

Creación de valor económico para los accionistas del GEB

*Proceso de internacionalización
2001 – 2004*

Presentado por:
Yésid Alberto Upegui Carillo
Rafael Francisco Esquerá Magner

Asesor:
Javier Serrano Rodríguez
Emilio Cardona Magne

Proyecto de grado para optar el título
Maestría en Administración de Empresas

Universidad de los Andes
Facultad de Administración
Bogotá, D.C., 2005

ADVERTENCIA [DISCLAIMER]

El Proyecto de Grado contenido en el presente documento tiene propósitos académicos exclusivamente, por lo tanto, se recomienda a los lectores circunscribir los datos, cálculos, resultados, análisis, conclusiones y recomendaciones a este contexto en particular. Ni los autores del Proyecto ni el asesor se hacen responsables por la inadecuada interpretación y/o uso de la información contenida en este documento.

La información presentada en el Proyecto de Grado corresponde a información no reservada, disponible para el público en general a través de los Informes Anuales de las compañías que componen el Grupo Empresarial Bavaria (GEB), Prospectos de Emisión y Colocación de Bonos, páginas web de las compañías del GEB, reportes de analistas de la industria de bebidas y reportes de analistas de los mercados de capitales, entre otros.

Las cifras de proyecciones financieras corresponden al mejor estimativo de los analistas, reflejan la realidad económica del momento histórico entre los años 2001 y 2004 y no implican, de ninguna manera, el compromiso de obtener determinados resultados a futuro.

TABLA DE CONTENIDO

<i>INTRODUCCIÓN</i>	1
Contexto	1
Racionalidad de las expansiones	2
Estrategia Internacional del GEB	3
Hipótesis	4
Objetivos específicos	4
<i>1. ANTECEDENTES Y DESARROLLO DE LA INDUSTRIA DE BEBIDAS</i>	7
1.1 Generalidades	7
1.2 Mercado Latinoamericano de cerveza desde 1990	11
1.3 Desarrollo del Grupo Empresarial Bavaria.	14
<i>2. MARCO TEORICO</i>	16
2.1 Motivaciones para las fusiones y adquisiciones	16
2.2 Cálculo de las sinergias	17
2.3 Fuentes de creación de valor	18
2.3.1 Mejoramiento de los ingresos	18
2.3.2 Reducción de costos	19
2.3.3 Ganancias fiscales	20
2.3.4 Costo de capital	20
2.3.5 Incremento en el flujo de caja	21
2.3.6 Aumento en el crecimiento esperado de la firma	21
2.3.7 Extender el periodo de alto crecimiento de la firma	22
2.3.8 Reducir el costo del financiamiento	22
2.4 Causas de fracaso	23
2.5 Valoración de compañías	24
<i>3. VALORACION</i>	27
3.1 Generalidades	27
3.2 Medición de la creación de valor en las compañías del Grupo Empresarial Bavaria	28
3.3 Identificación de las sinergias	29
3.4 Algunas consideraciones importantes	30
3.5 Proyecciones financieras	32
3.5.1 Generalidades	32
3.5.2 Proyecciones con base 2001	33
3.5.3 Proyecciones con base 2004	34
3.5.4 Hechos relevantes 2001 – 2004	35
3.6 Valoración de las compañías en Colombia	36
3.7 Valoración de las compañías en Ecuador	37
3.8 Valoración de las compañías en Panamá	38
3.9 Valoración de las compañías en Perú	40
3.10 Razonabilidad de los resultados	42
3.11 Medición de sinergias	44

4. SINERGIAS POR EFICIENCIA OPERACIONAL	45
4.1 Ingresos	46
4.2 Costo de ventas	49
4.3 EBITDA	51
4.4 Flujo de Caja Libre	53
5. ANALISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL	55
5.1 Evolución de la estructura de capital entre 2001 y 2004	55
5.2 Cálculo del costo ponderado de capital en el GEB	61
5.3 Evolución histórica del WACC en el GEB	63
5.3.1 Resultados Colombia	64
5.3.2 Resultados Ecuador	66
5.3.3 Resultados Panamá	67
5.3.4 Resultados Perú	68
5.4 Estimación de la creación de valor por estructura de capital	69
CONCLUSIONES	74
BIBLIOGRAFÍA	78
LISTA DE TABLAS	81
LISTA DE GRÁFICAS	82
LISTA DE MAPAS	83
ANEXOS	84

INTRODUCCIÓN

Contexto

El mercado mundial de bebidas, y en particular el de cervezas, se ha caracterizado por su dinamismo durante la última década, pese al tradicionalismo de esta industria y ser reacia al cambio. Sin embargo, este reciente dinamismo responde más a la presión ejercida por los consumidores, que a iniciativas de la propia industria.

Es así como, mientras los mercados cerveceros más estables y tradicionales, como el europeo y norteamericano, se muestran estáticos, los mercados emergentes africanos y latinoamericanos se revelan dinámicos. En efecto, entre 1997 y 2002 el consumo de cerveza en Latinoamérica creció un 1.7% anual, mientras que en Norteamérica fue del 1% anual y en Europa Occidental decreció un 2% aproximadamente

En este contexto, mientras los grandes jugadores mundiales de la industria como Heineken, South African Breweries, Interbrew y Molson, entre otras, iniciaban un agresivo proceso de expansión en Latinoamérica, al interior de los países se presentaban simultáneamente procesos de consolidación de la industria. Así, al inicio de la década de los noventa coexistían más de tres competidores en cada país, mientras en la presente década, solo contados países tienen dos o más compañías líderes, donde normalmente, solo una de ellas domina del mercado.

Sin embargo, el número de compañías no solo ha disminuido sustancialmente en los países latinoamericanos, sino también a nivel mundial, gracias a un proceso simultáneo de adquisiciones y fusiones de antiguas compañías de

carácter familiar. Hoy en día, la industria cuenta con no más de 10 grupos cerveceros con presencia en varios países, los cuales dominan más del 80% de la oferta mundial de cerveza.

Racionalidad de las expansiones

El principal aliciente del proceso de expansión y consolidación de la industria cervecera en los últimos años, se debe al crecimiento de los mercados emergentes, en particular de América Latina. A comienzos de la década del noventa, el consumo per cápita de cerveza en Latinoamérica era de 38 litros, mientras en Europa era de 59 litros y en Norte América de 75 litros. Actualmente, en Colombia es de 30 litros, muy por debajo de Brasil con 49 litros o Venezuela con 82 litros.

Esta diferencia en el consumo, no solo entre Colombia y los países latinoamericanos, sino entre éstos y el resto del mundo, refleja el potencial de crecimiento de este mercado, máxime si se tienen en cuenta las similitudes culturales de estos países.

Por estas razones, Grupos como SABMiller se han especializado en desarrollar mercados emergentes, estimulando el mercado local a través de estrategias comerciales de precios y marcas, logrando con ello, incrementos sustanciales en el consumo. SABMiller, por ejemplo, deriva actualmente el 47% de sus utilidades operativas líquidas de mercados en países en desarrollo en África y Asia.

El segundo aliciente para la expansión y consolidación de la industria cervecera es la potencial transferencia de mejores prácticas de las compañías adquirientes a las compañías locales, tradicionalmente monopólicas y familiares, lo cual redundará en oportunidades para mejorar su desempeño y por ende, en menores costos de operación y en mayores rentabilidades para los accionistas en el largo plazo.

Estrategia Internacional del GEB

En este contexto, el Grupo Empresarial Bavaria dio un viraje estratégico en el año 2000 para alcanzar la visión establecida en su momento: *“La visión del GEB es ser uno de los siete grupos cerveceros del mundo en términos de ventas y EBITDA para el año 2006”*.

Para lograr esta visión, se definieron cinco ejes estratégicos:

- Implementar la gerencia estratégica basada en la creación de valor.
- Orientar la empresa al mercado.
- Desarrollar integralmente a las personas.
- Crecer internacionalmente.
- Asumir y proyectar su responsabilidad social.

En particular, el eje de crecimiento internacional buscó que el GEB se consolidara como una transnacional con estándares de categoría mundial que le asegurara el liderazgo en Latinoamérica, incorporando las mejores prácticas empresariales en todas las acciones corporativas. A su vez, las orientaciones se apoyaron en acciones más concretas, como integrar los sistemas de inteligencia de negocios, apoyar el programa de expansión internacional e identificar, soportar y desplegar las mejores prácticas.

Así, la estrategia de expansión o crecimiento internacional de Bavaria cobró especial importancia desde el año 2001. En desarrollo de la estrategia, se adquirió la Cervecería Nacional de Panamá (2001), la Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston en Perú (2002) y la Embotelladora Centroamericana S.A. en Costa Rica (2003), mientras que se consolidaba la industria en Colombia y Ecuador mediante el aumento de la participación en Cervecería Leona y en la Compañía de Cervezas Nacionales, respectivamente.

Esta estrategia se implementó entonces, con el propósito fundamental de crear valor a sus accionistas consolidando un bloque sólido regional, que aprovechara las mejores prácticas de negocios de todos los países y que

tuviera la masa crítica suficiente para luego aliarse con los grandes jugadores internacionales, y así garantizar su supervivencia en el largo plazo.

Hipótesis

La hipótesis que subyace en el presente proyecto de grado, supone que la estrategia de crecimiento internacional del GEB, desarrollada entre los años 2001 y 2004, ha creado valor económico a sus accionistas.

La estrategia de crecimiento internacional no solamente ha buscado defender los mercados colombiano y ecuatoriano, sino aprovechar oportunidades en mercados con potencial de crecimiento en la región, mejorar el desempeño mediante el desarrollo y transferencia de mejores prácticas, diversificar los riesgos y conformar un sólido bloque regional que esté en mejor posición para lograr alianzas con los grandes jugadores de la industria. Se considera entonces, que el mejor indicador del éxito de la estrategia es la cuantificación del valor económico generado para los accionistas. Ha sido exitosa, si el valor creado es positivo y ha fracasado, si el resultado es el contrario.

En este sentido, el objetivo principal del proyecto es el de validar la hipótesis planteada a través de la medición del valor económico creado y explicado por razones directamente atribuibles al Crecimiento Internacional.

Objetivos específicos

Para validar la hipótesis, se pretenden alcanzar los siguientes objetivos específicos:

- a. Describir el contexto e identificar las razones que propiciaron el proceso de internacionalización del GEB.
- b. Estimar el valor de las compañías cerveceras del GEB en cada uno de los países en donde existen operaciones principales para los años 2001 y 2004 mediante la metodología de flujo de caja libre descontado.

- c. Cuantificar la creación de valor mediante la medición de las diferencias entre las valoraciones realizadas.
- d. Identificar las fuentes de creación de valor directamente atribuibles a la estrategia de Crecimiento Internacional por dos conceptos generales:
 - Fuentes de carácter operativo
 - Fuentes asociadas a la estructura de capital
- e. Explicar los mecanismos, acciones y/o proyectos que se han realizado y que permiten explicar las variaciones en los diferentes conceptos operativos del negocio (ingresos, costos fijos, variables, etc.).
- f. Evaluar el comportamiento de la estructura de capital mediante la sensibilización de las valoraciones con respecto a las variables más importantes y análisis de los resultados.

Con el fin de alcanzar los objetivos específicos, el proyecto de grado se ha estructurado en seis capítulos.

El primer capítulo se refiere a los antecedentes y desarrollo de la industria de bebidas y busca contextualizar al lector mediante una descripción general de los principales movimientos de la industria global y latinoamericana de bebidas en los últimos años, así como los del Grupo Empresarial Bavaria en razón a la expansión internacional.

El segundo capítulo pretende crear un marco de referencia teórico a través de la presentación de algunas teorías de finanzas corporativas, que le permitan al lector comprender las metodologías de cálculo y de análisis utilizadas en el presente proyecto para validar la hipótesis sugerida.

El tercer capítulo se refiere a la valoración de las compañías entre los años 2001 y 2004 mediante la metodología de flujo de caja libre descontado. Allí se presentan tanto las generalidades de la valoración como los resultados, además de algunas consideraciones necesarias para interpretar los resultados correctamente.

En el cuarto capítulo se analizan los resultados de creación de valor por fuentes de carácter operativo y que se relacionan de alguna manera con el proceso de expansión internacional del GEB. Allí, se explican además, los principales proyectos que se han implementado para lograr las transferencias de mejores prácticas entre compañías.

El capítulo quinto se refiere a la creación de valor para los accionistas explicada por la estructura de capital del GEB. En este capítulo se analiza el impacto, en términos de valor, de la evolución de la estructura de capital entre los años 2001 y 2004 en particular por las variables asociadas o explicadas por la expansión internacional del Grupo.

Por último, el capítulo sexto, pretende resaltar las principales experiencias del GEB, tanto positivas como negativas, durante el proceso de expansión internacional desde la perspectiva de los accionistas.

1. ANTECEDENTES Y DESARROLLO DE LA INDUSTRIA DE BEBIDAS

1.1 Generalidades

La Industria internacional de bebidas se ha caracterizado, desde la década de los noventas, por un proceso simultáneo de expansión internacional y de consolidación. Las grandes multinacionales han traspasado las fronteras de sus mercados naturales para entrar a los nuevos y prometedores mercados de los países emergentes, donde las compañías independientes, muchas de ellas de carácter familiar, han sido compradas por los conglomerados extranjeros quienes están llevando el mercado a la conformación de grandes duopolios en cada una de las regiones.

Una característica particular de este proceso es la expansión que se ha realizado, en la mayor parte de los casos, mediante adquisiciones de compañías ya establecidas, mientras que la consolidación se ha logrado a través de fusiones de las mismas. Son contadas las experiencias de conglomerados que han incursionado en nuevos mercados bajo la modalidad "green-field".¹

Sin embargo, esta dinámica obedece al marcado apego de los consumidores por las marcas locales, lo cual ha propiciado que prácticamente todos los procesos de expansión internacional se hayan realizado a través de adquisiciones y fusiones. Adicionalmente, esta práctica ha permitido aprovechar las infraestructuras de producción y distribución ya establecidos, así como el profundo conocimiento que se tiene de los mercados.

¹ Expresión en inglés que hace referencia a negocios que se establecen en mercados donde no se tiene experiencia, ni marcas, ni infraestructuras previas.

En 1990, la industria cervecera mundial estaba desagregada y los mercados eran atendidos principalmente por compañías locales, que en su mayoría eran controladas por familias que habían venido manejando el negocio por varias generaciones.

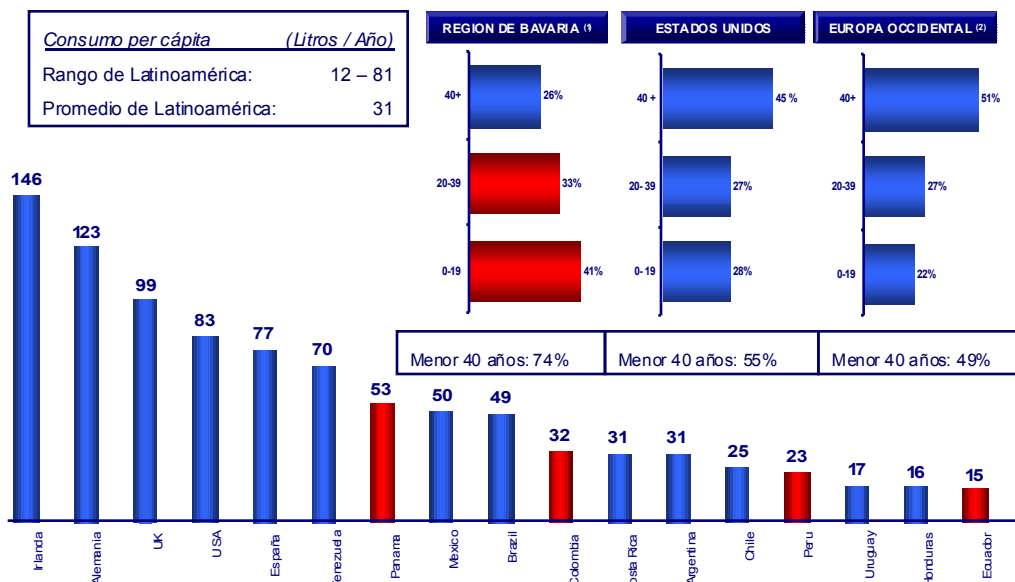
El proceso de adquisiciones y fusiones se había iniciado en la década de los 90's de forma agresiva, ocasionado principalmente por los siguientes factores:

- Las grandes cerveceras en los países desarrollados se encontraban ante un mercado maduro y con limitadas oportunidades de crecimientos.
- El negocio cervecero contaba con un alto volumen de liquidez, lo que generó presión sobre el manejo y la inversión de estos recursos.
- Los países en desarrollo, especialmente Latinoamérica, muestran niveles de consumo muy por debajo del promedio, 40 litros/año, comparados con países desarrollados como Estados Unidos con 80 litros/año, Reino Unido con 99 litros/año y Alemania con 118 litros/año², entre otros.
- La proporción de personas mayores en los países desarrollados es muy alta (por ejemplo en Estados Unidos el 45% de la población es mayor de 40 años y en Europa occidental esta proporción es del 51%). Por el contrario, en países en desarrollo y específicamente en el caso de Latinoamérica, esta proporción es cercana al 26%. Este perfil demográfico genera un gran atractivo para la industria cervecera por cuanto sus grandes consumidores se encuentran entre 20 y 40 años³.

² Canadean. Global Beer Report 2004. Octubre 2004.

³ Canadean. Global Beer Report 2003. Octubre 2003 y Banco Mundial basado en estimados para el año 2005.

Gráfica 1 Perfil demográfico y consumo per cápita por regiones



Fuente: "Global Beer Report 2003", Canadean, Octubre 2003 y Banco Mundial basado en estimados para el año 2005

(1) Incluye Colombia, Perú, Ecuador y Panamá.

(2) Incluye Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, y Suiza.

Este proceso de consolidación ha llevado a que en tan solo seis años el porcentaje de cerveza producido por las 20 compañías cerveceras más grandes del mundo haya pasado del 36.9% en 1997, al 62.2% en el año 2003⁴, lo que demuestra el nivel de concentración de este mercado y la rapidez con la que están ocurriendo estos eventos.

Por regiones, el continente Americano es la región del mundo con la mayor participación en el total de ventas de cerveza con un porcentaje del 32%, seguido por Asia con una participación del 28,2% y Europa Occidental con una participación del 20%. Latinoamericano muestra una participación constante cercana al 15% durante los últimos años, caso contrario a lo que está sucediendo en Norteamérica, donde el consumo bajó del 19.1% al 17,3% y Europa Occidental que bajó del 23.2% al 20% en tan solo siete años⁵.

⁴ Op. Cit. Canadean. 2004.

⁵ Ibid. Canadean. 2004.

Tabla 1 World Top 20 Brewer, 1998-2003

WORLD TOP 20 BREWERS, 1998-2003

MLN HL	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
SABMiller						123,6	137,2
Anheuser-Busch Group	111,4	115,5	119	122	124,8	127,0	128,0
Heineken Group	55,5	56,0	63,5	71,4	72,2	76,4	91,1
Interbrew Group	34,3	46,1	55,4	60,6	65,9	77,8	85,9
AMBEV Group				61,8	62,3	61,6	58,3
Modelo Group	29,5	32,1	34,4	36,7	38,4	39,5	41,3
Coors Group	25,3	25,4	25,6	27,7	28	39,7	39,8
Carlsberg Group	29,1	28,8	28,6	31,0	35,1	36,2	36,7
Tsingtao Group	4,9	5,1	10,2	18,7	25,2	29,5	33,0
Scottish And Newcastle Group	16,9	16,1	16,2	30,3	30,4	32,4	32,4
Asahi Group	26,7	29,1	29,5	30,8	33,4	31,8	31,7
Bbh Group	6,4	9,3	13,1	18,0	23,9	28,0	30,1
FEMSA Group	21,5	22,4	23,5	24,4	23,7	23,9	24,9
Kirin Group	29,2	30,0	29,7	28,2	26,4	26,0	24,0
Molson Group	5,7	11,5	11,5	14,5	14,2	25,1	22,5
Yanjing Group	7,3	10,5	10,4	14,1	17,1	20,8	22,2
Guinness Group	22,6	23,5	24,1	18,1	17,9	17,9	18,6
Bavaria (Colombia) Group	21,2	20,7	19,0	16,0	14,9	17,8	17,8
Foster's Group	16,0	17,0	17,3	17,5	17,4	17,4	17,3
San Miguel Group	8,2	13,5	13,5	13,0	12,8	13,0	14,2
	72,2	75,2	76,9	138,9	139,3	142,8	142,3
TOTAL TOP 20 BREWERS	471,7	512,6	544,5	654,8	684,0	865,4	907,0
% OF GLOBAL	36,9%	39,2%	40,7%	47,6%	49,0%	60,5%	62,2%

Fuente: Canadean. "Global Beer Trends 2004"

Tabla 2 World Consumption of Beer by Continent 1998-2009F

WORLD CONSUMPTION OF BEER BY CONTINENT, 1998-2009F

000S HL	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004P
WORLD	1.306.833	1.337.264	1.375.210	1.395.644	1.430.308	1.458.509	1.485.035
CENTRAL & SOUTH AMERIC	209852	205385	209479	212642	213818	213453	218062
NORTH AMERICA	250103	254138	255755	257868	261011	258760	256385
ASIA	330843	342079	364288	371673	388093	404079	418325
AUSTRALASIA	20380	20630	20600	20336	20321	20200	20043
WEST EUROPE	303397	304423	297989	297273	296156	297150	296841
EAST EUROPE	127875	143791	160924	169363	182293	193298	201858
REST OF EUROPE	3602	4028	3629	3551	3586	3683	3784
MENA	4519	5017	5480	5655	6030	6336	6640
REST OF AFRICA	56262	57773	57066	57283	59000	61551	63098
% SHARE	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004F
WORLD	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
CENTRAL & SOUTH AMERIC	16,1	15,4	15,2	15,2	14,9	14,6	14,7
NORTH AMERICA	19,1	19,0	18,6	18,5	18,2	17,7	17,3
ASIA	25,3	25,6	26,5	26,6	27,1	27,7	28,2
AUSTRALASIA	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
WEST EUROPE	23,2	22,8	21,7	21,3	20,7	20,4	20,0
EAST EUROPE	9,8	10,8	11,7	12,1	12,7	13,3	13,6
REST OF EUROPE	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
MENA	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
REST OF AFRICA	4,3	4,3	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2

Fuente: Canadean. "Global Beer Trends 2004"

1.2 Mercado Latinoamericano de cerveza desde 1990

La composición del mercado cervecero latinoamericano que se muestra en el siguiente mapa, refleja la gran diversidad y cantidad de compañías locales que poseían marcas locales muy fuertes y la poca presencia de compañías internacionales en este mercado.

Mapa 1 Mercado Latinoamericano de cerveza 1990



Sin embargo, durante la década anterior se generaron grandes procesos de transformación de la industria entre los que se destacan los siguientes:

	1995	1996	2000	2001	2002	2004	2005
<i>Brasil</i>		Skol (subsidiaria de Brahma) & Carlberg.	Brahma & Antarctica --> AmBev. Danone & AmBev --> Compañía Salsus (Uruguay). Molson Inc --> Bavaria-Brasil		Molson Inc. --> Kaiser	Interbrew & AmBev --> InBev	
<i>Argentina</i>	CCU de Chile (62.7% de CISA y el 98.8% de Cervecería Santa Fe) -->CCU Argentina. Anheuser-Busch				AmBev & Quinsa		
<i>Colombia</i>			Bavaria & Leona				SABMiller & GEB
<i>Venezuela</i>			Polar & Bacus.				
<i>Perú</i>		B&J, Compañía Nacional de Cerveza, Cervecería del Norte y Sociedad Cervecería de Trujillo UCPB&J.	UCPB&J -->Cervecer		Bavaria --> Bacrus & Jhonston.		SABMiller & GEB
<i>Chile</i>	CCU de Chile (62.7% de CISA y el 98.8% de Cervecería Santa Fe) -->CCU Argentina. Anheuser-Busch			Anheuser Busch --> CCU, vía ABH In.c. Chile II Ltda. CCU vende el 6.7% en UCPB&J.			
<i>Bolivia</i>		Quinsa (Argentina) --> Cervecería Santa Cruz y Cervecería Taquiña.	Quinsa --> CBN.				
<i>Panamá</i>				Bavaria --> Cervecería Nacional de Panamá.			SABMiller & GEB
<i>Honduras</i>				Cervecería Hondureña (p propiedad de SAB) y ESB (p propiedad de CAB) --> BevCo.			SABMiller & GEB

Por lo anterior, el mapa cervecero en Latinoamérica ha cambiado radicalmente como lo muestra la siguiente grafica, el cual concentra cerca del 70% de la producción local en los cuatro principales grupos cerveceros de la región: InBev, FEMSA, Grupo Modelo y SABMiller-GEB.

Mapa 2 Mercado Latinoamericano de cerveza 2004



El Mercado cervecero Latinoamericano se concentra en los cinco principales países de la región: Brasil, Argentina, México, Venezuela y Colombia, los cuales concentran cerca del 87% del consumo total⁶ de la región, donde dominan el mercado los grupos InBev (Brasil, Argentina, Paraguay, Uruguay y una participación menor en Venezuela), FEMSA y Modelo (se reparten el mercado Mexicano) y el Grupo Empresarial BAVARIA (Colombia, Perú, Panamá y Ecuador principalmente).

La siguiente tabla muestra el consumo de los países latinoamericanos desde el año 1998 y su proyección hasta el año 2009.

⁶ Ibid. Canadean. 2004.

Tabla 3 Central & South America. Beer consumption by Region/Country 1998-2009F**CENTRAL & SOUTH AMERICA****BEER CONSUMPTION BY REGION/COUNTRY 1998-2009F**

000SHI	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2004P	2006F	2009F
BRAZIL	81.560	78.536	81.836	83.880	84.850	82.876	84.526	86.210	87.927
MEXICO	47.265	49.462	50.297	50.939	51.183	53.311	55.792	59.909	67.383
VENEZUELA	18.556	17.076	18.100	19.910	17.550	15.242	14.834	15.892	18.923
COLOMBIA	16.710	14.900	14.100	13.050	13.900	13.869	14.114	14.322	15.410
ARGENTINA	12.410	12.610	12.280	12.170	12.141	12.956	13.223	13.363	13.507
PERU	6.960	6.468	5.632	5.180	6.065	6.219	6.440	7.122	7.495
CHILE	4.010	3.852	3.955	3.988	3.994	4.189	4.323	4.613	4.714
ECUADOR	2.350	1.999	2.099	2.442	2.730	3.001	3.240	3.756	4.000
DOMINICAN REPUBLIC	2.585	2.833	2.993	2.774	3.208	3.187	2.720	3.500	3.770
CUBA	1.882	2.132	2.313	2.300	2.328	2.698	2.695	2.515	2.600
PUERTO RICO	2.495	2.545	2.430	2.350	2.320	2.234	2.240	2.285	2.370
BOLIVIA	1.600	1.444	1.698	1.622	1.716	1.865	1.923	2.090	2.170
GUATEMALA	1.350	1.390	1.443	1.483	1.528	1.690	1.733	1.903	2.074
PANAMA	1.450	1.490	1.515	1.536	1.565	1.584	1.626	1.699	1.856
PARAGUAY	1.980	1.942	1.981	2.114	1.838	1.642	1.624	1.843	1.942
COSTA RICA	1.150	1.200	1.225	1.250	1.280	1.323	1.358	1.483	1.644
HONDURAS	940	950	960	985	1.080	1.083	1.095	1.152	1.236
EL SALVADOR	750	778	805	830	855	852	864	887	921
NICARAGUA	590	610	625	640	660	707	737	776	844
JAMAICA	619	552	571	639	620	557	551	568	552
URUGUAY	850	795	755	695	543	472	480	504	580
TRINIDAD & TOBAGO	392	386	401	394	407	443	459	469	505
OTROS	1.398	1.435	1.465	1.471	1.457	1.453	1.465	1.487	1.489
TOTALES	209.852	205.385	209.479	212.642	213.818	213.453	218.062	228.348	243.912

Fuente: Canadean. "Global Beer Trends 2004"

1.3 Desarrollo del Grupo Empresarial Bavaria.

De la misma forma que la industria cervecera mundial se expande, el Grupo Empresarial Bavaria también ha adelantado un agresivo proceso de expansión que lo ha llevado a convertirse en uno los 10 más importantes grupos cerveceros a nivel Mundial.

Las inversiones mas importantes comenzaron en 1982 con la adquisición del 67.6% de la compañía Cervezas Nacionales de Guayaquil y el 66.5% de cervecería Andina de Quito⁷. El siguiente gran paso lo dio con la adquisición del 44.2% de Cervecería Leona en octubre del 2000. Otro avance importante dentro del proceso de internacionalización fue la compra en el año 2001 del 91.5% de Cervecería Nacional de Panamá que controla cerca del 80% del mercado panameño, y por último, la adquisición mas importante de este

⁷ Bavaria S.A. Información interna

proceso fue la compra del 73.7% de los derechos de voto en el grupo Backus & Jhonston del Perú, grupo que controla el 99% del mercado cervecero peruano. Con todo lo anterior, el Grupo Empresarial Bavaria ha pasado de comercializar cerca de 17.9 Millones de Hectolitros en el año 2000, a 28.6 Millones en el 2004⁸, convirtiéndolo en el décimo productor de cerveza del mundo.

Tabla 4 Inversiones más importantes del GEB en el sector cervecero entre 1982 y 2003

AÑO	EVENTO	PAIS
1.982	Adquisición del 67.6% de Cervezas Nacionales y 66.5% de Cervecería Andina	Ecuador
1.997	Escisión de Valores Bavaria (inversiones diferentes al sector de bebidas)	Colombia
1.999	Venta de la compañía Colombiana de Envases S.A. (empresa productora de envases de aluminio)	Colombia
1.999	Venta de las inversiones en España y Portugal	España y Portugal
2.000	Venta de Conalvidrios S.A. (empresa productora de botellas de vidrio)	Colombia
Oct. 2.000	Adquisición del 44.2% de Leona	Colombia
Dic. 2.001	Escisión de las cuentas por cobrar con Valores Bavaria	Colombia
Dic. 2.001	Adquisición del 91.5% de Cervecería Nacional	Panamá
Ago. 2.002	Venta de Cajas Plásticas S.A.	Colombia
Dic. 2.002	Adquisición de un 25% adicional de Cervezas Nacionales	Ecuador
Dic. 2.002	Adquisición de un 9.2% adicional en Leona convirtiéndose Bavaria en el dueño del 53.4% de la empresa y adquiriendo una opción call ⁵⁴ por el restante 46.6%	Colombia
Jul.- Dic. 2002	Adquisición del 51.8% de los derechos de voto de Backus.	Perú
Ene. - Jul. 2003	Aumento de la propiedad en Backus al 73.7% de los derechos de voto y del 38.4% del interés económico ⁵⁵ .	Perú

Fuente: Bavaria S.A.

⁸ Grupo Empresarial Bavaria. Informe Anual Grupo Empresarial Bavaria, 2004, p. 18.

2. MARCO TEORICO

2.1 Motivaciones para las fusiones y adquisiciones

En el mundo empresarial existen diferentes maneras de llevar a cabo una adquisición. Sin embargo, este proyecto se basará en la metodología propuesta por Ross, Westerfield y Jaffe⁹ y que propone básicamente tres formas de llevar a cabo este proceso:

- a. Fusión o consolidación.** La diferencia principal radica en el hecho que en la fusión, la compañía adquiriente se mantiene e incorpora a la compañía adquirida, por el contrario, en la consolidación, se crea una nueva compañía resultado de la suma de las dos compañías participantes en el proceso. Este es el mecanismo mas utilizado en los procesos de la industria de bebidas a nivel mundial.

- b. Adquisición de acciones.** Consiste en la compra por parte de la compañía adquiriente, de las acciones de la compañía adquirida, obteniendo por este medio el control de la compañía.

- c. Adquisición de activos.** Implica la compra de los activos de la compañía adquirida por parte de la adquiriente, obteniendo ésta, la propiedad de los activos y por ende el control de los mismos.

El proceso de internacionalización del Grupo Empresarial Bavaria se encuentra enmarcado dentro de los mismos principios que han regido este tipo de procesos en el mundo y por esta razón, la evaluación del valor agregado para

⁹ Ross, Westerfield y Jaffe. (2000). Corporate Finance. McGraw-Hill, Bogotá, p. 898.

los accionistas se desarrollará a la luz de las teorías sobre “fusiones y adquisiciones”, que forman parte del área de las finanzas corporativas.

Los profesores Ross, Westerfield y Jaffe¹⁰ afirman que “cuando una empresa adquiere otra, realiza una inversión que, desde luego, se hace bajo condiciones de incertidumbre. En este caso se aplica el principio básico de la valuación: una empresa puede ser adquirida si genera un valor presente neto (NPV) positivo para los accionistas de la empresa que hace la adquisición”.

Quando una empresa adquiere o se fusiona con otra empresa, está haciendo una inversión y por lo tanto se aplican los principios básicos de inversión de capital. La empresa adquiriente debe proceder con la operación, si ésta genera una contribución neta a la riqueza de los accionistas¹¹. Esta contribución neta se logra cuando hay una diferencia entre el valor de una empresa combinada y la suma de los valores de las empresas como entidades separadas. Esta diferencia se conoce en finanzas como *sinergia*.

2.2 Cálculo de las sinergias

Si se supone que una empresa A se propone adquirir o fusionar una empresa B, y se definen el valor de mercado de A como V_A , el valor de B como V_B y el valor de mercado de las empresas combinadas como V_{AB} , entonces:

$$\text{Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

La sinergia de una adquisición normalmente se determina a partir del modelo general de flujo de caja descontado:

$$\text{Sinergia} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta FCL_t}{(1+r)^t}$$

¹⁰ Ibid. Ross, Westerfield y Jaffe. p. 897.

¹¹ Weston y Copeland. Finanzas en administración. México : McGraw-Hill, c1993, p. 661

Donde ΔFCL_t corresponde a la diferencia entre los flujos de efectivo en el momento t de la empresa combinada y la suma de los flujos de efectivo de las dos empresas separadas. Es decir, ΔFCL_t es el flujo de efectivo adicional en la fecha t generado por la adquisición. El término r corresponde a la tasa de descuento y refleja el riesgo propio de los flujos de efectivo adicionales. A su vez, el término ΔFCL_t puede descomponerse en cuatro elementos diferenciados a saber:

$$\Delta FCL_t = \Delta Rev_t - \Delta Costos_t - \Delta Impuestos_t - \Delta Requerimientos\ de\ capital_t$$

Donde ΔRev_t son los ingresos incrementales fruto de la adquisición, $\Delta Costos_t$ son los costos incrementales de la adquisición, $\Delta Impuestos_t$ son los impuestos incrementales de la adquisición y $\Delta Requerimientos\ de\ capital_t$ son las nuevas inversiones incrementales que se requerirán para el capital de trabajo y los activos fijos.

2.3 Fuentes de creación de valor

En general, los académicos coinciden en la naturaleza de las diferentes fuentes que generan valor para los accionistas, aunque cada uno las clasifica de manera diferente. Ross, Westerfield y Jaffe las clasifican en cuatro grandes grupos: mejoramiento de los ingresos, reducciones de costos, menores impuestos y menor costo de capital.

2.3.1 Mejoramiento de los ingresos

Una motivación importante para una adquisición es que una empresa combinada puede generar mayores ingresos que dos empresas separadas. Esta sinergia ocurre normalmente por tres posibles razones:

- i. Ganancias por comercialización: éstas provienen de mejoras en la inversión publicitaria y medios de comunicación, en el

apalancamiento entre las redes de comercialización y en la optimización en la mezcla de productos.

- ii. Beneficios estratégicos: ocurren cuando la adquisición permite obtener una ventaja competitiva futura.
- iii. Poder de mercado o poder monopólico: se produce cuando una empresa adquiere a otra con el objetivo de reducir la competencia y en consecuencia, desarrollar prácticas monopólicas o cuasi-monopólicas, como aumentar precios.

2.3.2 Reducción de costos

Una de las razones más poderosas para realizar una fusión es que una empresa combinada puede operar de manera más eficiente que dos empresas separadas. Estas eficiencias provienen de fuentes como:

- i. Economías de escala: cuando se superan los volúmenes críticos de producción, cada unidad adicional tiene un costo unitario menor. Esto se logra por el aprovechamiento de una estructura de costos fijos con mayores unidades producidas.
- ii. Economías de integración vertical: se deriva del apalancamiento entre diferentes eslabones del negocio, al facilitarse la coordinación entre actividades operativas estrechamente interrelacionadas.
- iii. Recursos complementarios: ocurre cuando una empresa adquiere a otra para hacer uso de los recursos actuales o para contar con los elementos que faltan para el éxito.
- iv. Eliminación de administraciones ineficientes: en algunos casos el valor de una empresa puede aumentar con el simple cambio de la actual administración. En mercados cambiantes, las administraciones pueden tener dificultad

para abandonar rápidamente las estrategias que no conducen al éxito.

2.3.3 Ganancias fiscales

Éstas se constituyen frecuentemente en poderosos incentivos para promover una fusión o una adquisición. Los beneficios provienen de tres posibles fuentes:

- v. Pérdidas operativas netas: en algunas ocasiones las empresas acumulan pérdidas operativas, que generarían beneficios fiscales en caso de generarse utilidades. Empresas con estas características son interesantes objetivos de adquisición por parte de empresas que sí generen utilidades y por lo tanto puedan beneficiarse fiscalmente de las pérdidas acumuladas de la adquirida.
- vi. Capacidad de endeudamiento no usada: las empresas fusionadas pueden tener menor nivel de riesgo que las individuales, por esta razón, los costos de la deuda serán menores y podrían endeudarse en mayor proporción, generando así beneficios fiscales adicionales.
- vii. Fondos de superávit: este beneficio se genera en economías donde los dividendos están gravados a nivel de los accionistas individuales, de tal manera que la empresa, en lugar de pagar dividendos, adquiere acciones de otra compañía para la cual el 70% de los dividendos se excluyen del impuesto sobre ingresos corporativos.

2.3.4 Costo de capital

Ocurre frecuentemente que el costo de capital de las compañías combinadas es menor que el de las individuales, porque los costos de la emisión de valores se benefician de las economías de escala. Adicionalmente, la combinación de

empresas, al generar un efecto de diversificación de portafolio, reduce la percepción de riesgo y puede acceder a menores costos marginales de endeudamiento.

Existen otros conceptos relacionados con las posibles fuentes de creación de valor, entre los cuales también debe destacarse el planteamiento de Aswath Damodaran¹², quien propone cuatro fuentes básicas de creación de valor:

2.3.5 Incremento en el flujo de caja

Generado por los activos actuales mediante la mejora de los ingresos y la disminución de los costos asociados a estos ingresos. Para lograr lo anterior plantea básicamente cinco frentes: Primero: liquidando o desinviendo en aquellas inversiones que no rindan por encima del costo de capital de las mismas; segundo: mejorando la eficiencia operativa, la cual tiene un impacto importante en la creación de valor; tercero: reduciendo la carga tributaria mediante el traslado de actividades a regiones de menores tasas o por ejemplo, ponderando las pérdidas de la compañía adquirida con las ganancias de la adquiriente; cuarto: reduciendo las inversiones netas de capital, entendiendo estas como la diferencia entre las inversiones de capital y la depreciación, sin que esto ponga en riesgo el nivel operativo de la compañía en el largo plazo; y quinto: disminuyendo el capital de trabajo mediante la disminución de inventarios y cuentas por cobrar principalmente.

2.3.6 Aumento en el crecimiento esperado de la firma

El cual se puede obtener mediante diferentes caminos: primero: aumentando la tasa de reinversión manteniendo un equilibrio entre la reinversión y la generación de flujo de caja libre; segundo: aumentando el retorno del capital por encima, por supuesto, del costo de capital de la firma. la cual es indudablemente una de las mas fuertes opciones de generación de valor;

¹² Damodaran. Research & Papers. Value Enhancement: Back to Basics. Disponible en internet: www.damodaran.com

tercero: mejorando las estrategias de precios buscando el punto óptimo entre cantidades y precios de acuerdo a la elasticidad de los bienes o servicios de la firma; y por último, mediante adquisiciones que creen verdadero valor para la firma, siendo estas en las que el flujo de caja de la firma adquirida incluyendo sus sinergias y demás beneficios es superior que el costo de la adquisición.

2.3.7 Extender el periodo de alto crecimiento de la firma

El cual se puede lograr a través de las siguientes estrategias: primero: obteniendo el máximo provecho de las marcas y logrando con esto mantener por un mayor tiempo la ventaja competitiva que estas puedan generar; segundo: mediante la extensión de las protecciones legales de patentes o licencias que tuviere la firma; tercero: logrando en el mercado una posición que le signifique a nuestros clientes costos muy altos de cambio, como por ejemplo, lo que ha logrado Microsoft con su software de productividad personal (Word, Excel, Powerpoint); y por último, ampliando las barreras de entrada de los probables competidores ayuda de manera definitiva a la extensión de los periodos de crecimiento de la firma.

2.3.8 Reducir el costo del financiamiento

El cual tiene un efecto importante en la generación de valor de una compañía y para esto se pueden plantear las siguientes estrategias: primero: cambiando el riesgo operativo de la compañía; segundo: mejorando el apalancamiento operativo; tercero: optimizando la mezcla de financiamiento entre deuda y capital, es decir optimizando la estructura de capital, y por último, modificando el tipo de financiamiento haciendo compatible el flujo de caja de la deuda y el de los ingresos.

2.4 Causas de fracaso

De acuerdo a un artículo de la consultora McKinsey & Company¹³, (con una vasta experiencia como consultora en fusiones y adquisiciones), numerosos estudios han demostrado que estos procesos, así como los de alianzas, destruyen valor para la compañía adquirente por lo menos en un 50% de las veces. Un estudio elaborado por McKinsey en 485 compañías y que comprende 5.000 procesos de fusiones y/o adquisiciones, demostró que las compañías que sobresalen por gerenciar de manera exitosa transacciones de este tipo, siguen religiosamente cuatro principios básicos:

1. Desarrollan objetivos estratégicos de adquisición claros
2. Ejecutan sob transacciones consistentes con los objetivos definidos
3. Ejecutan procesos de manera rápida y con el menor nivel de conflicto posible
4. Sistemáticamente incorporan en su plataforma de capacidades las experiencias adquiridas.

Se ha encontrado que las compañías excepcionales en procesos de fusiones y adquisiciones ejecutan procesos rápidos y con bajos niveles de conflicto, simplificando además los procesos internos de decisión. Así mismo, estas compañías enfocan sus esfuerzos en generadores de valor claves de sus negocios que han identificado previamente y para los cuales existen acciones consistentes con la estrategia. Los estudios de la consultora concluyen que cuando no se presentan estas características, las probabilidades de fracaso son bastante altas.

En otras ocasiones, la razón de fracaso tiene que ver con exagerados precios de compra. Otro estudio de McKinsey&Co.¹⁴, menciona que de 115

¹³ Andrade, Luis Fernando. (2002). Revista Dinero. Bogotá, p. 74.

¹⁴ Norton, Leslie. (2003). Why the latest corporate unions carry great risk.

adquisiciones en el Reino Unido y Estados Unidos realizadas a comienzos de los 90, cerca del 60% de las transacciones fallaron en generar retornos anuales superiores al costo de capital, porque hubo una sobreestimación del precio de compra de la compañía adquirida. La situación empeora cuando se debe pagar una prima de control, porque ésta se paga antes de comenzar a generar valor por la adquisición. Al respecto, académicos como Ross, Westerfield y Jaffe¹⁵ recomiendan tener en cuenta algunas reglas generales:

- No pasar por alto los valores de mercado: algunas veces es difícil estimar los valores de mercado por flujo de caja libre, por lo cual los expertos deben conocer los precios de mercado de oportunidades comparables.
- Estimar sólo los flujos de efectivo incrementales: solamente los flujos de efectivo adicionales que provengan de una adquisición añaden valor a la empresa adquiriente.
- Determinar la tasa de descuento correcta: debe ser la tasa requerida de rendimiento de los flujos de efectivo incrementales, provenientes de la adquisición, por lo tanto debe reflejar el riesgo asociado con el uso de los fondos y no su fuente.
- No olvidar los costos asociados a la transacción, como los de banqueros de inversión, honorarios legales, etc.

2.5 Valoración de compañías

Existen diferentes formas de estimar el valor de mercado de las compañías, como son el valor patrimonial ajustado, los múltiplos de valor como la relación precio / ganancia y los múltiplos de EBITDA, así como la capitalización bursátil. Estas metodologías tienen dos características en común: se fundamentan en información histórica y además excluyen el elemento riesgo.

Hoy en día, los estudiosos de las finanzas han demostrado que el valor de una compañía depende de su capacidad de generar flujos de caja futuros. Además,

¹⁵ Op. cit. Ross, Westerfield y Jaffe. p. 914.

se reconoce que las compañías están expuestas a riesgos tanto operacionales como financieros¹⁶.

Precisamente, en los mercados financieros internacionales actuales, se acepta que la metodología más apropiada para estimar el valor de mercado de una compañía es la de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD), porque se fundamenta en los dos elementos esenciales para los inversionistas: las expectativas de generación de flujos de caja para acreedores financieros y accionistas y la tasa de descuento, que incorpora los principales elementos de riesgo operacional y financiero.

Esta metodología tiene además la virtud de incluir todos los elementos operativos que inciden en el valor de una compañía y en los que la administración tiene incidencia en procura de sostenerlo e incrementarlo.

Todos los movimientos del EBITDA¹⁷ son capturados por el FCLD. Las decisiones de lanzamiento de nuevos productos para aumentar los ingresos, los esfuerzos comerciales, las políticas de precio, la búsqueda de eficiencias operacionales en materia de gastos y costos, son potestad de las administraciones. Una estrategia presentada a los accionistas enfocada a capturar mayor participación de mercado tendría que reflejarse en el largo plazo en mayores ingresos por ventas y ser transmitido a un mayor EBITDA, que afecta positivamente los flujos de caja futuros, que al ser descontados, deberían arrojar un mayor valor de la firma¹⁸.

La estructura convencional del flujo de caja libre presenta, en términos generales, la siguiente forma:

- (+) Utilidad Operacional*
- (+) Depreciaciones y amortizaciones*
- (-) Impuestos operativos*

¹⁶ Coppeland, Tom; Koller, Tim and Murrin Jack. Valuation. Measuring the Value of Companies. McKinsey & Company, Inc, N.Y. John Wiley and Sons, Inc, 1994.

¹⁷ Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por su sigla en inglés.

¹⁸ Cornell, Bradford. Corporate Valuation: Tools for effective appraisal and decision making. N.Y., McGraw-Hill Companies, Inc. 1993.

- (-) Inversiones en capital de trabajo*
- (-) Inversiones en activos fijos (CAPEX)*
- (-) Inversiones en otros activos operativos (Compra de una marca, por ejemplo)*

El resultado del flujo de caja libre indica el monto de efectivo que generará el negocio en períodos futuros y que se encuentra disponible para pagar a los acreedores financieros y recompensar a los accionistas por su inversión.

La tasa de descuento apropiada para traer a valor presente los flujos de caja se conoce como WACC¹⁹ o Costo Promedio Ponderado de Capital y refleja tanto el costo del dinero en el tiempo, como el riesgo propio al cual se enfrentan los proveedores de recursos financieros (bancos por ejemplo) y los accionistas.

El WACC, en términos generales, está conformado por el costo de la deuda financiera (créditos bancarios y bonos, entre otros) y por el costo del patrimonio, es decir, la expectativa de rentabilidad esperada por los inversionistas, ponderados de acuerdo a la participación de cada una de las fuentes de recursos, en la estructura de capital de la compañía²⁰.

A su vez, el costo del patrimonio incorpora variables que reflejan el riesgo propio que están asumiendo los accionistas, de acuerdo al modelo CAPM²¹. En particular, el coeficiente Beta (β), que refleja el riesgo operativo del sector industrial en que participa la compañía y que registra la volatilidad de los rendimientos del sector en relación al mercado²². Incluye además otras variables de índole financiera, como la tasa libre de riesgo y la prima de mercado, que reflejan el riesgo propio de un mercado financiero en particular.

Las valoraciones que se desarrollarán en el presente Proyecto de Grado se basan en la metodología de FCLD, con flujos descontados al WACC soportado a su vez en el modelo CAPM.

¹⁹ Sigla en inglés de Weighted Average Cost of Capital.

²⁰ Op. cit. Ross, Westerfield y Jaffè. p.358.

²¹ El modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo de valuación de activos en función del riesgo del mercado.

²² Op. cit. Ross, Westerfield y Jaffè. p.271.

3. VALORACION

3.1 Generalidades

Normalmente, las operaciones de fusión o de adquisición requieren de una valoración a precios de mercado de los activos o de las compañías que intervienen en la misma, con el fin de garantizar que los respectivos accionistas reciban el valor “justo” cuando se haga el pago (adquisición) o el intercambio de acciones (fusión).

En los mercados de capitales internacionales se acepta que la metodología de valoración más apropiada para empresas o negocios en marcha sea la de flujo de caja libre descontado (FCLD), a tal punto que se ha generalizado como herramienta de valoración. Es necesario tener en cuenta que la calidad de los resultados depende en gran medida de la calidad de la información, así como de la experiencia, conocimiento del negocio y buen criterio de los analistas.

Una de las causas más frecuentes de fracaso de las fusiones y adquisiciones consiste en el cálculo incorrecto del valor de mercado de la compañía objetivo y/o de las sinergias derivadas de la operación. Este riesgo se minimiza en la medida que se disponga de adecuada información, los analistas sean idóneos y conozcan el negocio en cuestión, y además, se tenga información de referencia como múltiplos de valor de transacciones comparables para cruzar los resultados.

3.2 Medición de la creación de valor en las compañías del Grupo Empresarial Bavaria

Con el objetivo de validar la hipótesis del presente trabajo, según la cual el proceso de internacionalización ha creado valor a los accionistas del GEB, se procederá a hacer un análisis comparativo entre el valor de mercado de las compañías en el año 2001, y el valor de mercado de las mismas en el año 2004. Por razones de confidencialidad, los valores resultantes se presentan en términos de índices, con el valor del año 2001 igual a 100 y no como valores absolutos. Las variaciones entre cada año, es decir, la creación o destrucción de valor, sí se presenta en millones de dólares.

La primera fecha, 2001, constituye el año base en que se emprendió un nuevo rumbo para el GEB porque hubo un giro radical en su orientación estratégica, con una decidida inclinación hacia la globalización; la segunda fecha, 2004, representa el cierre de esta primera etapa, durante la cual el Grupo alcanzó el tamaño crítico necesario para entrar al juego de las grandes ligas y que, como es de conocimiento público, ha concluido con la fusión del GEB con el grupo SAB Miller, el tercero en importancia a nivel mundial²³.

Para establecer el valor de mercado de las compañías del GEB se utilizará la metodología de flujo de caja libre descontado (FCLD), de tal manera que las valoraciones con base en el año 2001 y las correspondientes al año 2004 sean idénticas metodológicamente, y por lo tanto, comparables. Debido a que los resultados en valor presente corresponden a cifras de diferentes momentos del tiempo, para hacerlos comparables, las cifras del año 2001 se re-expresarán en dólares del año 2004 mediante la tasa de inflación de los Estados Unidos en el período 2001 – 2004.

Es necesario recordar que las valoraciones responden al contexto y condiciones de cada momento del tiempo, los cuales se reflejan a través de los

²³ Op. Cit. Canadean, 2004.

supuestos de proyección. Por lo tanto, los valores de mercado obtenidos para el año 2001 y para el año 2004 reflejarán circunstancias diferentes, muchas de las cuales se explican precisamente por la estrategia de expansión internacional del GEB.

La industria cervecera, por encontrarse en un estado maduro, se caracteriza por la estabilidad de sus mercados, por la facilidad en la obtención de información y por los mínimos cambios que se esperan a futuro en las variables fundamentales del negocio, por lo cual se considera que esta metodología no generaría sesgos importantes en los resultados.

3.3 Identificación de las sinergias

Las fuentes de creación de valor o sinergias, de acuerdo a los académicos y como se mencionó en el capítulo II, se pueden dividir en dos grandes grupos:

Fuentes operativas: aquellas relacionadas con el incremento en los ingresos, con la reducción de los costos y con las ganancias fiscales.

Fuentes relacionadas con la estructura de capital: aquellas explicadas por los cambios en las variables que componen el costo promedio ponderado de capital o WACC.

Las primeras se identificarán y cuantificarán mediante la comparación de las principales cuentas de operación del estado de pérdidas y ganancias y del flujo de caja libre, cada una de ellas en términos de valor presente pero re-expresadas en dólares del año 2004.

Las últimas se medirán a través análisis de sensibilidad de las principales variables que componen el WACC sobre el valor de mercado de las compañías. El WACC depende de variables internas (por ejemplo la relación deuda a patrimonio) y de variables externas (por ejemplo la tasa de riesgo país), que van cambiando a través del tiempo y que dependen a su vez de

innumerables factores. Esto significa que a las cifras de valoración del año 2001 le corresponde un WACC diferente de las cifras de la valoración del año 2004, con algunas variables diferentes, algunas explicadas precisamente por la estrategia de internacionalización del GEB.

Para evitar un efecto cruzado entre las dos fuentes de sinergias, en la medición de las sinergias operativas los flujos se descontarán con las mismas tasas de descuento, es decir, el WACC calculado con base 2001 de manera que se excluya el efecto de una estructura de capital diferente.

Por último, se identificarán las causas operativas y de estructura de capital que se puedan explicar directamente por el proceso de internacionalización del GEB, para finalmente concluir la magnitud del valor creado o destruido por este motivo.

3.4 Algunas consideraciones importantes

Con el fin de facilitar y enfocar los análisis hacia las fuentes de creación de valor se deben tener en cuenta las siguientes consideraciones:

- i. Las valoraciones y los análisis se hacen a nivel de cada país. La industria de bebidas, en particular en Latinoamérica, se caracteriza por las grandes diferencias en los mercados locales. Por ejemplo, los tamaños de las botellas de cerveza de Colombia (300 cc) y de Ecuador (620 cc) difieren por los hábitos de consumo: individuales en el primero y de grupo en el último.
- ii. Para determinar el valor a nivel conglomerado simplemente se suman los valores de mercado individuales por país, considerando que las operaciones cruzadas entre países son prácticamente insignificantes.
- iii. El análisis de creación de valor se desarrolla para todos los accionistas, sin diferenciar si detentan o no el control de las sociedades.

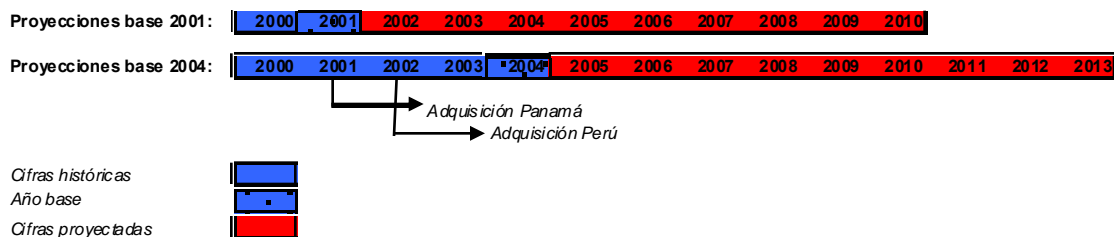
- iv. Para Colombia y Ecuador, solamente se incluyen las compañías que conforman el “core business” es decir, las compañías de bebidas y las asociadas con la industria cervecera, como las malterías.
- v. En los análisis se excluyen inversiones menores como la compra de la Embotelladora Centroamericana S.A. ECSA (2003), así como las operaciones en Bolivia a través de la Compañía Boliviana de Bebidas S.A.
- vi. Para descontar los flujos futuros a valor presente se utiliza “rolling” WACC, donde solamente cambia la relación Deuda / Patrimonio en cada año, las demás variables se asumen constantes desde el primer año de proyección en adelante.
- vii. Todas las proyecciones suponen el cálculo de valor terminal para reflejar el desempeño financiero después del último año de proyección. En general, en la industria de bebidas, se acostumbra a utilizar la fórmula matemática de la perpetuidad. Dado que los banqueros de inversión utilizan múltiplo de EBITDA para este fin, solamente en esos casos se ha mantenido la misma metodología de cálculo para asegurar la comparabilidad de los resultados 2001 vs. 2004.

3.5 Proyecciones financieras

3.5.1 Generalidades

La materia prima para construir los flujos de caja, estimar el WACC y en consecuencia, derivar el valor de las compañías son las proyecciones financieras. Como se observa en la siguiente gráfica, se trabajaron dos juegos de proyecciones, uno con base 2001 y otro con base 2004, de manera que se disponga de las cifras de flujo de caja libre necesarias para calcular el valor de las compañías del GEB en ambos años de análisis.

Gráfica 2 Proyecciones 2001-2004



Las proyecciones base 2001 fueron construidas sobre cifras históricas del año 2001 y anteriores, tuvieron como referente de negocios el contexto de ese momento en cada país en particular y reflejaban los planes de cada administración en ese momento del tiempo, para los siguientes años.

Las proyecciones base 2004 se construyeron sobre la base de cifras históricas del año 2004 y anteriores y reflejaban el contexto económico y de negocios de otro momento histórico, muy diferente al año 2001. En comparación con las proyecciones base 2001, para el año 2004 ya habían transcurrido tres años y se tenía información más precisa.

En otras palabras, mientras que en las proyecciones base 2001 los años 2002, 2003 y 2004 eran proyectados mediante supuestos, en las proyecciones base

2004 esos años mostraban ya información histórica real, no supuesta. Como es de esperarse, la realidad fue diferente a lo esperado: entre esos años el entorno de negocios había cambiado, el GEB había crecido y se habían hecho adquisiciones (Panamá y Perú) y el desempeño de las compañías había diferido del esperado.

Además, para el año 2004, el GEB se comportaba ya como un conglomerado y no como la suma de varios países, como era el caso del año 2001.

De la misma manera, los supuestos y las cifras desde al año 2005 en adelante son muy diferentes en ambos casos. En el caso de las proyecciones base 2001, son consecuencia de los mismo supuestos 2002 – 2004; en el caso de las proyecciones base 2004, son resultado de nuevos supuestos ajustados según en desempeño obtenido en el período 2002 – 2004.

3.5.2 Proyecciones con base 2001

Las proyecciones financieras que se utilizan para la valoración de las compañías en Colombia y Ecuador, con corte a diciembre de 2001, reflejaban tanto la realidad del negocio en ese momento, como el contexto económico y las expectativas de desempeño desde el año 2002 en adelante, con base en las mejores prácticas del momento.

Las proyecciones de las compañías en Panamá corresponden a la valoración que Bavaria S.A. contrató con Violy, Byorum and Partners, firma de banca de inversión domiciliada en Nueva York y que actuó como asesora del GEB en los primeros años del proceso de expansión internacional. Estas proyecciones se basaron en información pública y en la opinión de la administración local, reflejando las prácticas de negocio del momento.

Las proyecciones y la valoración presentadas en este proyecto de grado corresponden al valor efectivamente pagado por la adquisición de las acciones en las compañías de Panamá en diciembre de 2001.

Las proyecciones y valoración del Grupo Backus en el Perú fueron también realizadas por la firma Violy, Byorum and Partners y cumplían el propósito de ofrecerte a los accionistas del GEB una opinión sobre el valor de mercado de Backus (“fair value”), la cual se encontraba en ese momento en el radar del GEB como un posible objetivo a ser adquirido en el año 2002.

Estas proyecciones se realizaron con base en información pública y reflejaban la estrategia de la administración de Backus en ese momento (año 2001), cuando recién habían logrado el monopolio del mercado Peruano tras la adquisición de su rival Cervesur.

Esencialmente, la administración estaba preocupada por consolidar las operaciones en todo el territorio Peruano y las expectativas de negocio se basaban en mantener las mejores prácticas administrativas, las cuales habían arrojado resultados satisfactorios hasta el momento.

3.5.3 Proyecciones con base 2004

Las proyecciones con base en el año 2004 reflejan las mejores prácticas de negocio incorporadas por cada administración en los últimos años, así como las prácticas internacionales de un grupo consolidado y coordinado. De igual manera, son consistentes con los cambios en el entorno ocurridos entre los años 2001 y 2004, como es el caso de la aparición de la competencia internacional en los mercados peruano y ecuatoriano.

Es importante tener en cuenta que las proyecciones son consistentes con las circunstancias previas a la transacción de Bavaria con SAB Miller, por lo tanto, no reflejan de ninguna manera los posibles resultados que pueda generar el GEB después de la fusión con SAB Miller.

3.5.4 Hechos relevantes 2001 – 2004

Entre estos años se presentaron diferentes hechos que se mencionan para tener un adecuado contexto para la interpretación de los resultados, en la medida en que justifican el cambio en los supuestos de proyección entre esos dos años:

1. **Cierre de plantas en Colombia en el año 2001:** aunque se cerraron a finales del 2001, no se tenían suficientes datos para proyectar adecuadamente el año 2002. Los resultados se evidenciaron solamente entre los años 2002 y 2003.
2. **Crecimiento del endeudamiento:** desde el año 2001 se tomó la decisión de endeudarse para optimizar la estructura de capital. El saldo de deuda bruta pasó de US\$480²⁴ millones en el año 2001²⁵ a US\$2,222 millones en 2004²⁶. Estuvo ligado íntimamente al proceso de expansión internacional en la medida que financió la compra de nuevas compañías.
3. **Consolidación de Cervecería Leona S.A.:** esta compañía consolida desde el año 2002 y permitió reacomodar el sistema productivo en Colombia, aumentando la participación de esta planta y, al ser la más eficiente, reducir el costo promedio de producción en el país.
4. **Cambios en la plataforma productiva:** se han cerrado parcial o totalmente plantas en Colombia y Perú. De igual manera, se han abierto nuevas facilidades como la Cervecería del Valle y la Maltería de Guayaquil (Ecuador). Otras se han modernizado como

²⁴ Sin incluir la deuda de Panamá.

²⁵ Incluida la deuda de Cervecería Leona S.A. Informes Anuales Bavaria S.A. y Cervecería Leona S.A., 2001.

²⁶ Incluye la deuda financiera en Colombia, Ecuador, Panamá y Perú a diciembre 31 de 2004. Informe Anual 2004, Grupo Empresarial Bavaria, 2004.

la planta de Bucaramanga, la de Ate (Perú) y la de Compañía de Cervezas Nacionales (Ecuador).

5. **Adquisiciones de Panamá y Perú:** se adquirieron conglomerados de bebidas en estos países en los años 2001 y 2002, respectivamente.

6. **Revisión del sistema de gobierno:** el esquema de gobierno del Grupo se redefinió en el año 2002, con una oficina central (“Office of the Chairman”) que direcciona y coordina las operaciones en todos los países.

7. **Creación de los Comités Funcionales:** resultante de lo anterior, los Comités, integrados por ejecutivos de los cuatro países, buscaban agilizar la transferencia de mejores prácticas entre las compañías de todos los países según estándares internacionales.

8. **Competencia internacional:** aparece competencia por parte de InBev en los mercados de Ecuador y Perú, con producción local. El mismo grupo cervecero anuncia que entraría al mercado colombiano.

3.6 Valoración de las compañías en Colombia

En Colombia las compañías de bebidas que constituyen el GEB son: Bavaria S.A., Cervecería Unión S.A., Maltería Tropical y Cervecería Leona S.A. Esta última fue adquirida en un 44% en el año 2000 y solamente consolida con el GEB desde el año 2002 cuando se adquirió un 9% adicional. Para facilidad de los análisis, las proyecciones se han desarrollado en estados financieros pro-forma de manera que se consolida a Leona desde el año 2001.

Las valoraciones arrojan los siguientes resultados:

Tabla 5 Colombia: valoraciones

VALORACION (Base 2001 = 100)	Cifras históricas		Cifras re-expresadas		Diferencias '04 - '01	Difer. US\$MM '04 - '01
	Año 2001	Año 2004	Año 2001	Año 2004		
Valor de mercado a activos operativos	1.00	1.85	1.07	1.85	0.78	1,932
(+) Otros activos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0
(=) Total activos	1.00	1.85	1.07	1.85	0.78	1,932
(-) Deuda financiera	1.00	3.03	1.07	3.03	1.96	1,052
(=) Patrimonio	1.00	1.52	1.07	1.52	0.45	879
Múltiplo de EBITDA	8.0x	10.1x				
WACC	15.90%	11.78%	15.90%	11.78%		

Los resultados de las valoraciones indican que las compañías de Colombia valen hoy US \$879 millones más que en el año 2001.

3.7 Valoración de las compañías en Ecuador

En Ecuador el GEB está constituido por la Compañía de Cervezas Nacionales S.A. (CCN) y Cervecería Andina S.A. (CASA), además de varias compañías pequeñas cuya única actividad consiste en prestarle servicios a las anteriores y cuyos costos de operación están cubiertos por las cervecerías. Por esta razón solamente se valoran las dos compañías cerveceras.

Las inversiones en ese país datan de 1982 y si bien no corresponden al proceso de internacionalización del GEB 2001-2004, motivo de este trabajo, sí han participado del proceso de transferencia de mejores prácticas entre países, como quiera que históricamente han demostrado tener los mejores índices de eficiencia industrial.

Las valoraciones generan los siguientes resultados:

Tabla 6 Ecuador: valoraciones

VALORACION (Base 2001 = 100)	Cifras históricas		Cifras re-expresadas		Diferencias '04 - '01	Difer. US\$MM '04 - '01
	Año 2001	Año 2004	Año 2001	Año 2004		
Valor de mercado activos operativos	1.00	1.31	1.07	1.31	0.24	87
(+) Otros activos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0
(-) Total activos	1.00	1.31	1.07	1.31	0.24	87
(-) Deuda financiera	1.00	0.44	1.07	0.44	-0.63	15
(=) Patrimonio	1.00	1.26	1.07	1.26	0.19	72
Múltiplo de EBITDA	5.3x	6.3x				

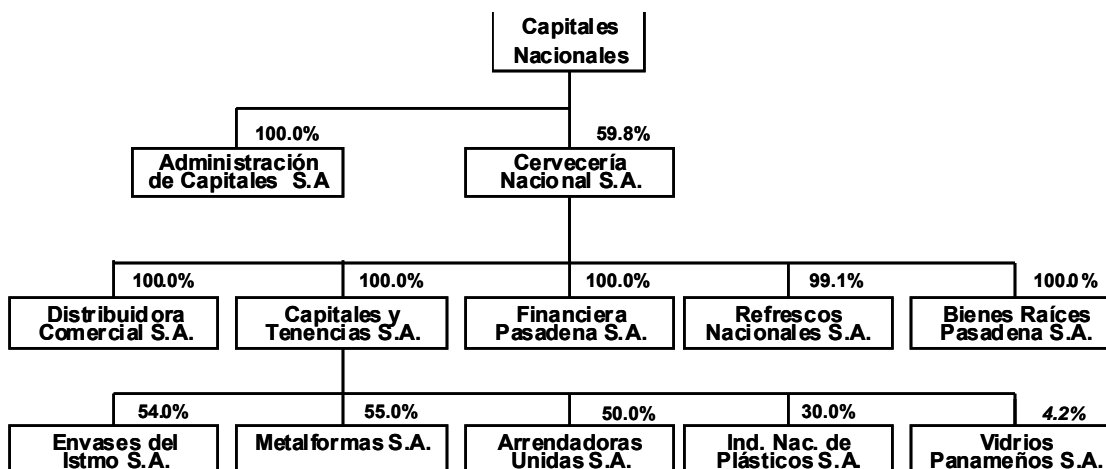
Las valoraciones muestran que hoy las compañías del GEB en Ecuador valen US \$72 millones más, en relación a la valoración con base 2001. Los bajos múltiplos de EBITDA de estas valoraciones se explica particularmente por la alta prima de riesgo país.

3.8 Valoración de las compañías en Panamá

La inversión del GEB en Panamá se realizó en diciembre de 2001 cuando se compró el 91.53% de Cervecería Nacional de Panamá S.A. (CONSA) por la suma de US \$260 millones²⁷. Esta a su vez era propietaria del 99% del capital de Refrescos Nacionales S.A. (RNSA) y del 100% del de Distribidora Nacional S.A. (DNSA), además de otra serie de inversiones en sectores económicos diferentes al de bebidas, como se observa en el siguiente gráfico. La valoración que sirvió de base para la negociación la realizó la compañía de banca de inversión Violy, Byorum&Partners Holdings LLC, de Nueva York.

²⁷ Esto corresponde a un patrimonio total de US\$284 millones.

Gráfica 3 Distribución



Dado que originalmente los negocios se encontraban legalmente disgregados en diferentes sociedades, la valoración del año 2001 consideraba por separado CNSA, DNSA y RNSA y le sumaba el valor patrimonial de las otras inversiones, de la siguiente manera:

Vabr de mercado activos de CNSA	\$182.3 m
Vabr de mercado activos de RNSA	\$ 41.3 m
Vabr de mercado activos de DNSA	\$ 84.2 m
<u>(-) Deuda Neta</u>	<u>\$ 52.0 m</u>
Vabr de mercado patrimonio bebidas	\$255.9 m
(+) Vabr de mercado no-operativos	\$ 27.9 m
Valor de mercado Grupo CNSA	\$283.7 m

Posteriormente, los negocios se integraron de manera que se consolidó la producción, comercialización, distribución y venta de cerveza y otras bebidas (soft-drinks, lácteos, jugos, entre otros) en CNSA. Las proyecciones con base 2004 reflejan esta realidad de manera que las cifras integran todos los negocios del sector bebidas en Panamá.

Los resultados de las valoraciones se observan a continuación:

Tabla 7 Panamá Valoración

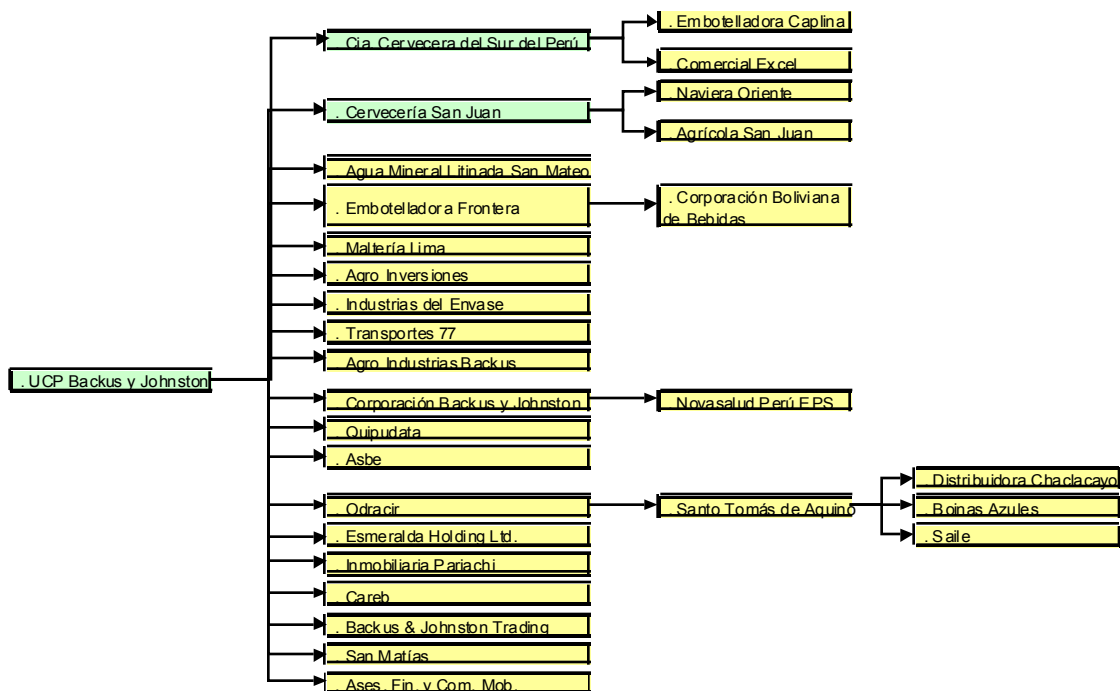
VALORACION (Base 2001 = 100)	Cifras históricas		Cifras re-expresadas		Diferencias '04 - '01	Difer. US\$MM '04 - '01
	Año 2001	Año 2004	Año 2001	Año 2004		
Valor de mercado activos operativos	1.00	1.35	1.07	1.35	0.28	86
(+) Otros activos	1.00	1.07	1.07	1.07	0.00	0
(-) Total activos	1.00	1.32	1.07	1.32	0.26	86
(-) Deuda financiera	1.00	0.55	1.07	0.55	-0.52	-27
(=) Patrimonio	1.00	1.47	1.07	1.47	0.40	113
Múltiplo de EBITDA	11.7x	11.5x				

Como se mencionó, el patrimonio implícito de US \$284 millones, correspondiente al valor pagado en diciembre de 2001, es exactamente igual al estimado en la valoración. Los resultados indican que en el período 2002 – 2004 el valor creado para los accionistas ha sido de US \$113 millones.

3.9 Valoración de las compañías en Perú

El Grupo Backus es un conglomerado de compañías en diferentes sectores económicos del Perú, lideradas por la cervecera Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston, como se observa en la siguiente gráfica.

Gráfica 4 Backus Perú



Es importante tener en consideración que UCP Backus y Johnston es una empresa cabeza de un conglomerado, que cotiza en la Bolsa de Valores de Lima y que tiene tres tipos de acciones en circulación, acciones tipo A, tipo B y acciones de inversión. Las acciones de tipo A son las únicas que otorgan derechos políticos y por tenerse la mayoría absoluta de ellas, el GEB consolida al Grupo Backus en sus estados financieros desde el año 2002. Esto explica también por qué difiere la participación económica de la política: la económica se calcula con el total de acciones (A, B e I) mientras que la política solamente sobre las A.

El GEB adquirió a través de diferentes operaciones, ya fuera directamente a los antiguos accionistas de Backus o a sociedades holding que poseían acciones de la cervecera, desde junio de 2002 hasta la fecha, cerca de 51.6 millones de acciones por un valor de US\$ 1.3 billones, hasta totalizar una participación económica cercana al 45% en la actualidad.

Para efectos del presente análisis se tomará como fecha de referencia de compra diciembre de 2002, dado que cerca del 32% del capital se adquirió durante ese período y los precios unitarios de las acciones no han cambiado significativamente desde entonces.

El valor total desembolsado por el GEB en la compra de acciones tipo A fue aproximadamente de US\$1.2 billones, entre junio de 2002 y diciembre de 2004. Esto quiere decir que el valor patrimonial implícito de las transacciones se puede expresar de la siguiente manera:

Equity Value Acciones tipo A ²⁸	US\$ 1,591 millones
Equity Value Acciones tipo B, ²⁹	US\$ 160 millones
(=) Equity	US\$ 1,751 millones
Deuda Neta	US\$ 268 millones

²⁸ Las acciones tipo A determinan los derechos políticos. El equity value está calculado con base en estos derechos.

²⁹ Se asume que el valor histórico de estas acciones se mantiene constante porque se comportan más como bonos que como acciones. Estas, por no representar derechos políticos, muestran poca actividad.

(=) Total Activos (TEV)

US \$ 2,019 millones

Los resultados de las valoraciones se observan a continuación:

Tabla 8 Perú: valoración

VALORACION (Base 2001 = 100)	Cifras históricas		Cifras re-expresadas		Diferencias '04 - '01	Difer. US\$MM '04 - '01
	Año 2002	Año 2004	Año 2002	Año 2004		
Valor de mercado activos operativos	1.00	0.98	1.05	0.98	-0.07	-159
(+) Otros activos					0.00	0
(=) Total activos	1.00	0.98	1.05	0.98	-0.07	-159
(-) Deuda financiera	1.00	0.29	1.05	0.29	-0.76	-199
(=) Patrimonio	1.00	1.07	1.05	1.07	0.02	39
Múltiplo de EBITDA	11.2x	9.7x				

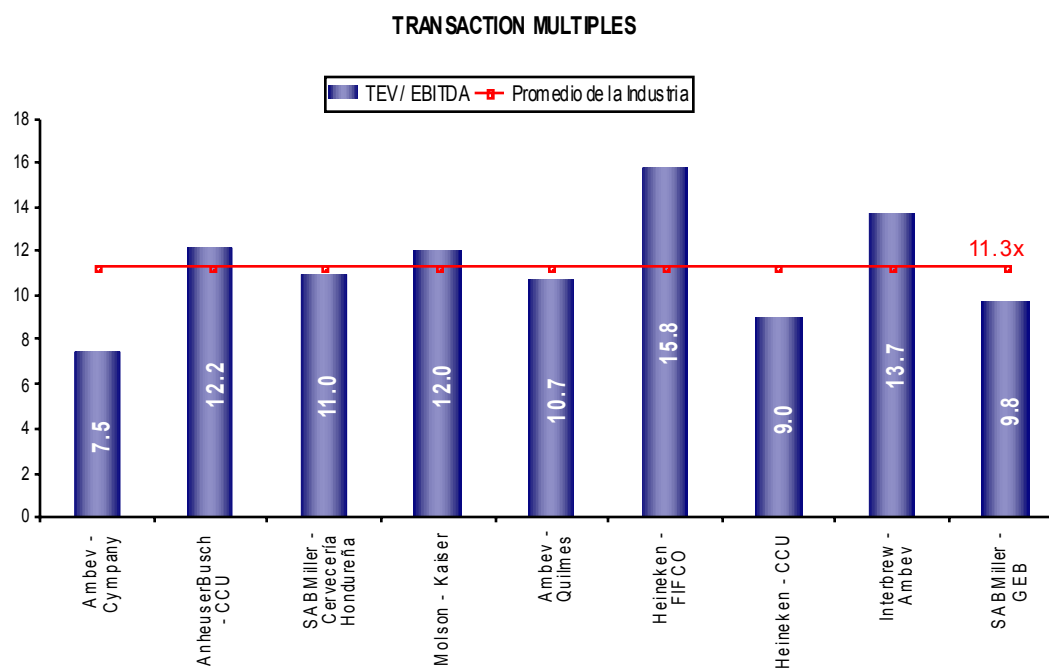
Como se observa, el valor agregado en estos años suma US \$39 millones.

Es importante anotar que el valor efectivamente pagado, que corresponde a un patrimonio implícito de US \$1,750 millones, fue inferior al valor estimado por la firma V,B&P en el año 2001, correspondiente a US \$1,918 millones. Esto indica que el comprador (GEB) se apropió de una "prima" por US \$168 millones.

3.10 Razonabilidad de los resultados

En la siguiente gráfica, se presentan los múltiplos de transacciones importantes en Latinoamérica en los últimos años, para tener una idea de la relación de valor entre el *total enterprise value* (TEV) o valor total de la firma y el EBITDA:

Gráfica 5 Transacciones recientes – múltiplos EBITDA



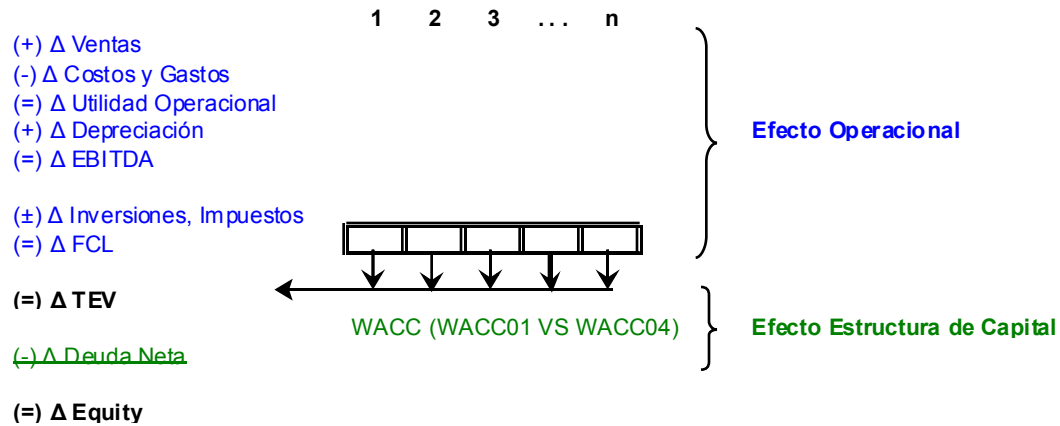
Los múltiplos de EBITDA implícitos en las valoraciones de Colombia (8.0x – 10.1x), Panamá (11.5x – 11.7x) y Perú (9.7x – 11.2x) son consistentes en valor y tendencia con los múltiplos de transacciones comparables durante el período en cuestión.

En el caso de Ecuador (5.3x – 6.3x) los múltiplos de EBITDA parecen bajos en relación a los múltiplos de transacciones comparables. Los resultados se ven castigados debido al alto WACC de Ecuador ocasionado por la persistencia de una muy alta tasa de riesgo país, como se explicará más adelante.

3.11 Medición de sinergias

Es importante recordar que las sinergias operativas se miden sobre el flujo de caja libre y su efecto se aprecia en el *total enterprise value* (TEV), mientras que las de estructura de capital se miden mediante la variación de la deuda neta y las variaciones en el WACC, de la siguiente manera:

Tabla 9 resumen



De acuerdo a la estructura de análisis anterior, los resultados obtenidos son los siguientes:

Tabla 9 Resumen

(US\$ millones)	Colombia	Ecuador	Panamá	Perú	TOTAL
Variación patrimonio	879	72	113	39	1,104
Sinergias operativas	767	20	25	-94	718
Sinergias estructura de capital	112	52	89	133	385

Se observa entonces, que el valor agregado a los accionistas durante el período suma US\$1,104 millones, de los cuales US\$718 millones corresponden a sinergias operativas y US\$385 millones corresponden al efecto estructura de capital. Los detalles de cada una de las fuentes de sinergias se explicarán en los próximos dos capítulos.

4. SINERGIAS POR EFICIENCIA OPERACIONAL.

Para el análisis de las sinergias que se pudieron haber obtenido durante los años 2002, 2003 y 2004 en el GEB, atribuibles a la eficiencia operacional, se desarrolló el siguiente proceso:

- En primer lugar, se tomaron los planes de negocio elaborados en el 2001 para Colombia, Ecuador y Panamá y del 2002 para Perú y se trajeron a valor presente neto los ingresos, costos, gastos, EBITDA, y la utilidad neta consolidada.
- A continuación, se utilizaron los planes de negocio preparados en el año 2004 utilizando la misma tasa (la tasa utilizada en los dos ejercicios fue el WACC del año 2001) y se desarrollo el mismo proceso del punto anterior.
- Luego, de acuerdo a la inflación en los EEUU, se ajustaron los valores de los años iniciales para hacerlos comparables en el año 2004.
- Se calcularon las diferencias para cada uno de los conceptos analizados y se detectaron las posibles fuentes de creación de valor por efecto de la transferencia de mejores prácticas entre los diferentes países.
- Por último se revisaron en detalle los diferentes planes ejecutados en cada uno de los países que tienen relación directa con el proceso de internacionalización y de transferencia de mejores prácticas y su posible efecto en la generación de valor.

Es importante anotar que para eliminar el efecto que tienen los cambios en la estructura de capital, se utilizó una misma tasa para descontar los valores de los planes de negocio de los años finales e iniciales de comparación. El efecto

que tuvieron los cambios en la estructura de capital se analiza en el capítulo siguiente.

Una de las principales fuentes de creación de valor en el proceso de internacionalización del GEB han sido los proyectos desarrollados por los comités funcionales que se crearon a partir del año 2003 y que han tenido como objetivo fundamental compartir experiencias y aplicar en cada uno de los países las mejores prácticas que se han ido encontrando en cualquiera de los países pertenecientes al GEB.

Como consecuencia de lo anterior, se crearon comités en las áreas de mercadeo y ventas, recursos humanos, financiero, logística y manufactura y todos ellos han desarrollado diferentes proyectos que han contribuido en el proceso de creación de valor en el GEB.

El análisis de las sinergias se desarrolla a partir de los principales rubros del estado de pérdidas y ganancias para cada uno de los países

4.1 Ingresos

Una de las potenciales fuentes de sinergia en los procesos de internacionalización es el mejoramiento de los ingresos, a través de la transferencia de las mejores prácticas en las áreas de mercadeo y ventas principalmente.

El proceso que ha adelantado el GEB muestra una mejora en los ingresos esperados en Colombia y Ecuador, caso contrario a lo que sucede en Panamá y Perú donde los ingresos esperados en el año final del estudio son inferiores a los esperados en los años iniciales, debido principalmente a la fuerte competencia contra INBEV en el Perú y de Heineken en Panamá, situaciones no previstas en el año inicial del estudio.

En el consolidado total del GEB se observa una disminución del 1.6% en los ingresos esperados en el año 2004 frente a lo que se estimaba en el año inicial del estudio. Las mejoras en los ingresos esperados en Colombia y Ecuador no alcanzaron a compensar el menor volumen de ingresos esperados en Panamá y Perú.

Tabla 10 Ingresos estimados 2001 vs. 2004 (valores en US\$ Millones de 2004)

INGRESOS	2001	2004	Diferencia	%
Colombia	5.599,84	6.937,48	1.337,64	23,9%
Ecuador	640,31	709,04	68,72	10,7%
Panamá	1.352,98	926,24	-426,74	-31,5%
Perú	3.974,94	2.777,80	-1.197,14	-30,1%
TOTAL	13.569,08	13.354,56	-217,51	-1,6%

En Colombia la mejora en los ingresos esperados eran del 23.9%, y en Ecuador del 10.7%. Estos valores esperados se soportan en la incorporación de nuevos productos en los portafolios y el crecimiento en el consumo per capita de cerveza que ha pasado en Colombia de 30.7 litros/año en el 2001 a 35.2 litros/año en el 2004³⁰ y en Ecuador que pasó de 22.1 litros/año a 25 litros/año en el 2004. En los productos no cerveceros se presentó un incremento cercano al 200% al pasar de 1.9 millones de HtIs en el 2001 a 5.7 millones de HtIs en el 2004³¹.

De manera contraria, el comportamiento de los ingresos esperados en Perú y Panamá fueron inferiores en el 2004 respecto a los estimados para los años iniciales del estudio, (2001 para Panamá y 2002 para Perú), debido principalmente a la disminución de los precios en Perú como consecuencia del fuerte incremento del impuesto selectivo al consumo de la cerveza y la decisión de la empresa de no modificar los precios al consumidor final.

Esta decisión permitió el incremento del 2.7% en los volúmenes de cerveza entre el año 2002 y 2003 y aumento el consumo per cápita de 22 litros/año a 22.4 litros/año. Otro factor que permite explicar esta diferencia en los ingresos

³⁰ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria.

³¹ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria. P. 18.

esperados en el Perú fue el reciente lanzamiento de la marca Brama, lo cual hace prever una reñida competencia en los próximos años con la posible pérdida de participación de las marcas del GEB en el mercado peruano.

Los principales eventos que afectan el rubro de los ingresos y que se asocian directamente con el proceso de internacionalización del GEB son:

- En el año 2002 se lanzó en Ecuador Pilsener Light, partiendo del mismo concepto utilizado en Colombia con Aguila Light, el cual ha contribuido a aumentar el volumen total vendido en más de 157.000 HtIs en los tres años de análisis y ha apoyado el aumento del consumo per capita en Ecuador, al pasar de 23.5 litros/año en el 2002 a 25 litros/año en el 2004³². Igualmente este concepto fue utilizado en el 2004 en el Perú para el lanzamiento de Cusqueña Light con un aporte al volumen de ventas de 5.888 htIs.
- En el año 2003 se lanzó en Panamá Agua Brisa, la cual aportó 10.000 HtIs en el año 2004 a las ventas consolidadas del GEB³³
- En el año 2003 se introdujo en Ecuador al mercado Pony Malta, con un incremento en las bebidas de Malta del 43%³⁴, con un aporte de 61.000 htIs en el 2003 y 86.000 htIs en el 2004³⁵. Adicionalmente, se lanzó el Agua Manantial sin gas lo que en conjunto contribuyó al crecimiento del consumo per capita para este año en 1.1 litros³⁶
- En el año 2004 se produjo el lanzamiento de Cerveza Clausen en el Ecuador, lo cual contribuyó con 24.000 htIs y por consiguiente con la mejora en el consumo per cápita del Ecuador, que pasó de 24.7 litros/año en el 2003 a 25 litros/año en el 2004³⁷
- En el año 2004 se realizó el lanzamiento de los jugos tutti frutti en Panamá con un aporte de 10.000 htIs al volumen total de ventas del GEB.

³² Op cit. Grupo Empresarial Bavaria.

³³ Ibid. Grupo Empresarial Bavaria.

³⁴ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria. Informe anual Grupo Empresarial Bavaria 2003, p.29.

³⁵ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria.

³⁶ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria. 2003, p. 29.

³⁷ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria

4.2 Costo de ventas

El costo de ventas es una importante fuente de generación de valor en los procesos de internacionalización de las empresas, debido fundamentalmente a las economías de escala que se pueden aprovechar en la compra de las materias primas y de los bienes y servicios necesarios para la operación de las organizaciones y la transferencia de las mejores prácticas en las áreas de logística y manufactura principalmente.

En el periodo de análisis se observa una mejora en el costo de venta al estimarse una disminución del 19.8% para el GEB, apalancado principalmente por los menores costos que se estiman alcanzar en Perú, con un decrecimiento del 41,4% y en Panamá del 57,5%, básicamente por la transferencia de mejores precios en los costos de las materias primas y las mejoras en las eficiencias operacionales por la implementación de proyectos a partir de las experiencias compartidas con los otros países.

Tabla 11 Costo de Ventas estimado 2001 vs. 2004 (valores en US\$ millones de 2004)

COSTO DE VENTAS	2001	2004	Diferencia	%
Colombia	2.388,46	2.175,00	-213,46	-8,9%
Ecuador	194,19	177,51	-16,68	-8,6%
Panamá	829,88	352,29	-477,59	-57,5%
Perú	1.700,19	996,94	-703,25	-41,4%
TOTAL	7.113,73	5.705,75	-1.410,98	-19,8%

El comité funcional de manufactura, durante el periodo analizado, ha desarrollado una serie de proyectos que han contribuido con la transferencia de mejores prácticas entre los diferentes países del GEB. Los proyectos más importantes han sido:

- En el año 2003 los costos de manufactura para la línea de producción de cerveza y bebidas de malta se redujeron en un 12.3% en el GEB.³⁸

³⁸ Op. Cit. Grupo Empresarial Bavaria. 2003, p. 8.

- Estandarización de los principales indicadores y su esquema de medición, lo que ha permitido tener bases comparables de medición y determinar las brechas que indiquen oportunidades de creación de valor.
- Estandarización de materias primas y materiales básicos de producción para las Cebadas, lúpulos, adjuntos cerveceros y materiales filtrantes y lamina para elaboración de tapas corona.
- Desarrollo del plan estratégico de suministro de malta con enfoque corporativo, el cual pretende generar mejoras en el EBITDA de US \$ 39 Millones de dólares³⁹
- Negociación conjunta de cebada para todos los países del GEB, lo que permite importantes beneficios de escala debido a las mayores cantidades a negociar y a la racionalización de embarques con máxima carga y mínimo flete. Esta iniciativa contribuyó con ahorros para el GEB de US \$ 3.8 Millones de dólares en el año 2003⁴⁰
- Planeamiento corporativo de la producción y la distribución de cebada malteada, que tiene como objetivos la optimización del desempeño operacional de las Malterías por la implementación de las mejores prácticas, el manejo de la operación integrada de manufactura mediante un sistema de programación lineal optimizador (PCSI)⁴¹ desarrollado en Colombia, (que se aplicó en los otros países del GEB obteniendo la racionalización de la producción en un escenario corporativo) y la estructuración de un plan lógico óptimo de crecimiento de capacidad para la atención del crecimiento futuro de demanda.

³⁹ Vicepresidencia de manufactura. Grupo Empresarial Bavaria.

⁴⁰ Ibid. Vicepresidencia de manufactura.

⁴¹ PCSI. Sistema de información corporativo que optimiza los volúmenes de producción de bebidas y maltas para el Grupo Empresarial Bavaria

4.3 EBITDA

El valor estimado del EBITDA en el año 2004 con respecto al año inicial de comparación presenta una mejora cercana al 13,1%, lo cual refleja el efecto que tienen los cambios en los ingresos estimados, el costo de ventas, los costos logísticos, las inversiones en mercadeo y publicidad y por último, en los gastos de administración y ventas

Tabla 12 EBITDA estimado 2001 vs. 2004 (valores en US\$ Millones de 2004)

EBITDA	2001	2004	Diferencia	%
Colombia	2.229,05	3.201,59	972,54	43,6%
Ecuador	384,31	417,34	33,04	8,6%
Panamá	242,41	308,60	66,20	27,3%
Perú	1.590,59	1.361,67	-228,92	-14,4%
TOTAL	6.447,35	7.293,20	842,85	13,1%

La mejora en este rubro, adicional a los conceptos anteriormente analizados, se ve afectada positivamente por los resultados obtenidos en proyectos adelantados por el comité funcional de logística, los cuales han permitido mejorar el costo total de logística en el Perú en un 27.7%, al pasar de US \$14,94 dólares por hectolitro en el 2003, a US \$ 10,80 en el 2004. De manera similar, en Panamá se presenta una mejora del 7,5% en el costo total de logística al pasar de 8,90 dólares por hectolitro en el 2003, a 8,23 dólares por hectolitro en el 2004. Los resultados en Colombia no son tan positivos debido principalmente a la revaluación del peso, lo que se refleja en un incremento en el costo total de logística del 10.7%.

Tabla 13 Costo total de Logística US \$ / Htl

Costo total Logística US\$/Htl	Colombia			Ecuador			Panamá			Perú		
	2004	2003	%	2004	2003	%	2004	2003	%	2004	2003	%
Transporte Secundario	3.10	2.86	8.3%	4.56	4.40	3.6%	3.46	3.60	-3.9%	4.99	7.67	-34.9%
Centro de Distribución secundario	0.32	0.23	42.2%	0.00	0.00	0.0%	0.40	0.62	-34.9%	0.52	0.66	-21.5%
Transporte Primario	3.15	2.83	11.4%	2.24	2.21	1.4%	1.51	1.51	-0.4%	2.62	2.98	-12.2%
Centro de Distribución primario	1.03	0.90	13.8%	0.29	0.30	-4.3%	1.32	1.36	-3.6%	0.93	1.08	-13.4%
Inventario de productos terminados y envases	0.70	0.67	5.0%	0.28	0.34	-18.3%	0.62	0.73	-16.3%	0.58	1.26	-53.7%
Abastecimiento	0.53	0.49	8.1%	0.51	0.43	19.7%	0.93	1.08	-13.1%	1.15	1.29	-10.2%
TOTAL	8,84	7,99	10,7%	7,88	7,68	2,6%	8,23	8,90	-7,5%	10,80	14,94	-27,7%

Fuente: Grupo Empresarial Bavaria

Los principales proyectos liderados por el comité funcional de Logística y que contribuyeron efectivamente al incremento del EBITDA en el periodo de análisis fueron:

- El comité funcional de logística optimizó, a partir del modelo utilizado en Colombia, la red distribución de productos hacia los puntos de venta. El desarrollo de esta iniciativa en el año 2004 en el Perú, generó ahorros superiores a los US \$ 2 millones de dólares y se estima que este ahorro es recurrente para los años siguientes.⁴² Este mismo modelo fue implementado en Panamá y Ecuador, pero hasta el momento no se ha cuantificado el beneficio económico respectivo.
- La implementación del proyecto de abastecimiento corporativo que busca obtener beneficios económicos mediante la compra de los principales materiales a través de la consolidación de los requerimientos y la centralización de la negociación. En el año 2002, los ahorros en abastecimientos como resultado del proceso de centralización de compras de materias primas y materiales de producción y la sustitución de la importación de repuestos fueron de US\$ 1 millón⁴³, lo que contribuyó a disminuir el costo por Hectolitro en un 17% para Colombia,

⁴² Vicepresidencia de Logística. Grupo Empresarial Bavaria.

⁴³ Op. Cit. Vicepresidencia de Logística. 2002, p. 27.

6% en Perú y 14.4% en Panamá⁴⁴. En el año 2004 los ahorros estimados por este concepto fueron de US \$ 1.8 millones⁴⁵

- El proyecto de optimización del transporte que tuvo como objetivo minimizar el costo de transporte primario, manteniendo el actual nivel de servicio en Perú y utilizando para esto los modelos de software utilizados en Colombia, lograron ahorros en el 2004 de mas de US \$ 2 millones. Lo anterior ha contribuido a disminuir el costo total de logística en el Perú de US \$ 14.94 por hectolitro en el 2003, a US \$ 10.80 por hectolitro en el 2004, con un ahorro superior al 27.7%, lo que en términos reales significa ahorros cercanos a los US \$ 31 millones para este año⁴⁶.
- El mismo proyecto del punto anterior logro una disminución del 7,5% en el costo total de logística entre el año 2003 y 2004, lo que significa en valores reales ahorros superiores a US \$ 2 millones.

4.4 Flujo de Caja Libre

El flujo de caja libre estimado para los años de análisis se ve principalmente afectado por las mayores inversiones proyectadas en el año 2004 para reposición de envases y canastas entre el año final e inicial en todos los países del GEB y las mayores inversiones estimadas en CAPEX proyectadas de acuerdo al mercado competitivo actual. A pesar de lo anterior, se obtiene una mejora del 14.89% respecto a lo estimado en el año inicial del estudio. Es importante resaltar la mejora que presenta Colombia con un incremento del 29.3% como resultado del mejoramiento de todos los rubros anteriormente mencionados.

Otro factor que afecta de manera directa el flujo de caja libre es el de los impuestos operativos, donde se presentan incrementos importantes entre el valor estimado en el año 2001 y el valor estimado en el 2004, por ejemplo, en Colombia se estima un incremento superior al 100% entre las dos valoraciones,

⁴⁴ Op. Cit. Vicepresidencia de Logística. 2002, p. 12.

⁴⁵ Op. Cit. Vicepresidencia de Logística.

⁴⁶ Ibid. Vicepresidencia de Logística.

debido fundamentalmente al aumento de las tasas impositivas de las últimas reformas tributarias. En Panamá se estima un crecimiento superior al 72%.

Tabla 14 Flujo de caja libre estimado 2004 versus 2001 (valores 2004)

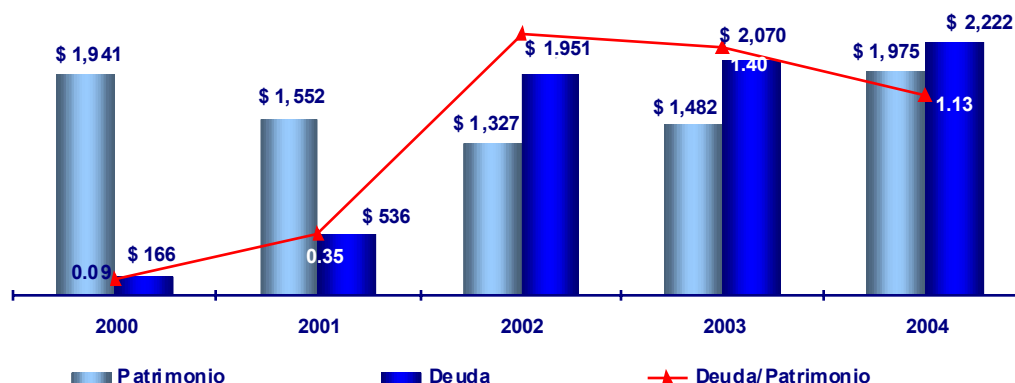
Flujo de caja Libre	2001	2004	Diferencia	%
Colombia	1.333,32	1.723,97	390,65	29,3%
Ecuador	253,08	267,24	14,16	5,6%
Panamá	148,21	153,34	5,14	3,5%
Perú	892,24	873,33	-18,91	-2,1%
TOTAL	4.627,85	5.021,88	394,03	8,5%

5. ANALISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

5.1 Evolución de la estructura de capital entre 2001 y 2004

La estructura de capital del GEB ha mostrado un cambio dramático desde el año 2001 hasta la fecha. En particular el aumento de la deuda ha sido significativo, con un crecimiento mayor a los US\$1,680 millones en cuatro años, al pasar de US\$536 millones a finales de 2001 a US\$2,222 millones en el 2004⁴⁷, incluyendo la deuda que tenían las compañías adquiridas en Panamá y Perú.

Gráfica 6 Estructura de capital 2001-2004



El crecimiento de la deuda obedeció a dos necesidades primordiales dentro de la estrategia de expansión internacional del GEB:

- A. **Necesidad de optimizar la estructura de capital:** en el año 2001 era evidente que el GEB, en comparación con los estándares de la industria internacional de bebidas, contaba con una estructura de capital sub-óptima y en consecuencia, el costo promedio de capital era superior al de los principales jugadores de la industria. El

⁴⁷ Op. Cit. Fuente: Grupo Empresarial Bavaria.

agresivo y competitivo proceso de adquisiciones que emprendería el Grupo exigía un costo de capital bajo, para poder ser competitivos en las ofertas de compra.

- B. **Necesidad de financiar las adquisiciones:** de igual manera era evidente para la administración del Grupo, que los flujos de caja de las compañías en Colombia y Ecuador no serían suficientes para financiar las adquisiciones objetivo. Se requerían recursos frescos y los accionistas mayoritarios no estaban dispuestos a aportar entre US\$1,500 millones y US\$1,750 millones en menos de 18 meses. Por esta razón y siendo consecuentes con lo expuesto en el punto anterior, la Junta Directiva de Bavaria S.A., matriz del Grupo, dio vía libre al proceso de endeudamiento.

En la siguiente gráfica⁴⁸ se presentan las operaciones de deuda más importantes del GEB en los mercados de capitales, tanto colombiano como del exterior:

Gráfica 7 Operaciones de deuda

	2001	2002	2003	2004	Monto (US\$ Mill.)	Plazo años
Crédito CAF					250	3
Bonos Colombia I					430	12
Crédito IFC					318	5
Bancos Centroamérica					70	3
Bonos 144A					500	7
Crédito CAF					150	5
Bonos Colombia II					100	9
Crédito BSCH					50	5
Titularización cebada					120	-
					1,988	6.6

En efecto, los recursos nuevos sumaron cerca de US\$2 billones, sin incluir los créditos rotativos de corto plazo, ni la sustitución de vencimientos por créditos de la misma entidad o “roll-over”. Adicionalmente, durante este período, a la deuda del GEB se le incorporó la deuda propia de las compañías que se adquirieron en Perú, que sumaba de manera conjunta cerca de US\$286

⁴⁸ Vicepresidencia Financiera, Bavaria S.A.

millones en el año 2002 y la de Cervecería Leona S.A. que alcanzaba los US\$150 millones.⁴⁹

Durante el período en mención, todas las compañías del GEB han repartido dividendos a sus accionistas. En Colombia, adicionalmente, se han realizado recompras de acciones en varias oportunidades y en ninguna de las compañías del GEB se han hecho aportes de capital en el período comprendido entre el año 2001 y el año 2004, con excepción de la emisión de acciones de Bavaria S.A. en el año 2004, por valor de US\$30 millones con destino a FC, como parte del acuerdo inicial del crédito del año 2002⁵⁰.

Naturalmente, el proceso ha traído algunas consecuencias importantes para resaltar:

A. **Mejoramiento de la estructura de capital:** la relación deuda a patrimonio del GEB consolidado ha pasado de 0.35 en el año 2001 a 1.13 en el 2004⁵¹. Desafortunadamente, no se cuenta con estudios que evidencien que el GEB haya alcanzado el punto óptimo de estructura de capital. Sin embargo, aumentar el endeudamiento, tanto en términos absolutos como relativos, efectivamente le ha permitido al GEB incorporar recursos más baratos que los de los accionistas. Como se explicará más adelante, el GEB ha logrado aprovechar recursos con costos decrecientes con la consecuente reducción en el costo promedio ponderado de capital, pero sin incrementar el perfil de riesgo frente a la banca.

B. **Cambio en el perfil de monedas, tasas y plazos**⁵²: además del incremento en valores absolutos, el perfil mismo de la deuda ha cambiado en los últimos tres años. La exposición cambiaria ha

⁴⁹ Informe Anual, Bavaria S.A. 2002; Memoria Año 2002, Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

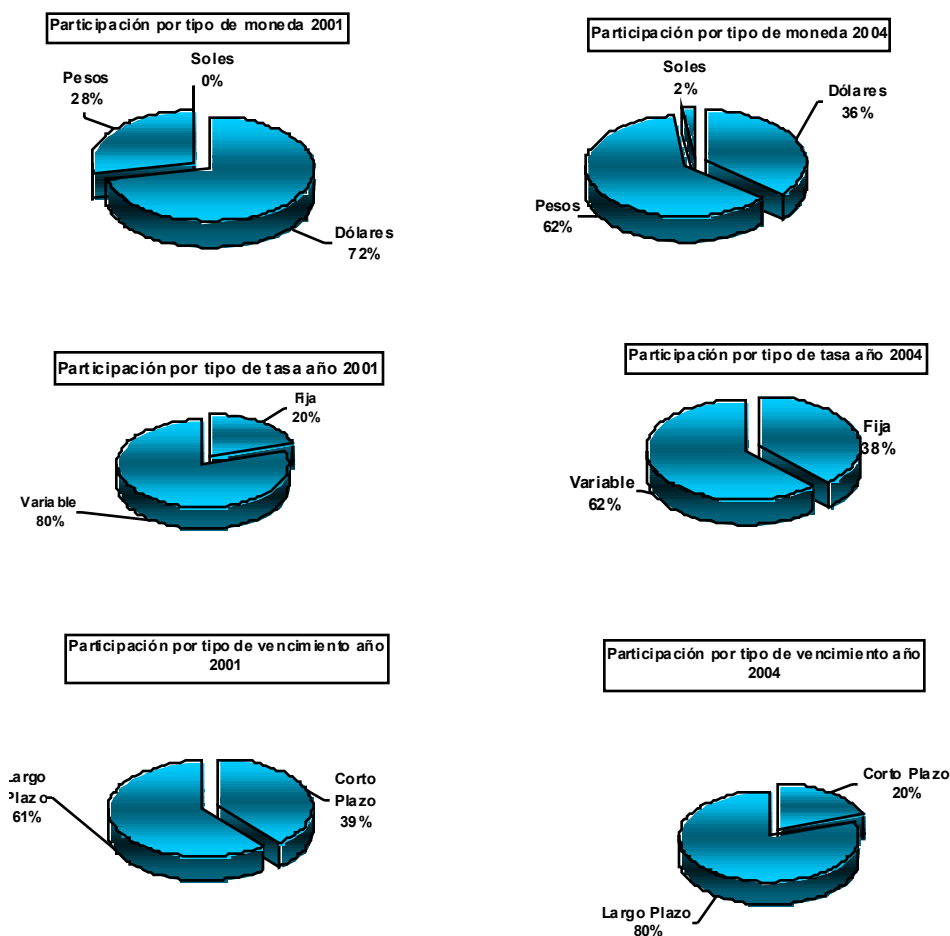
⁵⁰ El acuerdo contemplaba una opción tipo put sobre acciones de Bavaria S.A. por valor de US\$30 millones.

⁵¹ Informes Anuales, Bavaria S.A. 2001 y 2004.

⁵² Prospecto de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios, Abril de 2002; Informe Anual 2004, Bavaria S.A.

disminuido en términos relativos frente al año 2001, pero aún se observa que las utilidades operativas líquidas generadas en dólares, no son suficientes para cubrir el servicio de la deuda en dólares. La participación de las tasas variables se ha reducido pero aún sigue siendo importante. Los plazos en general se han ampliado al sustituirse deuda bancaria por bonos ordinarios, reduciendo así la presión sobre los flujos de caja en el corto plazo.

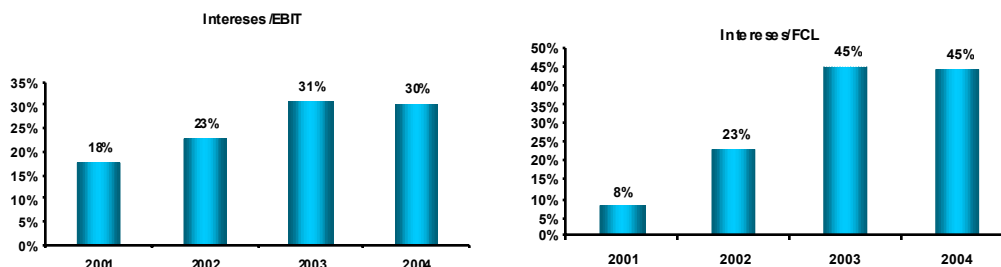
Gráfica 8 Cambio en el perfil de monedas, tasas y plazos



C. Mayores compromisos en términos de utilidades y flujo de caja: el peso relativo de los gastos financieros sobre las utilidades operacionales, así como sobre el flujo de caja libre, se ha incrementado de manera sustancial. Esto demuestra que tanto las

utilidades, como el flujo de caja disponible para los accionistas se han visto limitados, en la medida que aumentan los compromisos con los bancos y con los tenedores de bonos.

Gráfica 9 Intereses/EBIT e intereses / FCL

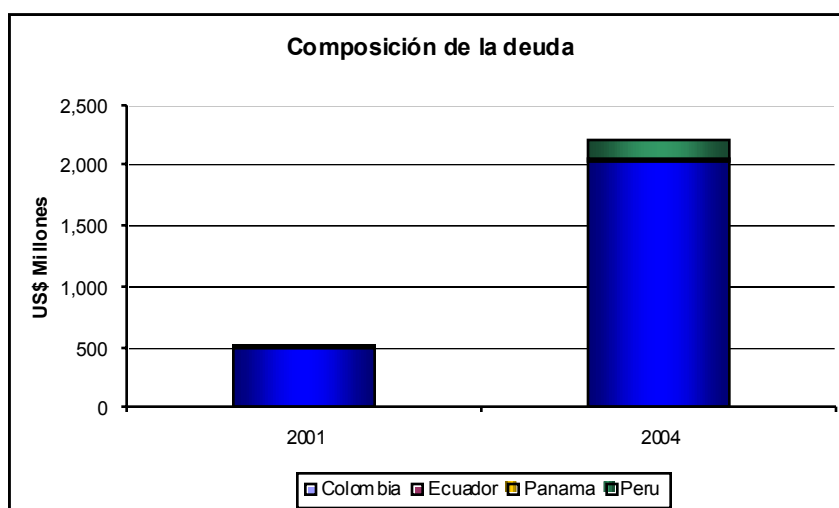


D. **Restricciones por parte de la banca:** las entidades financieras, con el fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones por parte del GEB, han impuesto una serie de restricciones entre las que se cuentan: “covenants” financieros, reportes trimestrales de cumplimiento, garantías, limitaciones en la contratación de nuevos créditos o emisión de bonos, y obligación de consultar previamente todas las operaciones de montos importantes como las adquisiciones. Si bien los “covenants” se han cumplido satisfactoriamente y en contadas ocasiones se han debido solicitar “waivers”, las restricciones han limitado sustancialmente la capacidad de gobierno del GEB reduciendo así el margen y velocidad de maniobra de la administración.

E. **Operaciones de cobertura:** como resultado del cambio en el perfil de tasas y monedas, el GEB se ha visto obligado a realizar operaciones de cobertura, en especial en Colombia, por la exposición al riesgo cambiario y de tasas de interés. Se han contratado *forwards* de divisas para cubrir el riesgo cambiario del servicio de la deuda a corto plazo, *swaps* de monedas para mitigar el riesgo cambiario de la deuda denominada en dólares y *swaps* de tasas de interés, para disminuir la exposición a la tasa variable. En el año 2004, el gasto

asociado a las operaciones de cobertura ascendió a cerca de US\$70 millones, castigado por el efecto de la revaluación del peso frente al dólar americano⁵³.

F. **Efecto conglomerado:** durante el período estudiado, la deuda en cabeza de las compañías subsidiarias fue disminuyendo y por el contrario, la matriz Bavaria S.A. la fue incrementando. Esto se hizo deliberadamente con el propósito de mejorar el perfil de riesgo ante la banca, en la medida que un grupo diversificado en términos de mercados y monedas es menos vulnerable que las compañías individuales. Como consecuencia, los créditos otorgados a la matriz resultaron más baratos que los de las subsidiarias, generando así sinergias entre las mismas, al facilitarle a estas últimas financiarse más barato a través de Bavaria S.A. En la medida que las compañías consolidan a nivel conglomerado se benefician tanto del apalancamiento como de los costos de deuda de la matriz, por la libre circulación de fondos a lo largo de las compañías del GEB⁵⁴.



⁵³ Op. Cit. Informe Anual, Bavaria S.A. 2004.

⁵⁴ Libre movilidad en condiciones de mercado o “arms-length”.

G. **Perfil de riesgo crediticio:** la teoría indica que en la medida que aumenta el apalancamiento financiero de las compañías, la percepción de riesgo de parte de la banca y de los accionistas también aumenta, porque ven más probable la posibilidad de quiebra de la compañía⁵⁵. En el caso del GEB, aparentemente los indicadores no han mostrado signos de deterioro como para alarmar a los mercados, y por el contrario, tanto la banca como las calificadoras de riesgo han mantenido, e incluso, mejorado su percepción. En efecto, la calificación de Bavaria S.A. ha sido AAA por tres años consecutivos de parte de la firma Duff and Phelps. Para la emisión de bonos del año 2003 en los mercados internacionales (Regla 144A), la calificación fue de ba3 por parte de Moodys y de BB por parte de Standard and Poors y de Fitch⁵⁶. Adicionalmente, las tasas de los créditos nuevos, obtenidas por el GEB a través de Bavaria S.A. de las instituciones tanto locales como del exterior, así como las tasas de los bonos ordinarios en el mercado local han sido consistentemente decrecientes en los últimos años, como se verá más adelante.

5.2 Cálculo del costo ponderado de capital en el GEB

El costo promedio ponderado de capital (WACC) del Grupo ha sido estimado desde el año 2001⁵⁷, por la firma consultora Stern & Stewart de Nueva York. El WACC se ha utilizado principalmente para el cálculo del valor económico agregado (EVA⁵⁸) del GEB durante los últimos cuatro años, en desarrollo de la estrategia de implementación de las mejores prácticas gerenciales. Es así como el EVA se ha utilizado para efectos administrativos, como herramienta

⁵⁵ Op. cit. Ross, Westerfield y Jaffè. p.467.

⁵⁶ Bavaria obtuvo la misma calificación que los bonos de la República de Colombia en ese momento según S&P y Fitch, y un nivel menor según Moodys.

⁵⁷ Con excepción de las valoraciones de Panamá (2001) y Perú (2002) realizadas por VB&P. Sin embargo, estas utilizan la misma metodología que Stern & Stewart.

⁵⁸ EVA es marca registrada de la firma Stern&Stewart.

principal de la gerencia basada en la creación de valor y para efectos de compensación salarial de los niveles ejecutivos del GEB.

La metodología de cálculo del WACC corresponde a los planteamientos clásicos de Modigliani y Miller⁵⁹ que datan de 1950, pero que aún son plenamente aceptados en los mercados de capitales. La estimación de los rendimientos esperados por los inversionistas (costo del patrimonio) se hace a través del modelo “*Capital Asset Pricing Model*”, desarrollado hace más de 30 años por Black, Jensen y Scholes⁶⁰.

Según lo anterior, las variables fundamentales que se han tenido en cuenta para el cálculo del WACC del GEB son el costo de la deuda (K_d), que incluye instrumentos como créditos bancarios y bonos ordinarios, el costo del patrimonio (K_e), la relación deuda a patrimonio (D/P) y la tasa de impuesto sobre la renta (T_x).

Para estimar el costo del patrimonio (K_e) se consideran variables como la tasa libre de riesgo (R_f), el rendimiento medio del mercado (R_m), el coeficiente β y la tasa de riesgo país (R_p). Según lo anterior, el WACC corresponde a:

$$WACC = \frac{K_d \times (1 - T_x) \times D}{D + P} + \frac{K_e \times P}{D + P} \text{ donde además:}$$

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta + R_p$$

R_f : promedio de los últimos 12 meses del rendimiento de los bonos del tesoro americano.

R_m estándar de Stern&Stew art calculado a partir de series históricas (30 años) del mercado americano.

R_p : diferencia en el “yield” entre los bonos soberanos a 15 años de cada país y los bonos del tesoro americano con el mismo plazo.

⁵⁹ Modigliani, F. y M.H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. En: *American Economic Review*. 1958.

⁶⁰ Black, F., Jensen, M. y Scholes, M. The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. 1972.

Tx: tasa de impuesto sobre la renta. En Ecuador y Perú incluye la tasa de participación de trabajadores sobre las utilidades, en la medida que los gastos financieros son deducibles para este propósito.

β : calculado por Stern&Stewart con base el comportamiento histórico del precio y rentabilidad de las acciones de una compañía en particular y la rentabilidad de la industria de bebidas.

La fuente que ha utilizado Stern&Stewart para toda la información anterior es Bloomberg.

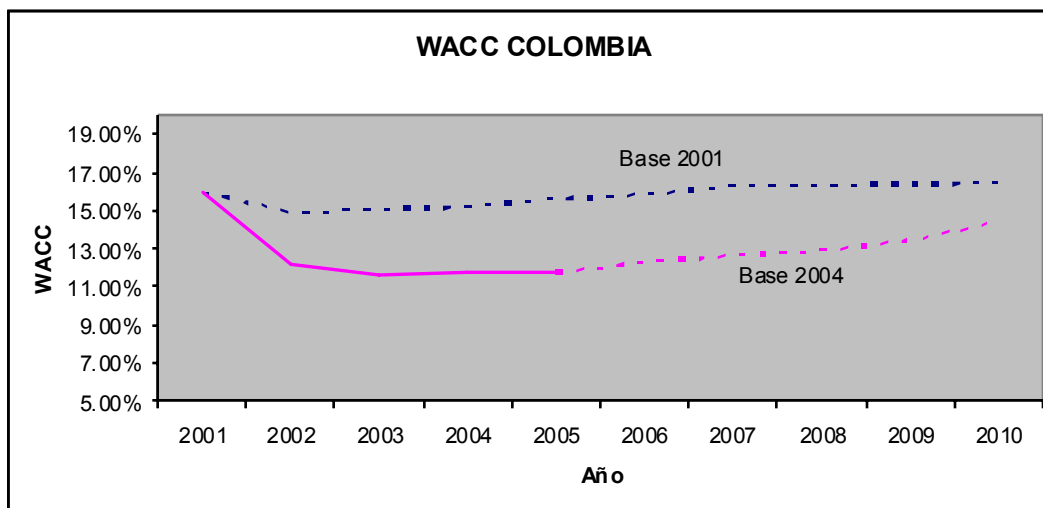
5.3 Evolución histórica del WACC en el GEB

Para entender el comportamiento histórico del WACC en cada país, se han construido las gráficas que se observan a continuación y que tienen las siguientes características:

- **WACC Base 2001:** expectativa de comportamiento del WACC desde el año 2002 en adelante, con base en las variables conocidas en el año 2001. Todas las variables proyectadas se asumen constantes e iguales a las del año base, con excepción de la relación deuda / patrimonio, que cambia cada año ("rolling WACC").
- **WACC Base 2004:** la línea continua muestra el WACC calculado con base en resultados históricos entre los años 2002 y 2004. La línea punteada, desde el año 2005 en adelante, muestra el WACC esperado con base en las variables conocidas en el año 2004 que se asumen constantes en adelante. Solamente cambia cada año la relación deuda / patrimonio.

5.3.1 Resultados Colombia

Gráfica 10 Resultados Colombia



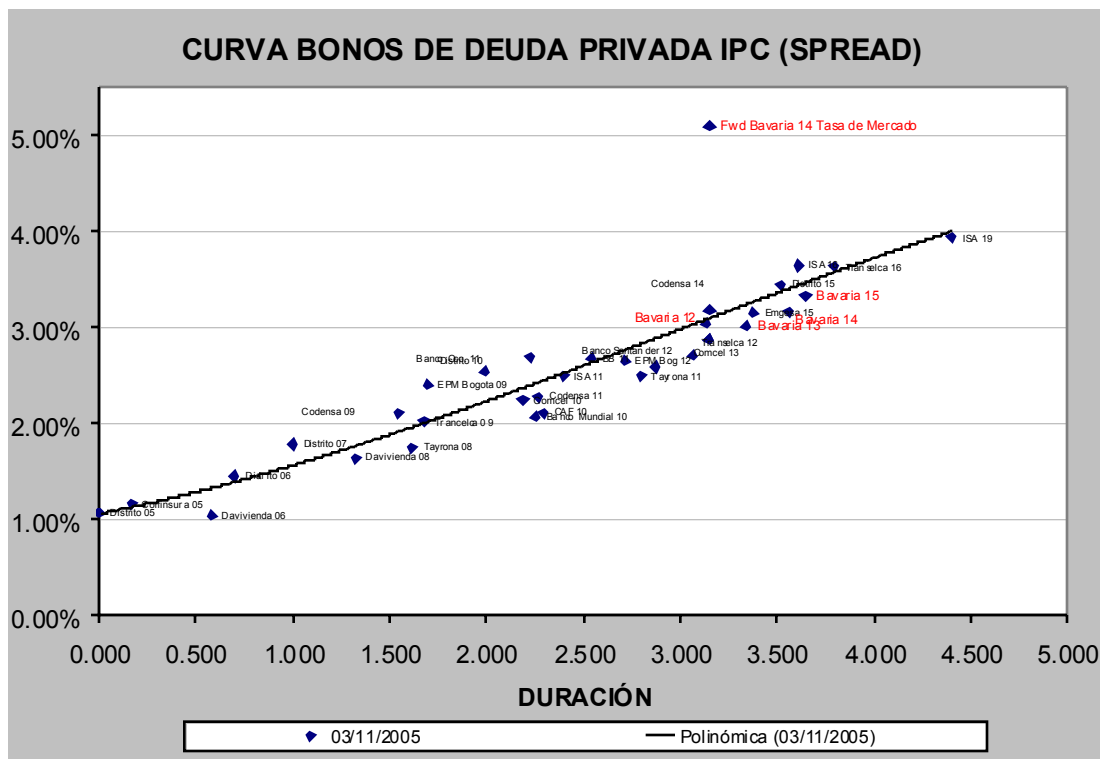
En el caso de Colombia, la expectativa en el año 2001 era un WACC que decrecería ligeramente entre los años 2002 y 2003, con el incremento en el nivel de apalancamiento financiero, pero que luego se mantendría constante o incluso creciente al repagarse la deuda. La realidad del período 2002 – 2004 es que frente a lo esperado, ocurrieron varias diferencias favorables que generan una brecha en las proyecciones:

- El nivel de apalancamiento fue sustancialmente mayor porque el ritmo de ejecución del programa de adquisiciones internacionales fue más rápido que el previsto⁶¹. En realidad la relación D/P obtenida fue cercana al 120% en promedio, cuando solo se esperaba 73% en promedio.
- El costo de la deuda financiera proyectado era del 14% en promedio y en realidad se lograron tasas muy inferiores, gracias a las cobcaciones de bonos ordinarios en el mercado colombiano en condiciones muy favorables y a la obtención de fondos por créditos y bonos en dólares en un contexto macroeconómico de revaluación del peso. Como resultado,

⁶¹ El conflicto que se presentó en julio del 2002 con Cervecerías Polar, por la compra que el GEB hizo del 24.5% de Backus, obligó a comprar un segundo paquete de acciones en diciembre del mismo año.

la tasa media de los créditos estuvo entre el 7.5% y 8.0% en pesos. A continuación se presenta una gráfica de un informe de mercado de la firma Correal⁶², donde se observa que la tasa de los bonos ordinarios de Bavaria en Colombia son menores que las tasas de otros instrumentos en el mercado. Los bonos en pesos representaban cerca del 30% de la deuda total de Bavaria en el año 2004:

Gráfica 11 TES vs. bonos Bavaria

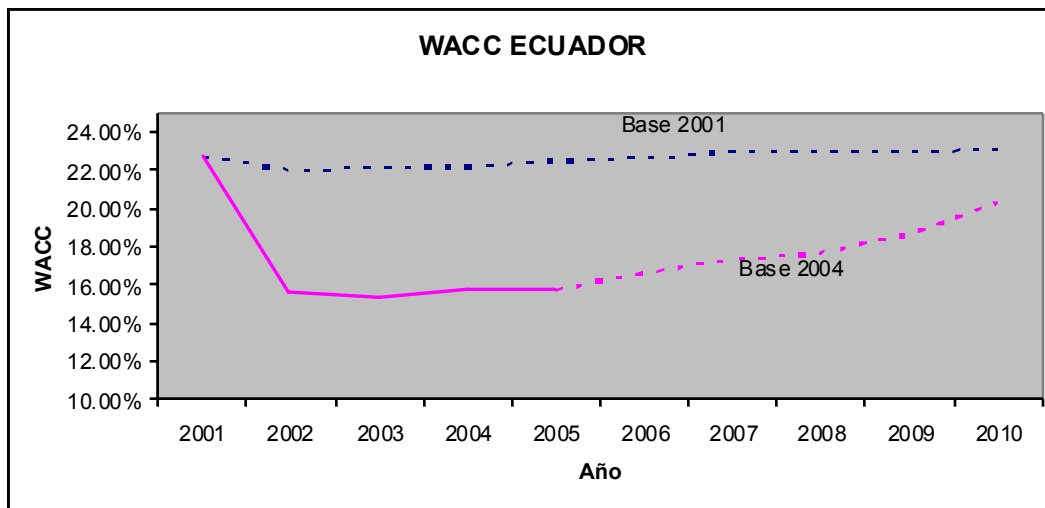


- De igual manera, la prima por riesgo país ha declinado, con una reducción de 65 bps al pasar de 6.60% en el año 2001, a 5.95% en el año 2004.
- Como se mencionó, es importante resaltar que como estrategia para reducir el perfil de riesgo crediticio, la deuda se ha ido concentrando en la matriz, Bavaria S.A. y disminuyendo en las subsidiarias.

⁶² Correal S.A., Sociedad Comisionista de Bolsa, Informe de Mercado, Enero 2005.

5.3.2 Resultados Ecuador

Gráfica 12 Resultados Ecuador

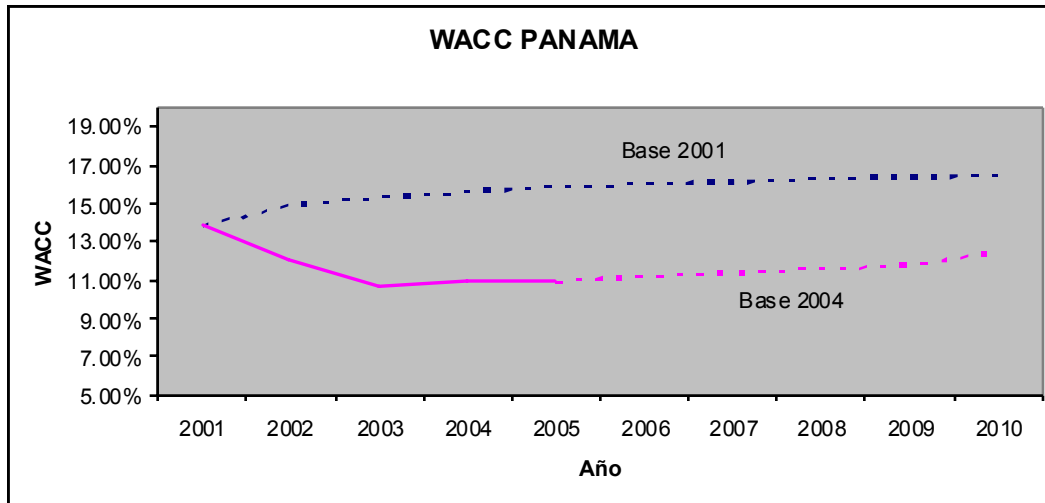


Al igual que en Colombia, el WACC histórico en Ecuador 2002 – 2004 fue inferior al proyectado (base 2001) por motivos como:

- Las compañías de Ecuador se beneficiaron tanto del apalancamiento financiero corporativo como de las menores tasas de interés obtenidas por la matriz. En efecto, el costo de capital de Ecuador en realidad se estimó con una relación deuda a patrimonio media de 120% en lugar del 73% esperado. De igual manera, tenía acceso a deuda con un costo menor al 8% en promedio, frente al histórico que se ubicaba por encima del 20% en dólares.
- Igual que en el caso de Colombia, Ecuador se benefició del descenso en las tasas de los bonos del tesoro americano en 66 bps.
- Las demás variables como el beta del negocio, la prima de mercado, la prima por riesgo país y la tasa de impuesto de renta no sufrieron cambios durante el período de estudio.

5.3.3 Resultados Panamá

Gráfica 13 Resultados Panamá

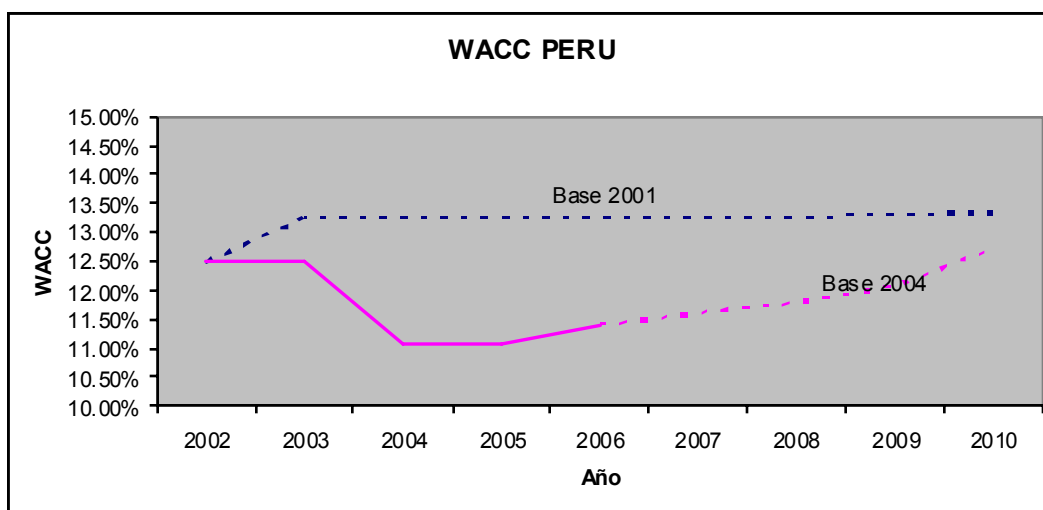


El WACC realmente obtenido en Panamá fue menor al esperado por razones como:

- Las compañías de Panamá, desde que se integraron al GEB en el año 2002, comenzaron a percibir los beneficios del apalancamiento financiero conglomerado. La relación D/P, que Panamá como entidad independiente era de 30% en promedio, subió a 120% en promedio.
- Esta ventaja se vio opacada en parte porque las tasas de interés de los créditos del GEB resultaron mayores en 150 bps que las tasas históricas que las compañías de Panamá obtenían con la banca local.
- Los comentarios hechos para Colombia y Ecuador en relación a la tasa libre de riesgo aplican también a Panamá, generando un beneficio adicional en el costo de capital.
- La prima por riesgo país proyectada (base 2001) era de 5.2% en promedio y en realidad estuvo en 3.7% en promedio entre los años 2002 y 2004.
- Las demás variables como el beta del negocio, la prima de mercado y la tasa de impuestos no presentan diferencias entre lo esperado y lo realmente obtenido.

5.3.4 Resultados Perú

Gráfica 14 Resultados Perú



Al igual que en los otros países, el WACC histórico realmente obtenido resultó menor al proyectado (base 2002) por las siguientes razones:

- Perú se integra al Grupo desde el año 2003. Por esta razón se beneficia del apalancamiento financiero del conglomerado que era de 128% frente al 100% que traía Perú en el año 2002.
- Las tasas de créditos de Perú como entidad independiente eran del orden de 8.4% en dólares. Con su integración al conglomerado desde el año 2002, Perú se benefició de tasas de créditos entre el 7.5% y 8.0% en promedio en dólares.
- La prima por riesgo país muestra una disminución importante en el año 2004 del orden de 55 bps al reducirse a 3.75%.
- Las demás variables como el beta operativo, la prima de mercado y la tasa de impuesto de renta no presentan diferencias importantes entre las esperadas y las obtenidas.

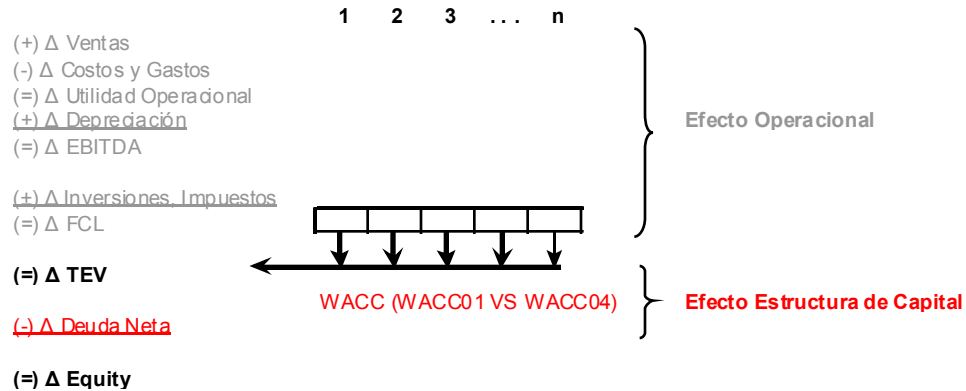
5.4 Estimación de la creación de valor por estructura de capital

Como se mencionó anteriormente, las sinergias por estructura de capital se originan en los diferenciales de costo de capital al comparar el WACC calculado en el año 2001, con el WACC calculado en el año 2004. Como se ha explicado, el comportamiento real de las variables que componen el WACC ha diferido de las estimaciones iniciales, generando una brecha importante.

Por otro lado, desde el punto de vista de los accionistas, la optimización de la estructura de capital ha significado una menor participación relativa de sus intereses sobre el total de activos, en la medida que la deuda financiera se ha incrementado.

Para efectos de la medición de la creación de valor para los accionistas, por estructura de capital, se ha identificado el impacto individual de cambios en las variables que componen el WACC, así como el impacto del mayor endeudamiento, según se observa en la siguiente gráfica:

Gráfica 15 Estructura de capital

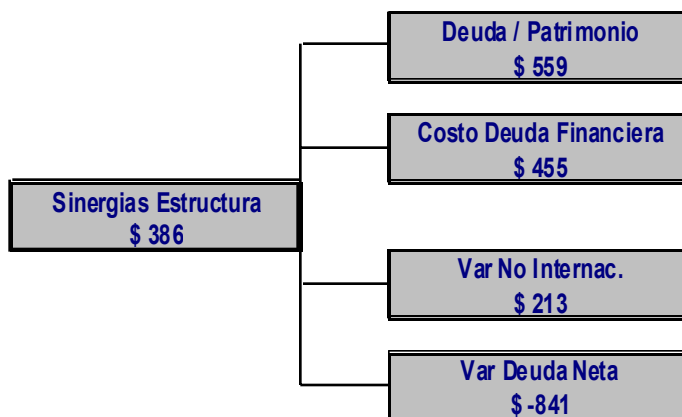


Las variables que componen el WACC y que razonablemente se pueden asociar al proceso de expansión internacional del GEB son la relación Deuda / Patrimonio y el costo de la deuda. Otras variables como la tasa libre de riesgo, la prima de mercado y la tasa de impuestos son variables exógenas al negocio de bebidas y por lo tanto escapan del alcance de las decisiones empresariales.

Es discutible si beneficiarse de mejoras en la prima de riesgo país es atribuible al proceso de expansión internacional. La diversificación geográfica, en particular en países con perfiles de riesgo decrecientes, puede ser una decisión empresarial. En el caso del GEB, la decisión de invertir en países como Panamá y Perú obedeció más a razones de mercado y afinidad cultural, antes que a un monitoreo de economías de bajo riesgo. Por esta razón, los beneficios obtenidos por este motivo no se atribuirán al proceso de expansión internacional del GEB.

De acuerdo a lo anterior, las cifras arrojan los siguientes resultados:

Gráfica 16 Sinergias por estructura de capital



La mejora en la relación deuda a patrimonio, tanto por el mayor apalancamiento de la matriz, como por la integración de Panamá y Perú a un conglomerado apalancado, genera un valor aproximado de US\$559 millones.

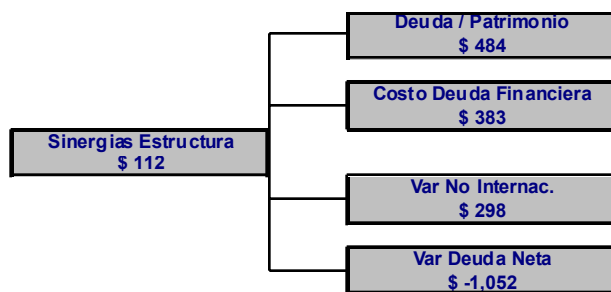
De igual manera, la reducción histórica en el costo marginal de la deuda, así como la sustitución de deuda de las subsidiarias por la de la matriz, explica aproximadamente US\$455 millones.

Otras variables, en particular la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo país, que se reducen entre los años 2001 y 2004, explican aproximadamente US\$213 millones. Finalmente, la deuda neta se incrementa en el período en US\$841 millones, disminuyendo los intereses de los accionistas. Como

resultado combinado, se tiene una creación de valor para los accionistas del orden de US\$386 millones, atribuibles a los cambios en la estructura de capital del GEB.

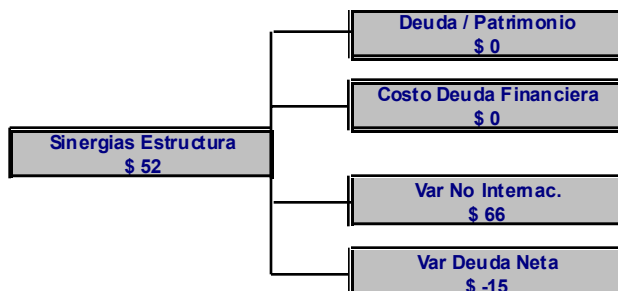
Por países se observa lo siguiente:

Gráfica 17 Sinergias estructura: Colombia



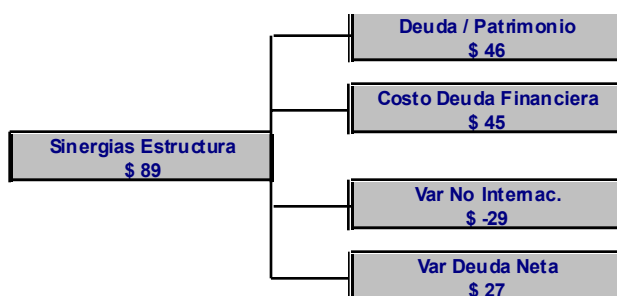
Colombia genera US\$112 millones por estructura, aportando sustancialmente al beneficio total por mejora en la relación D/P, así como por la disminución del costo de la deuda. Llama la atención que a pesar de que la matriz cargó con el peso del apalancamiento, la mejora en las variables del WACC generó un valor superior a la variación en la deuda neta.

Gráfica 18 Sinergias estructura. Ecuador



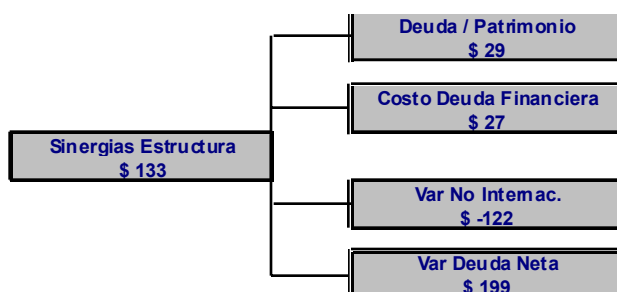
Ecuador prácticamente no genera ningún beneficio por apalancamiento. El valor creado se explica principalmente por la reducción en la tasa libre de riesgo así como en la prima de riesgo país.

Gráfica 19 Sinergias estructura: Panamá



En el caso de Panamá, la mejora en la estructura de capital se explica por integrarse al conglomerado y adoptar la misma relación D/P, así como por tener acceso a menores tasas de crédito. También se observa beneficio por la sustitución de deuda por parte de la matriz.

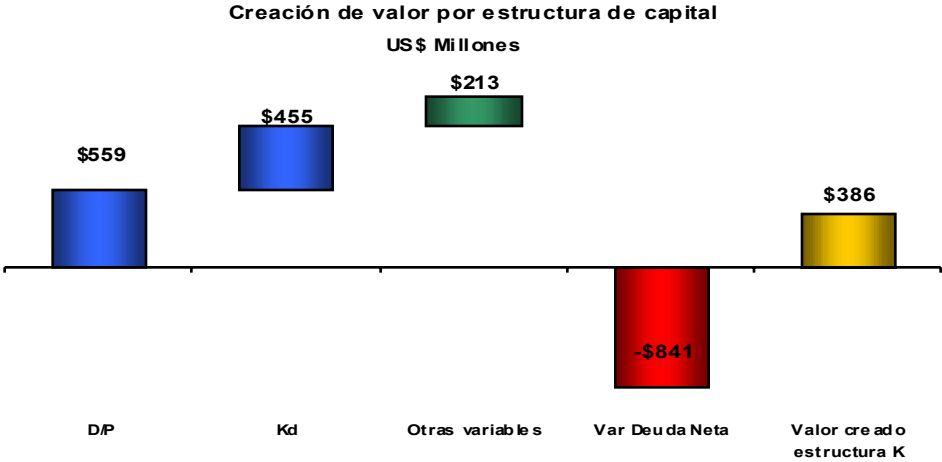
Gráfica 20 Sinergias estructura: Perú



En Perú, se aprecian beneficios relativamente pequeños por integrarse al conglomerado y por el acceso a tasas marginales algo más bajas que las históricas. El efecto más importante se deriva de la sustitución, en cabeza de la matriz del GEB, de buena parte de la deuda de Backus.

En términos agregados, como lo ilustra la gráfica, se observa que del total del valor creado por la estrategia de optimización de estructura de capital, cerca de US\$1,015 millones se explican por variable asociadas al proceso de expansión internacional. Si embargo, dado que el análisis se hace desde la perspectiva de los accionistas y que para optimizar la estructura se incurrió en deuda neta adicional por US\$841 millones, el impacto final neto atribuible a la expansión es de US\$174 millones. El resto, es decir US\$213 millones, se explica por razones diferentes.

Gráfica 21 Creación de valor por estructura de capital



CONCLUSIONES

La industria cervecera a nivel mundial ha tenido en la última década un acelerado proceso de consolidación que ha ocasionado que en la actualidad más del 65% de la producción mundial se encuentre concentrada en los primeros 20 grupos cerveceros del mundo. El caso latinoamericano no ha estado ajeno a esta situación y en el año 2004 el 70% de la producción local estaba concentrada en los cuatro principales grupos cerveceros de la región (InBev, FEMSA, Grupo Modelo y SABMiller-GEB).

Ante esta situación, el GEB emprendió desde el año 2000 un agresivo proceso de crecimiento internacional que lo llevó a adquirir en el año 2001 la más importante compañía cervecera de Panamá y en el 2002 el grupo cervecero más importante del Perú. Lo anterior representó para el GEB pasar a ser el segundo mayor productor de cerveza de Latinoamérica. Este crecimiento representó en términos de valor pasar de US \$ 296 Millones de EBITDA en el año 2000 a US \$ 797 en el 2004, lo que refleja la importancia de este proceso.

Ante la anterior situación, surge el interrogante de si este proceso de crecimiento internacional ha generado o no valor económico para los accionistas del GEB. Para resolver esta inquietud, el trabajo realizado formuló la hipótesis de que este proceso si ha generado valor mediante las sinergias que estas adquisiciones generaron dentro del GEB.

La metodología utilizada consistió en tomar como base los conceptos aprendidos en el curso de finanzas corporativas y, en especial, lo relacionado con las sinergias que se presentan típicamente en las fusiones y adquisiciones y que se manifiestan en los diferentes rubros de Ingresos, costos, estructura de capital y ganancias de tipo fiscal. Otro instrumento clave en el proceso de

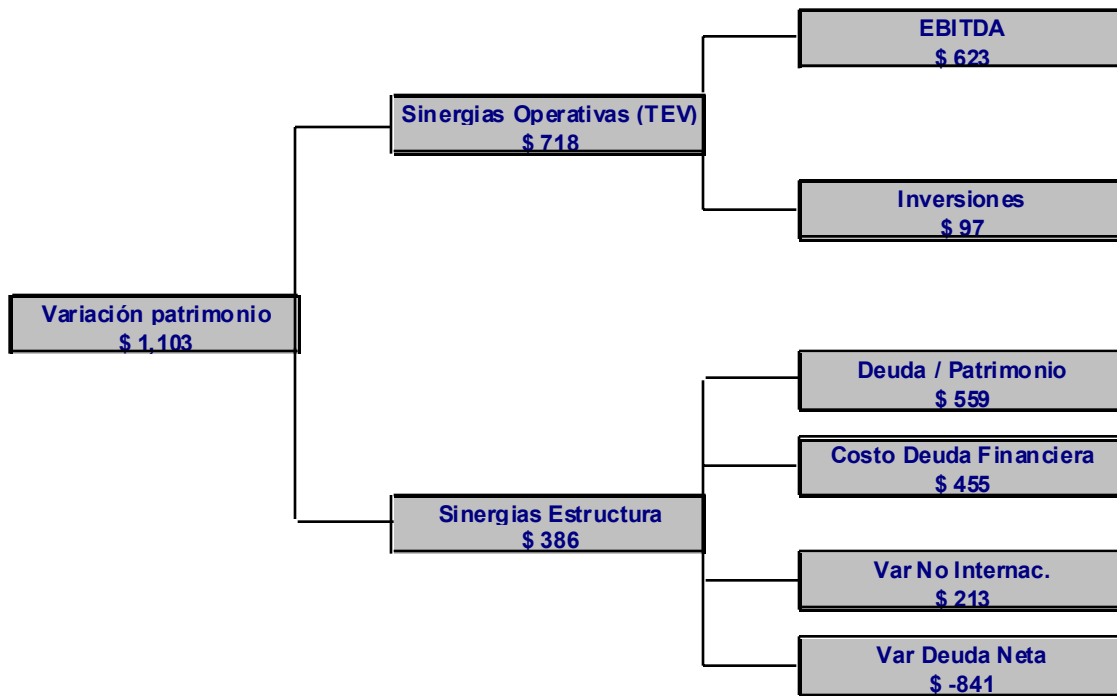
evaluación fue el flujo de caja libre que permitió expresar el valor de las compañías a precios de mercado, así como el CAPM con el que se calcularon los diferentes WACC utilizados en el proceso y que reflejaron los cambios en la estructura de capital.

El trabajo de valoración y cuantificación de las posibles sinergias que se pudieron obtener en el proceso de internacionalización del GEB se efectuó mediante la comparación detallada de cada uno de los estados financieros (balance general, estado de pérdidas y ganancias y flujo de caja libre) y determinando los posibles elementos que permitieran explicar la generación o destrucción de valor en este proceso. Para lograr lo anterior, se tomaron las proyecciones financieras que habían en ese momento del tiempo para el año inicial del estudio (2001 para el caso de Colombia, Ecuador y Panamá y 2002 para Perú) y las comparamos con las proyecciones financieras que se tenían en el año 2004, año final de comparación.

Con el resultado final de estas comparaciones se procedió a analizar en detalle las principales diferencias entre las dos valoraciones y se procedió a explicar las razones de las mismas y a determinar cuáles de ellas obedecían exclusivamente a factores relacionados al proceso de internacionalización y cuáles no.

De acuerdo a los resultados obtenidos, se valida la hipótesis según la cual el proceso de internacionalización si ha creado valor económico a los accionistas. En efecto, como se observa en la gráfica, las sinergias operativas, que principalmente se derivaron del intercambio de mejores prácticas entre países a través de los comités funcionales, contribuyeron con US\$718 millones.

Las variables asociadas con la estructura de capital, como son la relación deuda a patrimonio y costo de la deuda, que se afectaron por el proceso de expansión internacional, aportan US \$173 millones a los accionistas, después de descontarse el incremento en la deuda neta. En total, se puede afirmar que el proceso de internacionalización le ha generado valor a los accionistas por aproximadamente US \$890 millones.



Se puede afirmar que el proceso de integración posterior a las adquisiciones se realizó de una manera eficiente, si se tiene en cuenta que la mayor parte del valor creado se deriva de la transferencia de mejores prácticas entre países. Como se mencionó anteriormente, cerca del 50% de las fusiones y adquisiciones no son capaces de generar retornos superiores al costo de capital, por fallas en la integración.

Gran parte del éxito se debió a una adecuada combinación de estrategias, como la de optimización de la estructura de capital, el mejoramiento de la plataforma productiva, la administración basada en la creación de valor, la orientación de la empresa al mercadeo y el desarrollo integral de las personas. La combinación de ellas en el momento oportuno permitió que unas apalancaran a otras.

La implementación de la estrategia de crecimiento internacional, en particular sustentado por un alto apalancamiento financiero, trae consigo mayores riesgos, que deben ser cuidadosamente evaluados y administrados. En este caso, se observa que se sortearon exitosamente porque se monitorearon permanentemente y se tomaron medidas de manera oportuna.

Por último, en un mundo globalizado, las compañías no pueden ser ajenas a las tendencias de los mercados y de las industrias. El GEB leyó los mensajes del entorno de manera oportuna lo cual le permitió reaccionar a tiempo y fortalecer su posición estratégica en la región ante la erbestida de los grandes grupos cerveceros. El feliz término de esta etapa se refleja precisamente en el acuerdo de fusión celebrado recientemente con SAB Miller, que es el tercer jugador mundial en la industria de cervezas, lo que le permite al GEB dar un salto a las grandes ligas y mejorar las posibilidades de crecimiento en la industria.

BIBLIOGRAFÍA

Grupo Empresarial Bavaria

Grupo Empresarial Bavaria. Informe Anual Grupo Empresarial Bavaria, 2001.

Grupo Empresarial Bavaria. Informe Anual Grupo Empresarial Bavaria, 2002.

Grupo Empresarial Bavaria. Informe Anual Grupo Empresarial Bavaria, 2003.

Grupo Empresarial Bavaria. Informe Anual Grupo Empresarial Bavaria, 2004.

Bavaria S.A. Informe Anual Bavaria, 2001.

Bavaria S.A. Informe Anual Bavaria, 2002.

Bavaria S.A. Informe Anual Bavaria, 2003.

Bavaria S.A. Informe Anual Bavaria, 2004.

Bavaria S.A. Prospecto de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios, 2002.

Bavaria S.A. Offering Memorandum, 2003.

Bavaria S.A. Prospecto Programa de Emisión y Colocación, 2004.

Grupo Empresarial Bavaria. Vicepresidencia de manufactura.

Grupo Empresarial Bavaria. Vicepresidencia de Logística.

Grupo Empresarial Bavaria. Vicepresidencia Financiera.

Memoria Año 2002, Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

Memoria Año 2004, Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

Libros

Ross, Westerfield y Jaffe. (2000). Corporate Finance. McGraw -Hill, Bogotá, p. 898.

Weston, John Frederick Finanzas en administración. México : McGraw -Hill, c1993.

Andrade, Luis Fernando. (2002). Revista Dinero. Bogotá, p. 74.

Norton, Leslie. (2003). Why the latest corporate unions carry great risk

Cornell, Bradford. Corporate Valuation: Tools for effective appraisal and decision making. N.Y., McGraw-Hill Companies, Inc. 1993.

Artículos

Coppeland, Tom; Koller, Tim and Murrin Jack. Valuation. Measuring the Value of Companies. McKinsey & Company, Inc, N.Y. John Wiley and Sons, Inc, 1994.

Modigliani, F. y M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. En: American Economic Review . 1958.

Black, F., Jensen, M. y Acholes, M The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. 1972.

Reportes

Canadean, Global Beer Report, 2002 Edition.

Canadean. Global Beer Report 2003. Octubre 2003

Canadean. Global Beer Report 2004. Octubre 2004.

Internet

Damodaran. Research & Papers. Value Enhancement: Back to Basics.
Disponible en internet: www.damodaran.com

Bloomberg

Artículos

Coppeland, Tom; Koller, Tim and Murrin Jack. Valuation. Measuring the Value of Companies. McKinsey & Company, Inc, N.Y. John Wiley and Sons, Inc, 1994.

Modigliani, F. y M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. En: American Economic Review . 1958.

Black, F., Jensen, M. y Acholes, M The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. 1972.

Reportes

Canadean, Global Beer Report, 2002 Edition.

Canadean. Global Beer Report 2003. Octubre 2003

Canadean. Global Beer Report 2004. Octubre 2004.

Internet

Damodaran. Research & Papers. Value Enhancement: Back to Basics.
Disponible en internet: www.damodaran.com

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 World Top 20 Brewer, 1998-2003.....	10
Tabla 2 World Consumption of Beer by Continent 1998-2009F	10
Tabla 3 Central & South America. Beer consumption by Region/Country 1998-2009F	14
Tabla 4 Inversiones más importantes del GEB en el sector cervecero entre 1982 y 2003	15
Tabla 5 Colombia: valoraciones	37
Tabla 6 Ecuador: valoraciones	38
Tabla 7 Panamá Valoración	40
Tabla 8 Perú: valoración	42
Tabla 9 resumen	44
Tabla 10 Ingresos estimados 2001 vs. 2004 (valores en US \$ de 2004).....	47
Tabla 11 Costo de Ventas estimado 2001 vs. 2004 (valores en US \$ 2004)	49
Tabla 12 EBITDA estimado 2001 vs. 2004 (valores en US \$ 2004)	51
Tabla 13 Costo total de Logística US \$ / Htl.....	52
Tabla 14 Flujo de caja libre estimado 2004 versus 2001 (valores 2004)	54

LISTA DE GRÁFICAS

Gráfica 1 Perfil demográfico y consumo per cápita por regiones	9
Gráfica 2 Proyecciones 2001-2004	32
Gráfica 3 Distribución	39
Gráfica 4 Backus Perú	40
Gráfica 5 Transacciones recientes – múltiplos EBITDA	43
Gráfica 6 Estructura de capital 2001-2004	55
Gráfica 7 Operaciones de deuda	56
Gráfica 8 Cambio en el perfil de monedas, tasas y plazos	58
Gráfica 9 Intereses/EBIT e intereses / FCL	59
Gráfica 10 Resultados Colombia	64
Gráfica 11 TES vs. bonos Bavaria	65
Gráfica 12 Resultados Ecuador	66
Gráfica 13 Resultados Panamá	67
Gráfica 14 Resultados Perú	68
Gráfica 15 Estructura de capital	69
Gráfica 16 Sinergias por estructura de capital	70
Gráfica 17 Sinergias estructura: Colombia	71
Gráfica 18 Sinergias estructura: Ecuador	71
Gráfica 19 Sinergias estructura: Panamá	72
Gráfica 20 Sinergias estructura: Perú	72
Gráfica 21 Creación de valor por estructura de capital	73

LISTADE MAPAS

Mapa 1 Mercado Latinoamericano de cerveza 1990	11
Mapa 2 Mercado Latinoamericano de cerveza 2004	13

ANEXOS

Anexo 1 Sinergias eficiencia operacional Colombia 2004 Vs. 2001	85
Anexo 2 Sinergias eficiencia operacional Ecuador 2004 Vs. 2001	86
Anexo 3 Sinergias eficiencia operacional Panamá 2004 Vs. 2001	87
Anexo 4 Sinergias eficiencia operacional Perú 2004 Vs. 2002.....	88

Anexo 1 Sinergias eficiencia operacional Colombia 2004 Vs. 2001

	2001	2004	Growth %	Difference
WACC (2001)	15,90%			
Sales - volume (Hls)				
Beer	73.015.678	83.409.563	14,2%	10.393.886
Malta	9.361.341	10.968.104	17,2%	1.606.763
Water	7.975.967	12.396.225	55,4%	4.420.257
Juice	3.392.881	3.464.677	2,1%	71.797
Third party sales	93.745.867	110.238.569	17,6%	16.492.703
Intercompany sales	28.095.965	0	-100,0%	-28.095.965
Malt (Tons)	1.080.763	0	-100,0%	-1.080.763
(USD Millions)				
Revenues	5.599,8	6.937,5	23,9%	1.337,6
Variable costs	1.603,1	1.325,1	-17,3%	-278,1
Fixed costs	516,7	611,3	18,3%	94,6
D & A and non-cash charges (manufacturing related)	268,6	238,6	-11,2%	-30,0
COGS	2.388,5	2.175,0	-8,9%	-213,5
Gross profit	3.211,4	4.762,5	48,3%	1.551,1
Freight & transportation costs	403,3	524,5	30,1%	121,2
Marketing and advertising costs	352,6	450,5	27,8%	97,9
Other selling expenses	294,8	548,3	86,0%	253,5
General & Administrative expenses	200,2	276,2	37,9%	75,9
D & A and non-cash charges (S,G&A related)	404,9	340,9	-15,8%	-64,0
EBIT	1.555,6	2.622,1	68,6%	1.066,6
EBITDA	2.229,0	3.201,6	43,6%	972,5
Non-operating income	118,6	-69,0	-158,2%	-187,5
Received dividends	200,2	508,1	153,8%	307,9
Interest expenses	397,5	686,6	72,7%	289,1
M.C. (inflation adjustment)	-191,6	-13,3	-93,1%	178,4
Taxes	455,9	789,2	73,1%	333,3
Net income (before minority interest)	829,3	1.572,1	89,6%	742,8
Minority Interest	129,4	345,8	167,2%	216,4
Consolidated Net Income	699,9	1.226,3	75,2%	526,4
EBITDA	2.229,0	3.201,6	43,6%	973
- Operating taxes	-477,3	-954,9	100,1%	-478
- Changes in working capital	-10,1	-3,2	-68,4%	7
- Deferred assets increase	-98,5	-122,7	24,6%	-24
- CAPEX	-214,7	-219,1	2,1%	-4
- Bottles and cases	-95,1	-177,7	86,8%	-83
= Free Cash Flow	1.333,3	1.724,0	29,3%	391

Anexo 2 Sinergias eficiencia operacional Ecuador 2004 Vs. 2001

	2001	2004	Growth %	Difference
WACC (2001)	22,68%			
Sales - volume (Hls)				
Beer	10.849.474	13.322.079	22,8%	2.472.604
Malta	366.398	463.512	26,5%	97.114
Water	0	1.244.232	N.A.	1.244.232
Juice	0	0	N.A.	0
Third party sales	11.215.872	15.029.823	34,0%	3.813.951
Intercompany sales	0	0	N.A.	0
Malt (Tons)	11.215.872	0	-100,0%	-11.215.872
(USD Millions)				
Revenues	640,3	709,0	10,7%	68,7
Variable costs	122,5	120,5	-1,7%	-2,0
Fixed costs	46,9	38,4	-18,1%	-8,5
D & A and non-cash charges (manufacturing related)	24,8	18,6	-24,9%	-6,2
COGS	194,2	177,5	-8,6%	-16,7
Gross profit	446,1	531,5	19,1%	85,4
Freight & transportation costs	0,0	0,4	N.A.	0,4
Marketing and advertising costs	39,0	53,5	37,4%	14,6
Other selling expenses	10,1	25,2	150,4%	15,1
General & Administrative expenses	37,6	53,7	42,8%	16,1
D & A and non-cash charges (S,G&A related)	12,0	9,4	-21,8%	-2,6
EBIT	347,5	389,3	12,0%	41,8
EBITDA	384,3	417,3	8,6%	33,0
Non-operating income	-7,6	-15,9	109,5%	-8,3
Received dividends	0,0	1,5	N.A.	1,5
Interest expenses	0,0	0,0	N.A.	0,0
M.C. (inflation adjustment)	0,0	0,0	N.A.	0,0
Taxes	85,0	103,4	21,7%	18,5
Net income (before minority interest)	254,9	271,5	6,5%	16,6
Minority Interest	0,0	31,1	N.A.	31,1
Consolidated Net Income	254,9	240,4	-5,7%	-14,5
EBITDA	384,3	417,3	8,6%	33,0
- Operating taxes	-86,9	-107,0	23,2%	-20,1
- Changes in working capital	5,1	0,3	-95,0%	-4,8
- Deferred assets increase	0,0	0,0	N.A.	0,0
- CAPEX	-49,5	-35,2	-28,9%	14,3
- Bottles and cases	0,0	-8,1	N.A.	-8,1
= Free Cash Flow	253,1	267,2	5,6%	14,1

Anexo 3 Sinergias eficiencia operacional Panamá 2004 Vs. 2001

	2001	2004	Growth %	Difference
WACC (2001)	13.08%			
Sales - volume (Hls)				
Beer	5.549.117	7.424.345	33,8%	1.875.227
Malta	0	0	N.A.	0
Water	0	0	N.A.	0
Juice	3.255.088	5.782.163	77,6%	2.527.075
Third party sales	8.804.206	13.206.507	50,0%	4.402.302
Intercompany sales	32.551	0	-100,0%	-32.551
Malt (Tons)	0	0	N.A.	0
(USD Millions)				
Revenues	1.353,0	926,2	-31,5%	-426,7
Variable costs	742,1	280,2	-62,2%	-461,9
Fixed costs	36,4	43,2	18,5%	6,7
D & A and non-cash charges (manufacturing related)	51,4	28,9	-43,7%	-22,5
COGS	829,9	352,3	-57,5%	-477,6
Gross profit	523,1	573,9	9,7%	50,8
Freight & transportation costs	0,0	23,4	N.A.	23,4
Marketing and advertising costs	111,5	69,5	-37,7%	-42,0
Other selling expenses	0,0	151,1	N.A.	151,1
General & Administrative expenses	220,6	50,2	-77,2%	-170,3
D & A and non-cash charges (S,G&A related)	49,5	58,9	18,9%	9,4
EBIT	141,5	220,8	56,1%	79,3
EBITDA	242,4	308,6	27,3%	66,2
Non-operating income	15,5	-12,9	-183,1%	-28,4
Received dividends	0,0	0,0	N.A.	0,0
Interest expenses	10,3	4,1	-59,8%	-6,1
M.C. (inflation adjustment)	0,0	0,0	N.A.	0,0
Taxes	-2,0	59,8	-3051,5%	61,8
Net income (before minority interest)	138,1	144,0	4,3%	5,9
Minority Interest	0,0	-0,4	N.A.	-0,4
Consolidated Net Income	138,1	144,4	4,5%	6,3
EBITDA	257,8	308,6	19,7%	51
- Operating taxes	-37,4	-64,5	72,5%	-27
- Changes in working capital	-18,0	-3,3	-81,7%	15
- Deferred assets increase	0,0	-5,7	N.A.	-6
- CAPEX	-54,2	-53,4	-1,4%	1
- Bottles and cases	0,0	-28,3	N.A.	-28
= Free Cash Flow	148,2	153,3	3,5%	5

Anexo 4 Sinergias eficiencia operacional Perú 2004 Vs. 2002

	2002	2004	Growth %	Difference
WACC (2001)	11.84%			
Sales - volume (Hls)				
Beer	42.809.869	44.074.847	3,0%	1.264.979
Malta	0	4.070.772	N.A.	4.070.772
Water	0	1.407.573	N.A.	1.407.573
Juice	0	0	N.A.	0
Third party sales	42.809.869	49.553.192	15,8%	6.743.324
Intercompany sales	43.772.762	0	-100,0%	-43.772.762
Malt (Tons)	0	0	N.A.	0
(USD Millions)				
Revenues	3.974,9	2.777,8	-30,1%	-1.197,1
Variable costs	1.303,1	572,2	-56,1%	-730,9
Fixed costs	197,6	243,2	23,1%	45,6
D & A and non-cash charges (manufacturing related)	199,5	181,6	-9,0%	-17,9
COGS	1.700,2	996,9	-41,4%	-703,3
Gross profit	2.274,7	1.780,9	-21,7%	-493,9
Freight & transportation costs	62,1	7,8	-87,4%	-54,3
Marketing and advertising costs	274,1	220,4	-19,6%	-53,7
Other selling expenses	271,2	134,3	-50,5%	-136,9
General & Administrative expenses	276,3	238,2	-13,8%	-38,0
D & A and non-cash charges (S,G&A related)	77,2	106,0	37,3%	28,8
EBIT	1.313,9	1.074,1	-18,3%	-239,8
EBIT DA	1.590,6	1.361,7	-14,4%	-228,9
Non-operating income	33,5	-11,3	-133,6%	-44,8
Received dividends	0,0	0,0	N.A.	0,0
Interest expenses	68,5	13,0	-81,0%	-55,5
M.C. (inflation adjustment)	0,0	0,0	N.A.	0,0
Taxes	470,4	398,2	-15,4%	-72,2
Net income (before minority interest)	808,5	651,6	-19,4%	-156,9
Minority Interest	13,3	28,7	115,4%	15,4
Consolidated Net Income	795,2	623,0	-21,7%	-172,3
EBIT DA	1.795,9	1.361,7	-24,2%	-434
- Operating taxes	-372,9	-322,2	-13,6%	51
- Changes in working capital	-166,5	-12,9	-92,3%	154
- Deferred assets increase	0,0	-28,4	N.A.	-28
- CAPEX	-364,2	-76,6	-79,0%	288
- Bottles and cases	0,0	-48,2	N.A.	-48
= Free Cash Flow	892,2	873,3	-2,1%	-19