanzas [MEF], 2020). La población mayor a 18 años es un dato del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, s.f.), tanto para los datos reales 2000 a 2020 como para proyecciones 2021 a 2030.

La proyección de otros ingresos operacionales se realizó tomando el peso histórico sobre ingreso de productos terminados de los últimos cinco años, que equivale a 1.2%.

**Tabla 11***Estadísticas de Regresión (Backus)*

Variable	Valor
Coefficiente de correlación múltiple $R$	0.981277266
Coefficiente de determinación $R^2$	0.962905073
$R^2$ ajustado	0.958783414
Error crítico	285.7443783
Observaciones	21

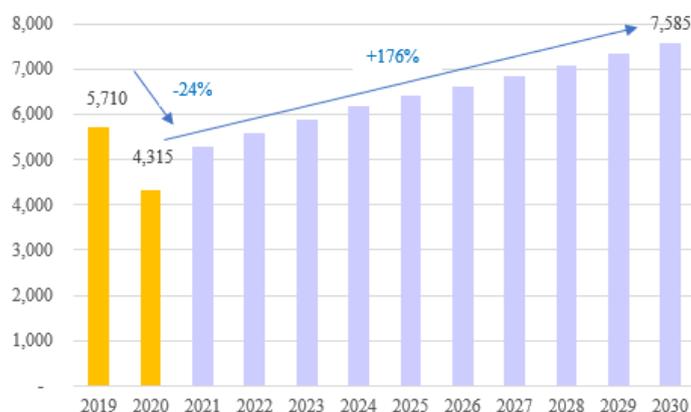
**Tabla 12***Análisis de Varianza ANOVA (Backus)*

Concepto	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	$F$	Valor crítico de $F$
Regresión	2	38,150,202.510	19,075,101.00	233.6208	1.32994E-13
Residuos	18	1,469,697.295	81,649.85		
Total	20	39,619,899.810			

**Tabla 13***Análisis de Significancia Individual (Backus)*

Concepto	Intercepción	Población legal 18	Ingreso $N$ disponible
Coefficientes	-648.848	-3.2E-05	0.012322
Standard estándar	2,036.505	0.000163	0.003031
Estadístico $t$	-0.31861	-0.1952	4.065912
Probabilidad	0.753691	0.847424	0.000725
Inferior 95%	-4,927.38	-0.00037	0.005955
Superior 95%	3,629.69	0.00031	0.018689

Del análisis estadístico se concluye que de las dos variables explicativas elegidas, solo el Ingreso Nominal Disponible es estadísticamente significativo y es la que finalmente empleamos para la proyección de venta de productos terminados.

**Figura 19***Proyección de Ingresos Totales – Backus*

Para el costo de ventas se asume el porcentaje del último año real, así como para los gastos de venta y distribución y otros ingresos y gastos operativos. Los gastos administrativos se incrementan año a año a razón de la proyección de la tasa de inflación anual del Perú a mediano plazo de 2% (MEF, 2020).

La estimación del capital de trabajo se obtuvo a partir de los días de cobranza, inventario y pagos del año 2019, previos a la pandemia del 2020, puesto que fue un año atípico con mayor prevalencia de cobranza y pago a proveedores en efectivo.

Los gastos de capital fueron proyectados tomando el promedio histórico del ratio CAPEX sobre Ventas, de 4.58%, lo que nos da un monto de alrededor de 300 millones de soles cada año, similar a los que Backus suele presentar. Al tener casi el 100% del mercado nacional, Backus no ha requerido de incrementos excesivos en sus activos fijos e intangibles al no tener mayor necesidad de crecimiento en sus plantas.

### **5.1.2 Molson Coors**

La empresa Molson es la sexta cervecera más grande a nivel mundial y la número 2 en Estados Unidos con 24% del mercado, debajo del gigante AB-Inbev que tiene 43%. Según Molson Coors (s.f.-c), ambas empresas han perdido participación en el 2020 debido al cambio de las preferencias del consumidor por RTD (“listos para beber”) importadas,

también denominadas hard seltzers. Las ventas de Molson se han ido contrayendo en 2018 y 2019 a razón de 2% y en el 2020 cayeron en 9%. Además de las tendencias de consumo, el 2020 se vio marcado por la pandemia donde Molson acordó, en un esfuerzo por apoyar a sus socios, los bares y restaurantes, afectados fuertemente por el Coronavirus con un programa de recojo y reembolso por barriles de cerveza no abiertos.

Para la estimación de ventas se consideró como única variable significativa, al igual que Backus, al ingreso nominal disponible, obtenido de Euromonitor y proyectado por diez años considerando las tasas de crecimiento de la economía norteamericana, que presentan una contracción del 4.3% en el 2021 y se recuperan a partir del 2022.

Los costos de venta fueron proyectados considerando el ratio sobre venta 2019, de 60.3%. Estos son menores a los del 2020, que aumentaron a 61% como ratio sobre ventas. Molson se percató que la pandemia forzó un cambio en la demanda de sus canales *off premise* como supermercados y licorerías en detrimento de los canales *on premise*, como restaurantes y bares.

Los gastos de Molson se presentan como un total de gastos generales, administrativos y marketing y para proyectarlos hemos empleado el ratio sobre ventas del año 2020 para el 2021 y en los años posteriores el ratio del 2019. Con los días de cobranza, inventario y pagos del año 2020 y considerando las ventas proyectadas se estimaron las cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar. Para los gastos de capital se toma el promedio de los ratios de capital fijo sobre venta de los últimos 5 años reales y se consideró la misma diferencia para los intangibles.

### **5.1.3 Compañía de Cervecerías Unidas**

En las notas a los estados financieros de CCU (s.f.) las ventas están desagregadas por segmento atendido, ventas a cliente doméstico o segmento Chile, segmento Internacional y segmento Vino. Como las ventas sumadas del segmento Chile e Internacional de los últimos

5 años han mantenido un promedio de 88% y la proporción de sus productos es mayoritariamente cerveza, aplicamos la misma dinámica de proyección empleada en Backus, donde las ventas anuales están en función al ingreso nominal disponible y la población en edad legal de consumo de bebidas alcohólicas, ambos datos obtenidos de 2000 a 2020 de Euromonitor International (s.f.). El análisis estadístico muestra al igual que en caso de Backus que la población no es una variable estadísticamente significativa para ser empleada en la proyección. Se emplea la tasa de crecimiento del PBI chileno mostrada en las proyecciones del Banco Central de Reserva de Chile (2021).

El costo de ventas de CCU venía mostrando hasta el 2019 un ratio sobre ventas promedio de 48% en los últimos cinco años. Durante la pandemia, debido a incrementos en remuneraciones por liquidación de empleados, pero principalmente por aumentos en el costo directo como materias primas (CCU, s.f.), el costo de ventas se incrementó y se obtuvo un ratio sobre ventas del 53%. Por este comportamiento atípico del 2020 es que el ratio empleado en este ejercicio para proyectar los siguientes años es el del 2019. Los gastos de CCU se dividen en distribución, administración y otros gastos. La distribución ha sido proyectada considerando el ratio sobre venta del 2019, 18%, que recoge las eficiencias en transporte obtenidas en los años previos a la pandemia y que fueron distorsionadas durante el 2020. Los gastos de administración crecen a razón del promedio de la tasa de inflación proyectada de 2.9%, dato del Banco Central de Chile (2021), que indica que, con el retiro del estímulo fiscal y monetario asumido en pandemia, la desaceleración de la demanda agregada llevará a que la inflación vaya convergiendo a una tasa del 3%.

CCU presenta una cuenta de Otros gastos por función donde se incluyen los gastos de comercialización incurridos. Los aportes para publicidad compartida se han ajustado en el 2020 por lo que empleamos el ratio sobre ventas de dicho año, de 12.4%.

Para el cálculo del capital de trabajo se han considerado los ratios de días de inventario y rotación de cuentas por cobrar y pagar del año 2020. Para la proyección de CAPEX, hemos tomado el promedio del ratio CAPEX sobre Ventas de los últimos 6 años de 7.45%.

## **5.2 Valorización de la Empresa**

El método utilizado para valorar las tres empresas es el de Flujo de Caja Descontado. Se considera este método como el más apropiado para valorar una empresa en marcha que genera flujos de caja para los accionistas, aplicando como tasa de descuento el WACC (Weighted Average Cost of Capital), promedio ponderado del costo de la deuda y la rentabilidad mínima exigida por los accionistas (Koller et al., 2020).

### **5.2.1 Backus**

Para calcular los componentes del WACC tomamos los valores del ejercicio 2020. En Backus se presenta un costo de la deuda de 7%, ponderando los importes de arrendamiento financiero con sus respectivas tasas mostradas en la tabla 14. La proporción de la deuda financiera de Backus, de 70.5 millones de soles, sobre total de Pasivos y Patrimonio es de 2.37% (Backus, s.f.). La tasa de impuesto a la renta en el mercado peruano es de 29.5% (Estado Peruano, s.f.).

**Tabla 14***Pasivo por Arrendamientos – Backus*

Institución	Descripción	Importe 2020	Tasa (%)
BBVA Perú	Terreno en Cajamarca, montacargas y mejora de almacenes	3,395	6.16
BCP	Terreno en Satipo y montacargas	1,427	6.10
Interbank	Montacargas	944	6.45
Relsa Perú SA	Vehículos	4,114	8.00
BBVA Perú	Vehículos	15,868	6.45
BCP	Vehículos	15,036	7.40
Scotiabank	Vehículos	13,665	7.40
Otros arrendamientos (NIIF 16)		6,796	6.70
Total		61,245	

*Nota.* Adaptado de *Información Financiera* [Estados Financieros Correspondientes a los Periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020], por Backus, s.f., recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>

Para el cálculo del costo de capital se utiliza el modelo de valoración de activos de capital o CAPM, se toma un beta apalancado de 1.08, obtenido a partir del beta desapalancado promedio para las industrias de bebidas alcohólicas en mercados emergentes (Damodaran, s.f.-a). La tasa de interés libre de riesgo se ha calculado en base a la tasa promedio de los Bonos del Tesoro norteamericano a 10 años entre 2018 y 2020, equivalente a 1.98% y ajustado con las tasas de devaluación del Perú y Estados Unidos, dando como resultado 1.28%. El rendimiento esperado del mercado equivale a 6.43% (Damodaran, s.f.-b). El riesgo país empleado es de 1.17% (BCRP, s.f.-b).

Con todos estos datos, el WACC para Backus es de 9.28%.

**Tabla 15***Componentes WACC – Backus (%)*

Componente	Valor
$D/E$	2.42
Beta apalancado <sup>a</sup>	1.08
$R_f$	1.28
$R_m - R_f$	6.43
$R_p$	1.17
$W_d$	2.37
$W_e$	97.63
$[K_d]$	7.00
$[K_e]$	9.38
Tax	29.50
WACC	9.28

Nota. <sup>a</sup> Solo beta apalancado no es un porcentaje.

Como resultado se obtiene el flujo de caja libre proyectado, como se visualiza en la tabla 16 FCL - Backus. El valor actual de la empresa calculado al 2020 es de S/ 35,791,155,307.

Para el cálculo del valor terminal de la empresa utilizamos la tasa de crecimiento de 4.1%, promedio estimado de crecimiento para los periodos de proyección del Flujo de Caja libre, el WACC de 9.28% y el valor del FCL para el último año, obteniendo una perpetuidad de S/51,022,163,085.

**Tabla 16***FCL – Backus (Miles S/)*

Concepto	Año									
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos	5,267,269	5,570,813	5,869,046	6,180,700	6,397,818	6,621,450	6,851,791	7,089,043	7,333,411	7,585,111
- Costo de ventas	-1,606,161	-1,698,722	-1,789,663	-1,884,696	-1,950,903	-2,019,095	-2,089,334	-2,161,679	-2,236,195	-2,312,947
Margen bruto	3,661,107	3,872,091	4,079,383	4,296,003	4,446,915	4,602,355	4,762,457	4,927,363	5,097,216	5,272,164
- Gastos de venta y distribución	-1,083,631	-927,914	-977,589	-1,029,501	-1,065,665	-1,102,915	-1,141,282	-1,180,801	-1,221,504	-1,263,429
- Gastos de administración	-391,065	-398,886	-406,864	-415,001	-423,301	-431,767	-440,403	-449,211	-458,195	-467,359
-Otros gastos	-22,351	-51,983	-54,766	-57,674	-59,700	-61,787	-63,936	-66,150	-68,430	-70,779
- Gastos totales	-1,497,047	-1,378,783	-1,439,219	-1,502,176	-1,548,667	-1,596,469	-1,645,621	-1,696,161	-1,748,130	-1,801,567
EBIT	2,164,060	2,493,308	2,640,164	2,793,827	2,898,249	3,005,885	3,116,836	3,231,202	3,349,086	3,470,597
-Impuestos	-638,398	-735,526	-778,848	-824,179	-854,983	-886,736	-919,467	-953,204	-987,980	-1,023,826
Depreciación + Amortización	322,611	354,287	388,053	425,248	458,505	494,235	532,609	573,806	618,018	665,450
NOPAT	1,848,274	2,112,069	2,249,368	2,394,896	2,501,770	2,613,385	2,729,979	2,851,803	2,979,124	3,112,221
- CAPEX	241,328	255,236	268,900	283,179	293,126	303,372	313,926	324,796	335,992	347,524
- Variación de capital del trabajo	-766,084	-88,739	-87,186	-86,173	-68,410	-65,377	-67,339	-63,696	-77,102	-73,583
+ Valor terminal										51,022,163
Flujo de caja libre	2,373,029	1,945,573	2,067,655	2,197,890	2,277,054	2,375,390	2,483,391	2,590,704	2,720,234	53,860,443

*Nota.* EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos. NOPAT = Beneficio operativo después de impuestos. CAPEX = Gastos en capital.

Para calcular el valor de la acción de S/ 26.85, se utilizaron las variables que se encuentran en la tabla 17 Valor acción - Backus.

**Tabla 17**

*Valor Acción – Backus (Miles de S/)*

Descripción	Valor
Valor empresa	35,791,155.31
Pasivo financiero	70,487.00
Caja	532,231.00
Valor para los accionistas	36,252,899.31
Acciones Backus (cantidad)	1,350,236,735
Valor acción	26.85

La cotización de la acción al 13.05.2021 fue de S/ 20.00. Las acciones equivalentes de inversión para Backus son 1,350,236,735, este número incluye los tres tipos de acciones: BACKUAC1 - Clase A, BACKUBC1 - Clase B y BACKUSI1 - Acciones de inversión, dando como capitalización de mercado S/ 27,004,734,700.

El valor de la acción calculado mediante el método de flujos de caja descontados es un 34.25% mayor al de su cotización; teniendo como resultado que la acción de Backus está subvalorada sobre el valor en la fecha obtenida.

### **5.2.2 Molson Coors**

Para el 2020 Molson Coors presenta un costo promedio de deuda de 3.3%, ponderando los importes de sus financiamientos y sus respectivas tasas (tabla 18). Sin embargo, se tomó la tasa de interés del 3%, correspondiente al bono más representativo. La proporción de la deuda financiera es de US\$8,166.8 millones, sobre el total de Pasivos y Patrimonio es de 39.5%; la tasa de impuesto para el mercado estadounidense es de 27%.

**Tabla 18***Financiamientos – Molson Coors*

Descripción	Importe 2020	Tasa (%)
CAD 500 million	392.9	2.84
CAD 500 million	392.9	3.44
US\$1.0 billion	1,000	2.10
US\$500 million	503.7	3.50
US\$2.0 billion	2,000.0	3.00
US\$1.1 billion	1,100.0	5.00
US\$1.8 billion	1,800.0	4.20
€800 million	977.3	1.25
<b>Total</b>	<b>8,166.8</b>	<b>3.26</b>

El cálculo del CAPM toma un beta apalancado de 1.36, obtenido a partir del beta desapalancado promedio para las industrias de bebidas alcohólicas en mercados estadounidenses. La tasa de interés libre de riesgo elegida es la tasa promedio de los Bonos del Tesoro norteamericano a 10 años entre 2018 y 2020, equivalente a 1.98%. El rendimiento esperado del mercado es 6.43% (Damodaran, s.f.-b) y el riesgo país 0%.

Con todos estos datos, el WACC para Molson Coors es de 7.35%.

**Tabla 19***Componentes WACC - Molson Coors*

Componente	Valor
$D/E$	65.19
Beta apalancado <sup>a</sup>	1.36
$R_f$	1.98
$R_m - R_f$	6.43
$R_p$	0.00
$W_d$	39.47
$W_e$	60.53
$[K_d]$	3.00
$[K_e]$	10.71
Impuesto	27.00
WACC	7.35

*Nota.* <sup>a</sup> Solo beta apalancado no es un porcentaje.

Se calcula el flujo de caja libre proyectado, para Molson Coors, tal como se visualiza en la tabla 20. El valor actual de la empresa calculado es de US\$22,827,899,453.

Para el cálculo del valor terminal de la empresa utilizamos la tasa de crecimiento de 4.2%, promedio estimado de crecimiento para los periodos de proyección del Flujo de Caja libre, el WACC de 7.35% y el valor del FCL para el último año, obteniendo una perpetuidad de US\$30,078,691,270.

**Tabla 20***FCL - Molson Coors (US\$)*

Concepto	Año									
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos	9,243,285	9,910,983	10,416,752	10,817,023	11,215,217	11,623,789	12,045,014	12,482,441	12,933,452	13,390,472
- Costo de ventas	-5,572,672	-5,975,219	-6,280,141	-6,521,460	-6,761,527	-7,007,850	-7,261,802	-7,525,522	-7,797,431	-8,072,963
Margen bruto	3,670,614	3,935,764	4,136,610	4,295,563	4,453,690	4,615,939	4,783,212	4,956,919	5,136,021	5,317,509
- Gastos totales	-3,337,834	-2,902,200	-3,106,817	-3,226,199	-3,344,961	-3,466,819	-3,592,450	-3,722,913	-3,857,428	-3,993,735
EBIT	332,780	1,033,564	1,029,793	1,069,364	1,108,729	1,149,120	1,190,762	1,234,006	1,278,593	1,323,773
- Impuestos	-89,851	-279,062	-278,044	-288,728	-299,357	-310,262	-321,506	-333,182	-345,220	-357,419
+ Depreciación + Amortización	855,370	850,476	803,182	759,241	724,984	699,855	682,334	671,004	664,727	662,577
NOPAT	1,098,299	1,604,978	1,554,931	1,539,877	1,534,357	1,538,713	1,551,590	1,571,829	1,598,099	1,628,931
- CAPEX	262,670	288,860	308,699	324,400	340,019	356,046	372,568	389,726	407,417	425,344
- Variación de capital de trabajo	-347,391	86,012	65,152	47,755	55,102	52,632	54,262	51,955	62,492	58,873
Valor terminal										30,078,691
Flujo de caja libre	1,183,021	1,230,105	1,181,079	1,167,722	1,139,235	1,130,036	1,124,760	1,130,147	1,128,190	31,223,406

*Nota.* EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos. NOPAT = Beneficio operativo después de impuestos. CAPEX = Gastos en capital.

Para calcular el valor de la acción de US\$67.62, se utilizaron las siguientes variables:

**Tabla 21**

*Valor Acción - Molson Coors (US\$)*

Descripción	Valor
Valor empresa	22,827,899
Pasivo financiero 2020	8,228,300
Caja 2020	770,100
Valor para los accionistas	15,369,699
Acciones Molson-Coors (cantidad)	220,358,315
Valor acción	69.75

La cotización de la acción al 13.05.2021 para Molson Coors fue de US\$58.24 y la cantidad de acciones de inversión en el mercado son 220,358,315 (Investing.com, s.f.-b), teniendo una capitalización de US\$12,833,688,266.

El valor de la acción calculado mediante el método de flujos de caja descontados es un 19.76% mayor al de su cotización; teniendo como resultado que la acción de Molson Coors está subvalorada sobre el valor en la fecha obtenida.

### **5.2.3 Compañía de Cervecerías Unidas**

Compañía de Cervecerías Unidas, en el 2020 mantiene una deuda de 490,457 millones de pesos chilenos a un costo promedio de 2.31%, ponderando sus financiamientos, como préstamos bancarios, bonos, arrendamientos financieros con sus tasas, sin embargo, se tomó la tasa de interés de 1.2%, correspondiente al bono más representativo. La proporción de la deuda financiera sobre el total de Pasivos y Patrimonio es de 34.81%; y según KPMG (s.f.), la tasa de impuesto para Chile es de 27%.

El cálculo del CAPM toma un beta apalancado de 1.33, obtenido a partir del beta desapalancado promedio para las industrias de bebidas alcohólicas en mercados emergentes. La tasa de interés libre de riesgo elegida es la tasa promedio de los Bonos del Tesoro

norteamericano a 10 años entre 2018 y 2020, equivalente a 1.98% y ajustado con las tasas de devaluación de Chile y Estados Unidos, dando como resultado 1.81%. El rendimiento esperado del mercado es 6.43% (Damodaran, s.f.-b) y el riesgo país 1.68% (BCRP, s.f.-b).

Con todos estos datos, el WACC para CCU es de 9.15%.

**Tabla 22**

*Componentes WACC - CCU*

Componente	Valor
$D/E$	34.81
Beta apalancado <sup>a</sup>	1.33
$R_f$	1.81
$R_m - R_f$	6.43
$R_p$	1.68
$W_d$	25.82
$W_e$	74.18
$[K_d]$	1.20
$[K_e]$	12.04
Tax	27.00
WACC	9.15

*Nota.* <sup>a</sup> Solo beta apalancado no es un porcentaje.

De acuerdo a la tabla 23 FCL - CCU, el valor actual de Compañía de Cervecerías Unidas es de 2,761,578 millones de pesos chilenos.

Para el cálculo del valor terminal de la empresa utilizamos la tasa de crecimiento de 3.0%, promedio estimado de crecimiento para los periodos de proyección del Flujo de Caja libre, el WACC de 9.15% y el valor del FCL para el último año, obteniendo una perpetuidad de 4,052,574 millones de CLP.

**Tabla 23***FCL – CCU (Millones de Pesos)*

Concepto	Año									
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos	1,885,978	1,943,976	2,003,496	2,063,901	2,126,785	2,066,912	2,264,297	2,332,571	2,401,969	2,471,456
- Costo de ventas	-939,934	-968,839	-998,503	-1,028,607	-1,059,947	-1,030,108	-1,128,481	-1,162,507	-1,197,094	-1,231,725
Margen bruto	946,044	975,137	1,004,993	1,035,294	1,066,837	1,036,804	1,135,816	1,170,064	1,204,875	1,239,731
- Gastos totales	-703,865	-709,952	-731,452	-753,331	-776,055	-763,360	-825,301	-849,991	-875,148	-900,478
EBIT	242,179	265,184	273,542	281,963	290,782	273,444	310,515	320,073	329,727	339,253
-Impuestos	-65,388	-71,600	-73,856	-76,130	-78,511	-73,830	-83,839	-86,420	-89,026	-91,598
Depreciación + Amortización	112,345	115,023	117,847	120,809	123,913	126,392	129,882	133,503	137,251	141,118
NOPAT	289,135	308,608	317,533	326,642	336,184	326,006	356,557	367,156	377,952	388,773
- CAPEX	140,419	144,737	149,169	153,666	158,348	153,891	168,587	173,670	178,837	184,011
- Variación de capital de trabajo	8,993	6,281	5,660	6,046	4,814	-4,830	18,771	6,834	5,283	7,584
Valor terminal										4,052,574
Flujo de caja libre	139,723	157,589	162,703	166,929	173,022	176,946	169,200	186,652	193,832	4,249,753

*Nota.* EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos. NOPAT = Beneficio operativo después de impuestos. CAPEX = Gastos en capital.

Para calcular el valor de la acción de CLP 7,219, se utilizaron las siguientes variables:

**Tabla 24**

*Valor Acción – CCU (CLP)*

Descripción	Valor
Valor empresa	2,761,578,485,127
Pasivo financiero	490,457,495,000
Caja	396,389,016,000
Valor para los accionistas	2,667,510,006,127
Acciones CCU (cantidad)	369,502,872
Valor acción	7,219

Al 13.05.2021, la cotización de la acción de CCU fue de CLP 6,336 y la cantidad de acciones en el mercado son 396,502,872 (Investing.com, s.f.-a), teniendo una capitalización de 2,341,170 millones de pesos chilenos. El valor de la acción calculado mediante el método de flujos de caja descontados es un 13.94% mayor al de su cotización; teniendo como resultado que la acción de Compañía de Cervecerías Unidas está subvalorada sobre el valor en la fecha obtenida.

### **5.3 Análisis de Riesgo**

#### **5.3.1 Backus**

Se simularon variaciones de la tasa de crecimiento, aumentando en 0.36% y 0.5% y aumentos en el WACC de 0.20% respecto al valor empleado de 9.28%. En todas las posibles combinaciones, la acción de Backus no varía mucho en su valor, pero es siempre superior al precio real; Backus se mantiene subvaluada.

**Tabla 25***Sensibilidad WACC vs Tasa de Crecimiento – Backus*

WACC	<i>g</i>				
	<b>3.00%</b>	<b>3.50%</b>	<b>4.14%</b>	<b>4.50%</b>	<b>5.00%</b>
<b>8.88%</b>	25.46	26.83	29.00	30.52	33.07
<b>9.08%</b>	24.65	25.91	27.88	29.26	31.54
<b>9.28%</b>	23.90	25.05	<b>26.85</b>	28.10	30.15
<b>9.48%</b>	23.19	24.25	25.90	27.03	28.88
<b>9.68%</b>	22.52	23.50	25.01	26.04	27.72

### 5.3.2 Molson Coors

En el caso de Molson hemos optado por realizar un análisis de riesgo basado en cambios en los costos de venta. Según Molson Coors (s.f.-c), la empresa es consciente de que, en un contexto de pandemia, los clientes más fuertes fueron los canales off-premise, que al tener que llenar estantes prefieren el producto envasado en aluminio y no en botellas de vidrio. Molson podría apostar a una reestructuración de sus proveedores y activos relacionados a la elaboración y empaqueo de latas de aluminio. Si bien supondría una mayor inversión en maquinaria, el uso de estos contenedores facilita el transporte y reduce sus costos de venta. En el análisis se aprecia que una reducción de 0.6p.p del ratio de costos sobre ventas permitiría una mejora del 5.7% en el valor de la empresa, y el valor de la acción pasaría de US\$69.75 a US\$75.63.

**Tabla 26***Sensibilidad Costo sobre Venta vs Valor Empresa – Molson Coors*

Costos / Ventas (%)	Valor de la empresa (US\$)
-60.29	<b>22,827,899</b>
-60.17	23,087,989
-60.05	23,347,558
-59.93	23,606,609
-59.81	23,865,141
-59.69	24,123,156

### 5.3.3 Compañía de Cervecerías Unidas

Para el caso de la empresa chilena, al igual que en Backus, se realizó un análisis de sensibilidad del valor de la acción frente a variaciones en la tasa de crecimiento y el WACC. Si la tasa WACC aumenta 4 puntos básicos a 9.55%, la tasa de crecimiento tendría que aumentar a 4.0% para que el valor de la acción de CCU sea superior.

**Tabla 27***Sensibilidad WACC vs Tasa de Crecimiento – CCU (CLP)*

WACC	g				
	2.59%	3.05%	4.00%	4.05%	4.20%
8.75%	7,376	7,777	8,847	8,915	9,129
8.95%	7,120	7,488	8,464	8,526	8,719
9.15%	6,879	<b>7,219</b>	8,111	8,168	8,343
9.35%	6,653	6,967	7,785	7,837	7,996
9.55%	6,440	6,731	7,483	7,530	7,675

## Capítulo VI: Análisis de la Estructura de Capital

### 6.1 Backus

#### 6.1.1 Estructura: Recompra de acciones

Se han definido cuatro escenarios con diferentes porcentajes de acciones a recomprar: 3%, 5%, 7% y 10%, modificando la estructura deuda patrimonio de la compañía. Asimismo, se establece una prima por acción de 15%. El patrimonio se reduce en un monto igual al valor contable de las acciones que se recomprarán y se incrementa la deuda, necesaria para este propósito. Los pagos de intereses se incrementan, pero el ratio de cobertura se mantiene holgado en todos los escenarios debido a las bajas tasas de interés y el elevado EBITDA de la empresa. Backus puede soportar financieramente una recompra de acciones.

**Tabla 28***Estructura de Capital con Recompra de Acciones – Backus*

Concepto	Base 2020	Escenario			
		A	B	C	D
% de acciones a comprar		3%	5%	7%	10%
Valor contable de la acción de inversión		2.15	2.15	2.15	2.15
Acciones a recomprar		40,507,102	67,511,837	91,681,074	128,272,490
Valor mercado de la acción		16.5	16.5	16.5	16.5
Prima por acción		15%	15%	15%	15%
Valor de recompra de la acción		18.975	18.975	18.975	18.975
Importe necesario para la recompra (a) + (b)		768,622,260	1,281,037,107	1,739,648,379	2,433,970,498
(a) Caja		150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,001
(b) Deuda		618,622,260	1,131,037,107	1,589,648,379	2,283,970,497
Valor nominal a disminuir Patrimonio		87,212,130	145,353,551	197,390,120	276,171,745
Valor a otros resultados integrales		681,410,131	1,135,683,557	1,542,258,259	2,157,798,752
% Deuda	2%	20%	42%	59%	83%
% Patrimonio	98%	80%	58%	41%	17%
Valor contable de la deuda	70,487	689,109	1,201,524	1,660,135	2,354,457
Valor contable del Patrimonio	2,907,071	2,819,859	1,626,034	1,167,423	473,101
Pasivo + Patrimonio	2,977,558	3,508,968	2,827,558	2,827,558	2,827,558
Acciones actuales	1,350,236,735	1,309,729,633	1,282,724,898	1,258,555,661	1,221,964,245
<i>D/E</i>	2%	24%	74%	142%	498%
Tasa de interés	7.00%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
Pago de intereses	4,936	19,709	34,364	47,480	67,337
Ratio de cobertura	422	106	61	44	31

### 6.1.2 Estructura: Reparto de dividendos excepcionales

Se han definido cuatro escenarios con los siguientes porcentajes de dividendos excepcionales a distribuir: 15%, 30%, 40% y 55%, sobre el valor de las utilidades retenidas de Backus. Repartir dividendos de forma excepcional a los accionistas reduce las utilidades retenidas y por tanto, el patrimonio de la empresa. Se incrementa la deuda y, por tanto, el gasto de intereses; no obstante, los ratios de cobertura de intereses son bastante amplios en los cuatro escenarios. Es decir, la capacidad de pago de Backus no se ve afectada a través del reparto de dividendos.



**Tabla 29***Estructura de Capital con Reparto de Dividendos - Backus*

Concepto	Base 2020	Escenario			
		A	B	C	D
% de utilidades retenidas a distribuir		15%	30%	40%	55%
Valor de las utilidades retenidas		1,202,396,000	1,202,396,000	1,202,396,000	1,202,396,000
Utilidades retenidas a distribuir		180,359,400	360,718,800	480,958,400	661,317,800
Importe necesario para la distribución (a) + (b)		180,359,400	360,718,800	480,958,400	661,317,800
(a) Caja		50,000,000	100,000,000	150,000,000	150,000,001
(b) Deuda		130,359,400	260,718,800	330,958,400	511,317,799
Valor nominal a disminuir del Patrimonio		180,359,400	360,718,800	480,958,400	661,317,800
% deuda	2%	7%	12%	14%	21%
% Patrimonio	98%	93%	88%	86%	79%
Valor contable deuda	70,487	200,846	331,206	401,445	581,805
Valor contable Patrimonio	2,907,071	2,726,712	2,546,352	2,426,113	2,245,753
Pasivo + Patrimonio	2,977,558	2,927,558	2,877,558	2,827,558	2,827,558
Acciones actuales	1,350,236,735	1,350,236,735	1,350,236,735	1,350,236,735	1,350,236,735
<i>D/E</i>	2.42%	7.37%	13.01%	16.55%	25.91%
Tasa de interés	7.00%	2.86%	2.86%	2.86%	2.86%
Pago de intereses	4,936	5,744	9,472	11,481	16,640
Ratio de cobertura	422	363	220	181	125

## 6.2 Molson Coors

### 6.2.1 Estructura: Recompra de acciones

Se han establecido dos escenarios con diferentes porcentajes de acciones a recomprar: 10% y 20%. El patrimonio se reduce y se incrementa la deuda. Se asume que la tasa de interés es la misma en los dos escenarios. Dado el aumento de la deuda, los pagos de intereses se suben y los ratios de cobertura se ajustan. Molson Coors puede soportar financieramente una recompra de acciones pero las proporciones de deuda y capital no cambian sustancialmente.

**Tabla 30**

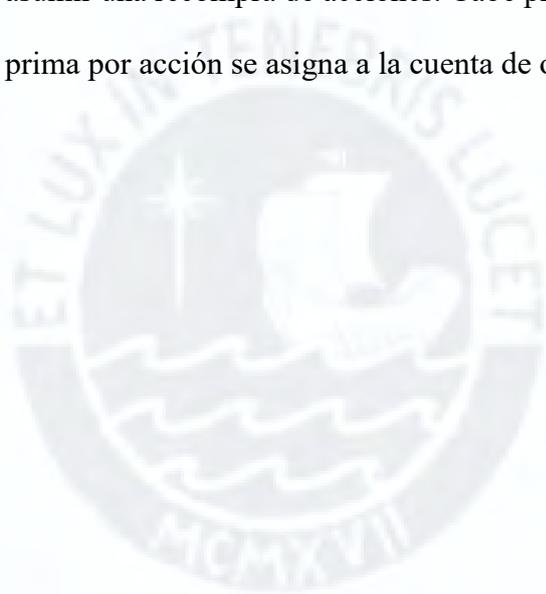
*Estructura de Capital con Recompra de Acciones – Molson Coors*

Concepto	Base 2020	Escenario	
		A	B
% de acciones a comprar		10%	20%
Valor contable de la acción de inversión		57.28	57.28
Acciones a recomprar		22,035,832	39,664,497
Valor mercado de la acción		58.24	58.24
Prima por acción		15%	15%
Valor de recompra de la acción		66.976	66.976
Importe necesario para la recompra (a) + (b)		1,475,871,884	2,656,569,351
(a) Caja		200,000,000	200,000,000
(b) Deuda		1,275,871,884	2,456,569,351
Valor nominal a disminuir del Patrimonio		1,262,130,029	2,271,834,017
Valor a otros resultados integrales		213,741,855	384,735,334
% deuda	39%	46%	51%
% Patrimonio	61%	54%	49%
Valor contable de la deuda	8,228,300	9,504,172	10,684,869
Valor contable del Patrimonio	12,621,300	11,359,170	10,349,466
Pasivo + Patrimonio	20,849,600	20,863,342	21,034,335
Acciones actuales	220,358,315	198,322,483	180,693,818
D/E	65%	84%	103%
Tasa de intereses	3.26%	3.36%	3.26%
Pago de intereses	268,124	319,340	348,327
Ratio de cobertura	1.9	1.6	1.5

## 6.3 Compañía de Cervecerías Unidas

### 6.3.1 Estructura: Recompra de acciones

Se han definido cuatro escenarios con diferentes porcentajes de acciones a recomprar: 3%, 10%, 15% y 30%. A través de este proceso el patrimonio cae y aumenta la deuda. Se asume que la tasa de interés es la misma en todos los escenarios y se considera una prima por acción de 15%. Dado el aumento de la deuda, los pagos de intereses se incrementan y los ratios de cobertura de intereses se reducen, pero se mantienen holgados. Molson Coors puede asumir una recompra de acciones. Cabe precisar que la diferencia entre el valor contable y la prima por acción se asigna a la cuenta de otros resultados integrales.



**Tabla 31***Estructura de Capital con Recompra de Acciones – CCU*

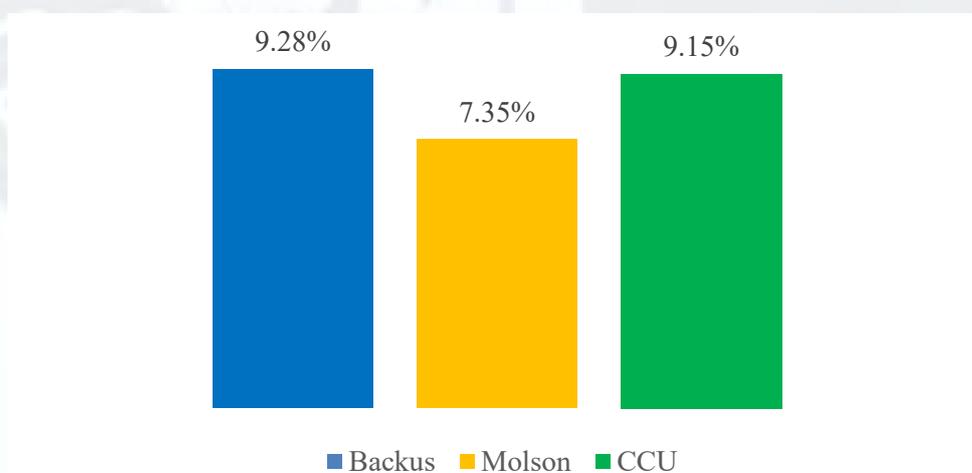
Concepto	Base 2020	Escenario			
		A	B	C	D
% de acciones a comprar		3%	10%	15%	30%
Valor contable de la acción de inversión		3,812.74	3,812.74	3,812.74	3,812.74
Acciones a recomprar		11,085,086	36,950,287	53,762,668	99,765,776
Valor mercado de la acción		6,336	6,336	6,336	6,336
Prima por acción		15%	15%	15%	15%
Valor de recompra de la acción		7286	7286	7286	7,286
Importe necesario para la recompra (a) + (b)		80,770	269,235	391,736	726,933
(a) Caja		15,000	50,000	75,000	150,000
(b) Deuda		65,770	219,235	316,736	576,933
Valor nominal a disminuir del Patrimonio		42,265	140,882	204,983	380,381
Valor a otros resultados integrales		38,506	128,353	186,753	346,552
% deuda	26%	29%	36%	40%	51%
% Patrimonio	74%	71%	64%	60%	49%
Valor contable de la deuda	490,457	556,228	709,692	807,194	1,067,391
Valor contable del Patrimonio	1,408,819	1,366,554	1,267,937	1,203,836	1,028,438
Pasivo + Patrimonio	1,899,276	1,922,782	1,977,629	2,011,029	2,095,828
Acciones actuales	369,502,872	358,417,786	332,552,585	315,740,204	269,737,096
D/E	35%	41%	56%	67%	104%
Tasa de interés	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%
Pago de intereses	11,322	12,840	16,383	18,634	24,640
Ratio de cobertura	20.7	18.3	14.3	12.6	9.5

## Capítulo VII: Análisis Comparativo de Valor

El costo de capital para una empresa representa la tasa de retorno exigida por el accionista o inversor; es el costo en el que incurre una compañía para levantar capital adicional. El costo promedio ponderado de capital es el cálculo del costo de capital de la empresa ponderando el origen del capital, el cual puede incluir accionistas (patrimonio) y deuda a corto o largo plazo (obligaciones con terceros) (Koller et al., 2020). Un crecimiento en el WACC denota un decrecimiento en el valor de la empresa y un incremento en el riesgo, y viceversa una reducción en el WACC. El WACC afecta las decisiones de inversión de una empresa ya que se usa para descontar los flujos de caja futuros. A continuación, el WACC de Backus, Molson Coors y CCU:

**Figura 20**

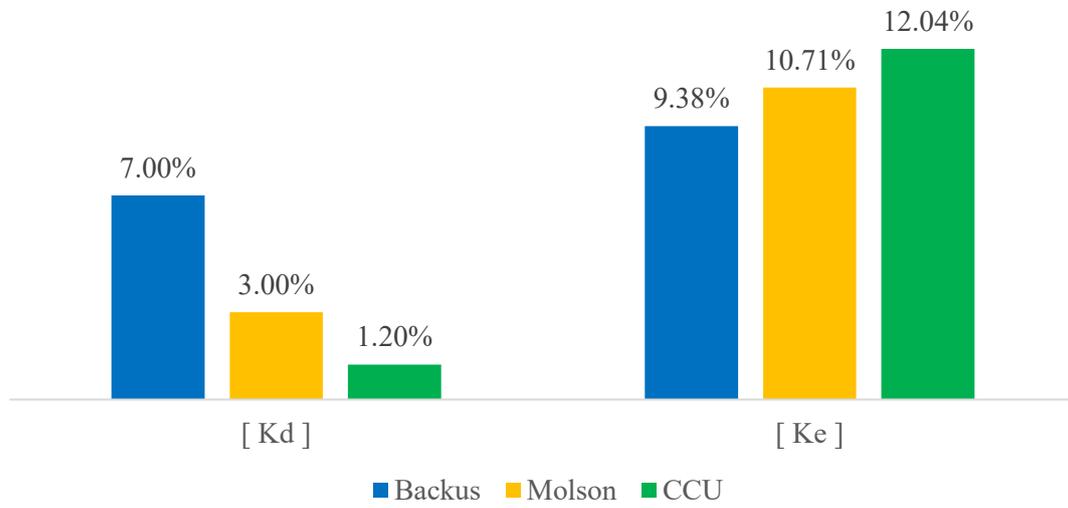
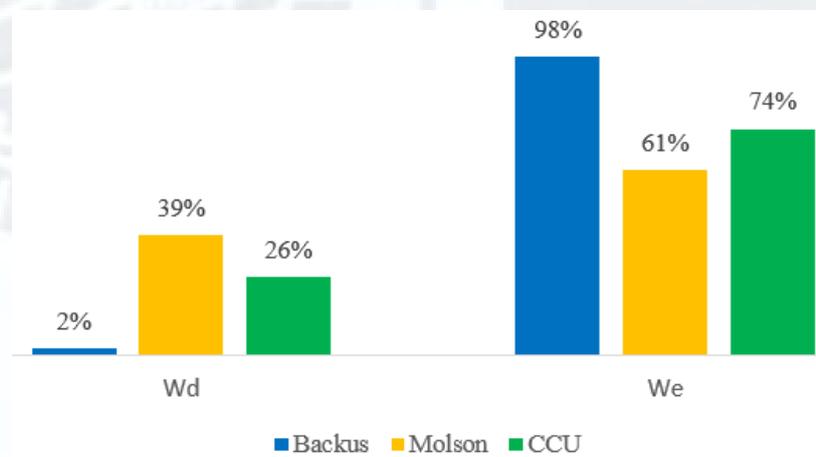
*Costo Promedio Ponderado del Capital por Empresa*



El WACC de Backus y CCU son los más altos, si bien se encuentran dentro de países con riesgo país bajo (Perú y Chile), tienen una relación deuda/patrimonio baja. Esto refleja que las empresas tienen un nivel de deuda bajo en sus balances, lo que afecta directamente en su costo promedio ponderado de capital. El costo del patrimonio es más alto que el costo de la deuda y esto genera un WACC mayor que impacta negativamente sobre la valoración ya

que dicho costo ponderado se utiliza como tasa de descuento de los flujos futuros del proyecto de inversión.

El ratio EV/EBITDA se utiliza principalmente como método de valorización de empresas por múltiplos (Koller et al., 2020). Backus y CCU son compañías que tienen un ratio EV/EBITDA inferior a Molson Coors, ambas han tenido un crecimiento sostenido en los últimos años y se encuentran en mercados crecientes en los que todavía existen oportunidades de inversión. Por el contrario, en el mercado americano (Molson Coors) ha pasado el estado de madurez en búsqueda de nuevas bebidas y nuevos intereses del consumidor. Las tres empresas reflejan un promedio (14X) cercano al de las grandes empresas cerveceras (10X), dichos valores no se consideran atípicos. Si bien CCU está adaptando su estrategia a su cambiante mercado para poder establecer una ventaja competitiva sobre sus competidores, mantiene una estabilidad dentro de sus flujos de ingresos futuros, generando valor a sus inversionistas. Por el lado de Backus encontramos el ratio más alto de la región Sudamericana, demostrando una mayor liquidez y un dominio de mercado (monopolio) a comparación de Molson Coors y CCU. Finalmente, CCU tiene un nivel EV/EBITDA por debajo del promedio del mercado a pesar de que mantiene una participación de mercado alta (60%) e ingresos proyectados en aumento de 3%. El EBITDA de CCU se encuentra en niveles bajos en comparación a las otras empresas, pero su EV se ve impactado por las grandes inversiones en capital que realizarán en los próximos años, lo que presiona el ratio hacia abajo.

**Figura 21***Costo de Deuda, Costo de Capital***Figura 22***Relación Deuda/Patrimonio*

**Tabla 32***Valorización de Backus, Molson Coors y CCU*

Característica	Empresa		
	Backus	Molson Coors	CCU
Moneda de valorización	Soles	Dólares	Pesos chilenos
Acción en el mercado	20.0	58.2	6,336.0
Valor de acción en valorización	26.9	69.8	7,219.2
% Diferencia sobre mercado	34.3	19.8	13.9
Valor / EBITDA (%)	14.4	19.2	7.8
EBITDA / Ventas (%)	47.2	12.9	18.8

*Nota.* EBITDA = Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Las tres empresas tienen una valoración por encima del mercado, mostrando una proyección positiva dentro de sus flujos futuros y una recuperación tras la caída de sus ventas en el 2020. CCU mantiene el menor porcentaje de diferencia sobre el mercado que se debe principalmente al bajo nivel del EV por su alto nivel en CAPEX. En contraste, encontramos a Backus con un nivel de EBITDA/Ventas mayor, ya que al tener más del 90% de participación de mercado, su inversión en CAPEX no es tan alta a diferencia de CCU. El ratio EBITDA/Ventas nos muestra una gran diferencia, Backus mantiene el liderazgo operativo mientras que el ratio de CCU ha venido disminuyendo a lo largo de los años. A través de las inversiones en CAPEX planea incrementar dicho ratio. Molson Coors tuvo una caída importante en el 2020; sin embargo, tiene un crecimiento y recuperación en los siguientes años pero que no superan los resultados mostrados en la última década dados sus mayores gastos operativos.

## Capítulo VIII: Propuesta de Estructuración

### 8.1 Backus

#### 8.1.1 Estructura: Recompra de acciones

A través de un proceso de recompra de acciones, se incrementa la rentabilidad del accionista; sube la proporción de deuda en la estructura de capital, la misma que está afecta a una reducida tasa de interés. El costo de la deuda es menor en comparación al costo del capital, esto produce que se reduzca el WACC conforme aumenta el apalancamiento.

Adicionalmente, la recompra de acciones produce un incremento en el valor actual de la acción en todos los escenarios, producto del incremento del valor de la empresa y la reducción del número de acciones. Cabe mencionar que Backus es una empresa con niveles de deuda prácticamente nulos (2% en el 2020) por lo que el escenario A, con una proporción de deuda del 20% del total de activos, sería el elegido.

**Tabla 33**

*Recompra de Acciones - Backus*

Concepto	Base 2020	Escenario			
		A	B	C	D
Beta apalancado	1.08	1.24	1.61	2.12	4.78
Rentabilidad del accionista	9.38%	10.44%	12.82%	16.10%	33.18%
CCPP (WACC)	9.28%	8.79%	8.23%	7.83%	7.23%
Valor	35,791,155	37,100,155	38,663,644	39,824,089	41,665,940
Deuda	70,487	689,109	1,201,524	1,660,135	2,354,457
Caja	532,231	382,231	382,231	382,231	382,231
Valor patrimonio	2,907,071	2,819,859	1,626,034	1,167,423	473,101
Valor para los accionistas	36,252,899	36,793,277	37,844,351	38,546,181	39,693,714
Valor actual de la acción	26.85	28.09	29.50	30.63	32.48
ROE	42%	43%	74%	104%	256%

*Nota.* CCPP = Costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas e inglés). ROE =

Rentabilidad para el accionista.

### 8.1.2 Estructura: Dividendos excepcionales

Mediante un reparto de dividendos excepcionales se incrementa la rentabilidad del accionista y aumenta la proporción de deuda. El incremento de la deuda con un reducido costo presiona el WACC hacia abajo y eleva ligeramente el valor de la empresa. El valor de la acción sube en todos los escenarios.

Finalmente, realizando una comparación entre las alternativas de estructura de capital, se encuentra que el escenario de recompra de acciones es que tendría un mayor impacto a mediano plazo que incrementaría los niveles de retorno al accionista y el valor de acción dentro del proceso, ya que el escenario de pago de dividendos excepcionales tiene un menor impacto en el valor de la acción y tendría una duración a corto plazo ya que solo está afecta a las utilidades retenidas y no al capital social de la empresa dentro de la estructura patrimonial.

**Tabla 34**

*Distribución de Dividendos Excepcionales - Backus*

Concepto	Base 2020	Escenario			
		A	B	C	D
Beta apalancado	1.08	1.12	1.16	1.18	1.25
Rentabilidad del accionista	9.38%	9.62%	9.89%	10.06%	10.51%
CCPP (WACC)	9.28%	9.10%	8.99%	8.92%	8.76%
Valor	35,791,155	36,260,971	36,563,494	36,739,837	37,162,707
Deuda	70,487	200,846	331,206	401,445	581,805
Caja	532,231	482,231	382,231	232,231	82,231
Valor patrimonio	2,907,071	2,726,712	2,546,352	2,426,113	2,245,753
Valor para los accionistas	36,252,899	36,542,356	36,614,520	36,570,623	36,663,134
Valor actual de la acción	26.85	27.06	27.12	27.08	27.15
ROE	42%	44%	48%	50%	54%

*Nota.* CCPP = Costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas e inglés). ROE =

Rentabilidad para el accionista.

## 8.2 Molson Coors

### 8.2.1 Estructura: Recompra de acciones

La rentabilidad del accionista aumenta mediante la recompra de acciones de Molson Coors. El costo de la deuda es menor en comparación al costo del capital, esto produce que se reduzca el WACC ligeramente mientras se incrementa el endeudamiento. No obstante, el impacto es marginal ya que la compañía tiene una proporción de deuda significativa (40% del total de activos). El valor actual de la acción disminuye mínimamente en los dos escenarios. Dada la poca materialidad de un proceso de recompra de acciones en el valor para los accionistas y por ende, en el valor actual de la acción, además del alto nivel actual de deuda de la compañía, no se recomienda optar por esta alternativa.

**Tabla 35**

*Recompra de Acciones – Molson Coors*

Concepto	Base 2020	Escenario	
		A	B
Beta apalancado	1.36	1.48	1.61
Rentabilidad accionista	10.71%	11.51%	12.35%
CCPP (WACC)	7.35%	7.26%	7.19%
Valor empresa	22,827,899	22,975,631	23,103,787
Deuda	8,228,300	9,504,172	10,684,869
Caja	770,100	570,100	570,100
Valor patrimonio	12,621,300	11,359,170	10,349,466
Valor para los accionistas	15,369,699	14,041,559	12,989,018
Valor actual de la acción	69.75	70.80	71.88

*Nota.* CCPP = Costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas e inglés).

## 8.3 Compañía de Cervecerías Unidas

### 8.3.1 Estructura: Recompra de acciones

El Return on Equity (ROE) se incrementa con la recompra de acciones de Compañía de Cervecerías Unidas; mientras mayor el porcentaje de recompra, mayor el ROE de la

empresa. Asimismo, el WACC disminuye generando un mayor valor para la empresa, pero el impacto es inmaterial; esto se ve reflejado en el valor actual de la acción que se incrementa ligeramente, no se recomienda optar por esta alternativa.

**Tabla 36**

*Recompra de Acciones – CCU*

Concepto	Base 2020	Escenario			
		A	B	C	D
Beta apalancado	1.33	1.37	1.49	1.58	1.86
Rentabilidad accionista	12.04%	12.33%	13.09%	13.64%	15.47%
CCPP (WACC)	9.15%	9.02%	8.71%	8.52%	8.04%
Valor	2,761,578	2,790,003	2,855,050	2,895,744	3,002,329
Deuda	490,457	556,228	709,692	807,194	1,067,391
Caja	396,389	396,374	396,339	396,314	396,239
Valor patrimonio	1,408,819	1,366,554	1,267,937	1,203,836	1,028,438
Valor para los accionistas	2,667,510	2,630,149	2,541,697	2,484,865	2,331,177
Valor actual de la acción	7,219	7,338	7,643	7,870	8,642
ROE	7.7%	7.9%	8.5%	9.0%	10.5%

*Nota.* CCPP = Costo de capital promedio ponderado (WACC, por sus siglas e inglés). ROE = Rentabilidad para el accionista.

## Capítulo IX: Recomendaciones

1. Backus es la empresa líder del mercado cervecero peruano. La recomendación es comprar o mantener las acciones de Backus ya que la valorización refleja que la acción se encuentra subvaluada con un potencial de crecimiento del 34.3% (PEN 26.9 vs PEN 20 por acción). La compañía presenta un esquema de integración vertical que le permite estar presente a lo largo de toda la cadena productiva. Durante los últimos años, la compañía ha hecho importantes inversiones en optimización de procesos de producción y distribución, en busca de mantener estándares internacionales de calidad (como lo exige su matriz) y para satisfacer la creciente demanda del sector cervecero. La compañía tiene un sólido grado de propiedad y un bajo nivel de deuda estructural; tiene operaciones en prácticamente todos los principales mercados de la cerveza y cuenta con un portafolio expandido que incluye marcas globales, multipaís y locales.
2. En el caso de Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) la recomendación es comprar o mantener las acciones ya que la valorización refleja que la acción se encuentra subvaluada con un potencial de aumento del 13.9% (CPL 7,219 vs CPL 6,336 por acción). CCU es la primera empresa en ventas de bebidas alcohólicas en Chile y domina el mercado con un volumen de venta de cerveza del 61% al cierre del 2020.
3. Respecto a Molson Coors, se sugiere comprar o mantener las acciones ya que la valorización muestra que la acción se encuentra subvaluada con un potencial de subida del 19.8% (US\$69.8 vs US\$58.2 por acción). Este potencial se sustenta en la posición de la compañía; Molson Coors es el sexto grupo cervecero más grande a nivel mundial. No obstante, se mantiene dependiente de un pequeño número de mercados con un alcance geográfico limitado (Estados Unidos, Europa occidental y Europa del Este). El desarrollo y creación de valor para Molson Coors en los próximos años dependerá de la expansión de su división de bebidas no-alcohólicas y del incipiente mercado legal de bebidas con cannabis.

## Capítulo X: Conclusiones

1. A partir del 2019 el panorama económico global ha sido modificado significativamente por la pandemia. En el Perú, implicó una disminución de las exportaciones de bienes y servicios, contracción de la producción local, demanda externa y cierres de fronteras. A diciembre de 2020 la actividad económica reflejó una recuperación respecto a otros países de la región, sin embargo, se ha visto afectada por la incertidumbre política desde abril de 2021 y la segunda ola de contagios por COVID-19.
2. Para el caso de Chile, la economía se contrajo en 5.7% en el 2020. El precio del cobre se ha incrementado lo que ha propiciado un incremento en la producción. Chile ha sido una de las economías con mayor crecimiento en las últimas dos décadas; no obstante, el impacto de la pandemia ralentizará la recuperación.
3. Por último, en EE. UU. se concentra alrededor del 25% de los casos de fallecimiento por COVID-19 en el mundo. El PBI se redujo 3.5% durante el 2020 y se proyecta un incremento del 6.2% y 5.1% para el 2021 y 2022, respectivamente. Se vienen desplegando potentes estímulos fiscales (30% del PBI aproximadamente) que, sumado a las bajas tasas de interés y al éxito en las campañas de vacunación, han impulsado la recuperación económica.
4. Considerando el marco macroeconómico el mercado peruano sigue manteniendo una tendencia de consumo por bebidas premium y super premium de productores artesanales, esto seguirá empujando a las grandes empresas productoras al segmento como parte de su nueva estrategia de negocio.
5. Asimismo, en Chile, la cerveza continuó con un crecimiento en el volumen total de ventas desde 2019, respaldado por la demanda de cervezas artesanales y de bajo contenido alcohólico. La diversificación jugó un papel en el crecimiento del volumen

de ventas, ya que el mercado experimentó una expansión en términos de variedades de cerveza. La mayor expansión provino de marcas premium, nacionales o importadas.

6. Mientras tanto las cervezas light nacionales de Estados Unidos como Bud Light, Miller Lite y Coors Light tienen las mayores participaciones en el mercado. Las tendencias de salud y bienestar están cada vez más dentro del comportamiento de los consumidores, y por ende las ventas de las cervezas de baja calorías estarían aumentando cada vez más sin mayor esfuerzo.
7. Teniendo en cuenta las variables de mercado y macroeconómicas, las tres empresas han tenido un impacto directo en sus ventas tras la pandemia de COVID-19, sin embargo, han logrado recuperarse a un buen ritmo debido a la apertura de las economías tras la debilitación de las restricciones con el avance de la vacunación mundial, esto ha resultado en mejoras en los ratios financieros y finalmente en su valor empresa.
8. Backus y Molson mantienen un ciclo de conversión de efectivo negativo, logrando cobrar antes de cumplir con sus obligaciones, generando utilidades en menor tiempo. Aquí muestran una ventaja comparativa frente a CCU, mientras CCU cobra en promedio de 64 días y paga obligaciones en 126 días en promedio, Backus cobra en un promedio de 19 días y paga en 196. En función a las ventas, se ha mostrado un descenso en el crecimiento de cerveza debido a la tendencia de consumo hacia bebidas más saludables. En cuanto a cobertura de intereses y servicio de deuda, Backus tiene un indicador saludable ( $>35x$  en promedio) desde el 2015, siendo un indicio claro de la capacidad de la compañía para honrar sus obligaciones financieras (solvencia) así como de su capacidad de endeudamiento futura. Respecto a CCU y

Molson Coors, el ratio de cobertura de intereses del último año es de 21x y 1.9x, respectivamente, lo cual los hace menos solventes en comparación.

9. En cuanto a comparativos de valor en base a la valorización de las empresas, el WACC de Backus y CCU son los más altos de las tres empresas, ambas tienen una relación deuda/patrimonio baja, esto significa que tienen un nivel de deuda bajo lo que afecta directamente en su costo ponderado de capital. Tomando en cuenta el WACC como ratio de descuento, las tres empresas tienen una valorización por encima del mercado, mostrando una proyección positiva dentro de sus flujos futuros y una recuperación tras la caída de sus ventas en el 2020.
10. Finalmente, tomando como base la valorización y realizando un análisis de estructura de capital, en función a Backus se encuentra que el escenario de recompra de acciones es que tendría un mayor impacto a mediano plazo que incrementa los niveles de retorno al accionista y el valor de acción dentro del proceso, ya que el escenario de pago de dividendos excepcionales tiene un menor impacto en el valor de la acción; en cuanto a Molson la alternativa de una recompra de acción tiene una ganancia marginal mínima, debido a la actual estructura que mantienen y cambiarla no generaría valor al negocio; y sobre CCU de igual forma el impacto sobre la valorización y ROE es mínimo y cambiarla no generaría valor al negocio.

## Referencias

- Andina. (2019, 9 de julio). *Mercado nacional de cerveza asciende a S/ 4,000 millones por año*. <https://andina.pe/agencia/noticia-mercado-nacional-cerveza-asciende-a-s-4000-millones-ano-758151.aspx>
- Backus. (s.f.). *Información financiera* [Estados financieros correspondientes a los periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020]. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/informacion-financiera>
- Backus. (2018, 2 de marzo). *Políticas de dividendos*.  
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={F009E961-0000-CB39-81A0-BB4A7A198BAE}>
- Backus. (2020). *Memoria anual 2019*.  
<https://www.backus.pe/sites/g/files/yrakuj241/files/2020-08/Memoria%20Anual%202019%20-%20Backus.pdf>
- Banco Central de Chile. (2021, 1 de setiembre). *Banco Central publicó Informe de Política Monetaria (IPoM) de setiembre de 2021* (Nota de prensa).  
<https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publico-informe-de-politica-monetaria-ipom-de-septiembre-de-2021>
- Banco Central de Reserva del Perú. (s.f.-a). *Ingreso nacional disponible*. Recuperado el 26 de junio de 2021, de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/trimestrales/resultados/PN02577AQ/html>
- Banco Central de Reserva del Perú. (s.f.-b). *Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) – Perú*. Recuperado el 26 de junio de 2021, de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN01129XM/html>

- Banco Central de Reserva de Perú. (2020, junio). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2021* (Reporte de inflación). Autor.  
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2020/junio/reporte-de-inflacion-junio-2020.pdf>
- Banco Central de Reserva de Perú. (2021, junio). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2022* (Reporte de inflación). Autor.  
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2021/junio/reporte-de-inflacion-junio-2021.pdf>
- Belapatiño, V., Crispin, Y., Grippa, F., Perea, H., & Vega, H. (2021). *Situación Perú* (Segundo trimestre 2021). BBVA Research.  
<https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/situacion-peru-segundo-trimestre-2021/>
- Blazheski, F., Casillas, A., Chen, K., Karp, N., Nava, M., & Nash-Stacey, B. (2020). *Situación Estados Unidos* (Tercer trimestre 2020). BBVA Research.  
<https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/situacion-estados-unidos-tercer-trimestre-2020/>
- Bolsa de Valores de Lima. (s.f.). *Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A* [Valores inscritos]. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de  
<https://www.bvl.com.pe/emisores/detalle?companyId=21802>
- CCU. (s.f.). *Reportes financieros* [Estados financieros correspondientes a los periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020]. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de  
<https://ccuinvestor.com/financial-reports/>
- CCU. (2020). *Memoria anual 2019*.  
[https://ccuinvestor.com/ccu\\_contenido/uploads/2021/05/CCU-2019-final-con-EEFF-consolidados.pdf](https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2021/05/CCU-2019-final-con-EEFF-consolidados.pdf)

Compañía de Cervecerías Unidas. (2003). *La historia de CCU: 150 años abriendo tu mundo*.

<https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2018/03/Libro-Historia-CCU.pdf>

Damodaran, A. (s.f.-a). *Betas by sector (US)* [Betas por sector].

[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Damodaran, A. (s.f.-b). *Historical returns: Stocks, bonds & T.bills with premiums (US*

*companies)* [Rentabilidad histórica: Acciones, bonos y letras con primas (empresas

estadounidenses)]. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

Estado Peruano. (s.f.). *Impuesto a la Renta (IR)*. <https://www.gob.pe/664-impuesto-a-la-renta>

Euromonitor International. (s.f.). *Passport* [Sistema de información empresarial en línea que

proporciona data inteligente sobre países, consumidores e industrias]. Recuperado el

31 de agosto de 2021, de <https://www.portal.euromonitor.com>

Font, G. (2019). *El mercado de la cerveza en Estados Unidos*. ICEX España Exportación e Inversiones.

Fuchs, R. M. (2009). Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston [Casos de gobierno

corporativo]. En P. Franco, G. Pipoli, y C. Varela (Eds.), *El gobierno corporativo en*

*el Perú: Reflexiones académicas sobre su aplicación* (pp. 13-80). Universidad del

Pacífico. <https://repositorio.up.edu.pe/handle/11354/1066>

ICR Chile. (2020, 30 de diciembre). *Compañía Cervecerías Unidas S.A.* (Informe anual de

clasificación de riesgo). [https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-](https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/4563-compania-cervecerias-unidas-resena-anual-de-clasificacion-1/file)

[cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/4563-compania-cervecerias-unidas-resena-](https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/4563-compania-cervecerias-unidas-resena-anual-de-clasificacion-1/file)

[anual-de-clasificacion-1/file](https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/4563-compania-cervecerias-unidas-resena-anual-de-clasificacion-1/file)

Instituto Nacional de Estadística e Informática. (s.f.). *Series nacionales*.

<http://webapp.inei.gob.pe:8080/sirtod-series/>

Investing.com. (s.f.-a). *Compañía Cervecerías Unidas SA (CCU)*. Recuperado el 13 de mayo

de 2021, de <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un>

- Investing.com. (s.f.-b). *Molson Coors Brewing Co Class B (TAP)*. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/molson-coors>
- Investing.com. (s.f.-c). *Backus Johnsto (BACKUSII)*. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/backus-johnsto-ratios>
- Investing.com. (s.f.-d). *Molson Coors Brewing Co Class B (TAP)*. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/molson-coors-ratios>
- Investing.com. (s.f.-e). *Compania Cervecerias Unidas SA (CCU)*. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un-ratios>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7th edition) [Valoración: Medición y gestión del valor de las empresas]. McKinsey & Company.
- KPMG. (s.f.). *Corporate tax rates table* [Tabla de tasas de impuestos corporativos]. <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- Maldonado, O., & Ortiz de Zevallos, C. (2017, noviembre). *Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* (Informe semestral). Apoyo & Asociados. <https://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/12/Backus-jun-17.pdf>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2020). *Marco macroeconómico multianual 2021-2024*. [https://www.mef.gob.pe/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2021\\_2024.pdf](https://www.mef.gob.pe/pol_econ/marco_macro/MMM_2021_2024.pdf)
- Molson Coors. (s.f.). *History* [Historia]. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://www.molsoncoors.com/about/history>
- Molson Coors. (s.f.-b). *Reportes anuales* [Estados financieros correspondientes a los periodos 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020]. Recuperado el 13 de mayo de 2021, de <https://ir.molsoncoors.com/financials/annual-reports/default.aspx>

Molson Coors. (s.f.-c). *Archivos SEC*. <https://ir.molsoncoors.com/financials/sec-filings/default.aspx>

Montoro, C., Pérez, F., & Herrada, R. (2020, junio). Medidas del BCRP frente a la pandemia del nuevo coronavirus. *Moneda*, 2020(182), 10-18.

<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-182/moneda-182-02.pdf>

Stickney, C. P., Avolio Alecchi, B., Francis, J., Schipper, K., Weil, R. L.(2012). *Contabilidad financiera: una introducción a conceptos, métodos y usos*. Cengage Learning.

<http://www.ebooks7-24.com.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/?il=875>

Stickney, C. P., Weil, R. L., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2011). *Contabilidad financiera: Una introducción a conceptos, métodos y usos*. Cengage Learning.

Superintendencia del Mercado de Valores. (s.f.). *Información financiera por periodo*

[Estados financieros auditados 2020 de Backus].

[https://www.smv.gob.pe/Frm\\_InformacionFinancieraPorPeriodo?data=16BF4C8EF499F678B5AE402C1CFE8FC16710365A6C](https://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinancieraPorPeriodo?data=16BF4C8EF499F678B5AE402C1CFE8FC16710365A6C)