



“VALORIZACIÓN DE UNIÓN DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.”

**Trabajo de Investigación presentado para
optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas**

Presentado por

Vicente Alberto Gonzales Campos

Jesus Antonio Lau Wong

Julio Angel Quintanilla Ramirez

Asesor: Jorge Eduardo Lladó

[0000-0003-0676-2666](tel:0000-0003-0676-2666)

Lima, julio del 2021

Resumen ejecutivo

El presente documento se realizó para emitir una opinión de compra o venta sobre las acciones de la empresa Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A. al cierre del año 2020; para ello, se requirió del entendimiento del negocio (historia, líneas de negocio, productos y cadena de valor en general), además de analizar a la industria, el posicionamiento competitivo de la empresa y los riesgos a los cuales se encuentra expuesta, además del análisis de la información financiera de los últimos once años (2010-2020).

Esto permitió proyectar resultados y determinar el valor de la compañía y su valor patrimonial bajo el método de flujo de caja descontado, el cual cuenta con la estimación de la tasa de descuento, proyecciones de variables como ventas, costos, inversiones de capital, capital de trabajo, etc., que nacieron de un análisis FODA cruzado, en base a proyecciones demográficas y de producción nacional. Como resultado, el valor de la acción de inversión de Backus (su clase más líquida en la BVL) fue de S/26.08 y el análisis de sensibilidad arroja un valor mínimo de S/21.60; así mismo, se confirmó que la acción se encontraría subvaluada (precio de mercado S/20.15 al cierre de diciembre) utilizando metodologías alternativas como la de múltiplos, por lo que la recomendación del presente trabajo de investigación es la de comprar la acción.

Finalmente, el desarrollo del análisis reveló hallazgos importantes, entre los más destacados están las características de mercado en monopolio de cervezas, su bajo ratio de apalancamiento financiero debido a que se financia con proveedores a corto plazo y sus altos indicadores de rentabilidad, liquidez y cobertura de intereses que le permiten obtener un excelente ciclo operativo.

Índice

Resumen ejecutivo.....	ii
Índice de tablas.....	iv
Índice de gráficos	v
Índice de anexos	vi
Introducción	viii
Capítulo I. Descripción del negocio.....	1
1.1. Descripción de la empresa	1
1.2. Accionariado y empresas relacionadas a Backus	1
1.3. Anheuser-Bush InBev	4
1.4. La acción en la Bolsa de Valores de Lima	5
1.5. Líneas de negocio y productos	7
1.5.1. Líneas de negocio	7
1.5.2. Productos.....	8
1.6. Operaciones y proceso productivo	9
1.6.1. Plantas de fabricación, centros de distribución y áreas geográficas	9
1.6.2. Proceso productivo	11
1.7. Cadena de valor	12
1.8. Factores organizativos y sociales	13
1.8.1. Gobierno corporativo	13
1.8.2. Entorno y responsabilidad social.....	14
Capítulo II. Análisis de macro ambiente, industria y posicionamiento competitivo de la empresa	14
2.1. Ambiente del exterior	14
2.1.1. Economía mundial.....	14
2.1.2. Mercado mundial de cerveza	16
2.2. Ambiente doméstico	19
2.2.1. Economía peruana.....	19
2.2.2. Mercado local de cerveza	20
2.2.3. Determinación de precios.....	23
2.2.4. Precios actuales.....	24
2.3. Análisis estructural de la industria	24
2.3.1. Análisis PESTEL	24
2.3.2. Las cinco fuerzas de Porter	25
2.4. Análisis de la empresa	25

2.4.1.	Ciclo de vida.....	25
2.4.2.	Matriz Boston Consulting Group.....	26
2.4.3.	Análisis FODA.....	27
2.4.4.	Ventaja competitiva.....	28
Capítulo III.	Análisis financiero.....	30
3.1.	Evolución de ingresos.....	30
3.2.	Evolución y composición del costo de ventas.....	32
3.3.	Evolución del CAPEX.....	33
3.4.	Política de dividendos.....	34
3.5.	Análisis de ratios.....	35
3.5.1.	Ratios de liquidez.....	35
3.5.2.	Ratios de solvencia.....	36
3.5.3.	Ratios de rentabilidad.....	37
3.5.4.	Ratios de cobertura.....	39
3.5.5.	Ratios de actividad.....	39
3.6.	Diagnóstico financiero.....	40
Capítulo IV.	Análisis de riesgos.....	42
Capítulo V.	Valorización.....	43
5.1.	Método del flujo de caja descontado.....	43
5.1.1.	Justificación del método.....	43
5.1.2.	Estimación del CAPM y WACC.....	43
5.1.3.	Supuestos de proyecciones.....	44
5.1.4.	Prima de control y distribución del patrimonio por clase de acción.....	46
5.1.5.	Estimación del flujo de caja descontado.....	48
5.1.6.	Análisis de sensibilidad.....	49
5.2.	Otros métodos de valorización.....	51
5.2.1.	Valor contable de la sociedad.....	51
5.2.2.	Modelo de múltiplos.....	52
5.2.3.	Otras valorizaciones de Backus.....	53
5.3.	Comparación del valor de la acción de inversión entre metodologías.....	54
5.4.	Recomendación de inversión.....	54
	Bibliografía.....	56
	Anexos.....	62

Índice de tablas

Tabla 1. Accionariado de Backus.	1
Tabla 2. Venta regional de AB InBev en el mundo (2020).	4
Tabla 3. Liderazgo por categorías de bebidas de AB InBev (2019).	5
Tabla 4. Liderazgo por marcas de bebidas de AB InBev (2019).	5
Tabla 5. Plantas de producción de cerveza y centros de distribución.	10
Tabla 6. Participación del mercado sobre el volumen mundial (2010 – 2020).	18
Tabla 7. Rango de precios por litro según categorías de cervezas.	24
Tabla 8. Análisis de la matriz cruzada del FODA.	27
Tabla 9. Evolución de ventas por marcas en millones de soles (2009 – 2019).	31
Tabla 10. Variaciones anuales de ventas y costo de ventas (2011 – 2020).	32
Tabla 11. Evolución de los ratios de liquidez (2011 – 2020).	35
Tabla 12. Fuente de las obligaciones financieras en miles de soles (2011 – 2020).	37
Tabla 13. Evolución de los ratios de solvencia (2011 – 2020).	37
Tabla 14. Evolución de los ratios de rentabilidad (2011 – 2020).	37
Tabla 15. Evolución de los ratios de rentabilidad sobre la inversión (2011 – 2020).	39
Tabla 16. Evolución de los ratios de cobertura (2011 – 2020).	39
Tabla 17. Evolución de los ratios de actividad (2011 – 2020).	40
Tabla 18. Matriz de riesgos de Backus.	42
Tabla 19. Cálculo del Re y WACC.	43
Tabla 20. Resumen de supuestos.	44
Tabla 21. Patrimonio de Backus atribuido a cada clase de acción.	47
Tabla 22. Proyección del flujo de caja en miles de soles (2021 – 2030) y cálculo del valor de la acción.	48
Tabla 23. Análisis de sensibilidad para el valor de la acción.	49
Tabla 24. Consideraciones de las variables para la distribución PERT (beta).	50
Tabla 25. Valor contable de la acción.	51
Tabla 26. Valor de la acción mediante múltiplo EV/EBITDA.	52
Tabla 27. Valor de la acción mediante múltiplo P/E.	52
Tabla 28. Valor de la acción mediante transacciones de M&A pasadas.	53
Tabla 29. Valor de la acción determinadas en otras tesis.	54

Índice de gráficos

Gráfico 1. Grupo económico y composición accionarial.	2
Gráfico 2. Histórico de cotizaciones de la acción de inversión de Backus.	6
Gráfico 3. Retornos anuales de BACKUS11, S&P/BVL Peru General y S&P/BVL Industrial Index.	7
Gráfico 4. Composición de ingresos por marca (2019).	9
Gráfico 5. Composición de la participación por región (2019).	11
Gráfico 6. Proceso productivo para la elaboración de cerveza.	11
Gráfico 7. Cadena de valor de Backus.	12

Gráfico 8. Proyecciones de crecimiento de economías avanzadas y China.	15
Gráfico 9. Proyecciones de crecimiento en Latinoamérica.	15
Gráfico 10. Producción mundial de cerveza en billones de hectolitros (1998 – 2019)..	16
Gráfico 11. Composición de la producción mundial por región (2008 – 2019).....	17
Gráfico 12. Venta mundial de cerveza en billones de dólares (2010 – 2019).....	18
Gráfico 13. PBI por sectores en miles de millones de soles, a precios corrientes.	19
Gráfico 14. Tamaño del mercado peruano en millones de hl y soles (2005 – 2020).	21
Gráfico 15. Comparativo de ventas en millones de soles (2014 – 2020).	22
Gráfico 16. Participación de mercado en millones de hectolitros (2010 – 2020).	23
Gráfico 17. Fuerzas de Porter.	25
Gráfico 18. Crecimiento de ventas y ciclo de vida del negocio.	26
Gráfico 19. Matriz Boston Consulting Group de Backus.....	27
Gráfico 20. Estrategia genérica competitiva de Backus.	29
Gráfico 21. Crecimiento poblacional e ingresos de Backus (2009 – 2020).	31
Gráfico 22. Inversión en CAPEX en miles de soles (2010 – 2020).	33
Gráfico 23. Dividendos pagados en millones de soles (2010 – 2020).	34
Gráfico 24. Evolución de obligaciones financieras en miles de soles (2011 – 2020).	36
Gráfico 25. Evolución del EBITDA y margen EBITDA (2011 – 2020).....	38
Gráfico 26. Primas entre las acciones comunes A-B y la acción de inversión.....	47
Gráfico 27. Valor de la acción de inversión (mínimo, base y máximo) en soles.	50
Gráfico 28. Histograma de valores de la acción de inversión de Backus.....	50
Gráfico 29. Valores de la acción de inversión según metodologías (al 31-dic-2020)....	54

Índice de anexos

Anexo 1. Línea de tiempo de Backus.	62
Anexo 2. Renta variable: Top 20 de empresas industriales (ene – dic 2020).....	62
Anexo 3. Diagrama de operaciones para la elaboración de cerveza embotellada.	63
Anexo 4. Reporte sobre el Cumplimiento del código de Buen Gobierno Corporativo..	64
Anexo 5. Detalle de políticas de Responsabilidad Social.	65
Anexo 6. Desarrollo de la crisis internacional por el Covid-19.	66
Anexo 7. Mercado artesanal.	68
Anexo 8. Elasticidad precio demanda.	68

Anexo 9. Impuestos selectivos a las bebidas de 0° a 10° de alcohol en la región.....	69
Anexo 10. Precios por marcas y categorías.	69
Anexo 11. Análisis PESTEL.	70
Anexo 12. Cinco fuerzas de Porter.	71
Anexo 13. Detalle del análisis de la Matriz BCG.....	72
Anexo 14. Evolución de ventas por marcas (en miles de soles).....	74
Anexo 15. Visión, misión y principios.	74
Anexo 16. Identificación de la propuesta de valor.	76
Anexo 17. Posicionamiento competitivo de la empresa.....	77
Anexo 18. Business Model Canvas.	79
Anexo 19. Análisis vertical y horizontal del estado de resultados y estado de situación financiera.	80
Anexo 20. Evolución de ventas de Cristal y Pilsen en miles de soles (2010 – 2019)....	82
Anexo 21. Evolución de ventas por zonas de alcance en millones de soles (2009 – 2019).....	82
Anexo 22. Composición del costo de ventas en millones de soles (2010 – 2019).....	82
Anexo 23. Inversión en propiedad, planta y equipo e inversión en intangibles en miles de soles (2010 – 2020).....	83
Anexo 24. Análisis del estado de flujos de efectivo.....	83
Anexo 25. Necesidades operativas de fondo (NOF) y fondo de maniobra (FM).....	85
Anexo 26. Análisis de riesgos.	88
Anexo 27. Factores para el CAPM y WACC.....	95
Anexo 28. Supuestos de proyecciones.	100
Anexo 29. Proyección de estados financieros y ratios.	109

Introducción

El presente trabajo de valorización tiene como objetivo obtener el valor fundamental de las acciones de la empresa Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. (en adelante “Backus”) al 31 de diciembre del 2020 y para ello se ha realizado una investigación integral acerca de la compañía, así como de la industria cervecera local e internacional.

Backus es una empresa fabril que elabora, distribuye y vende cerveza, bebidas malteadas, gaseosas y aguas. Lleva 141 años de operación en Perú, es líder absoluto del negocio cervecero y es reconocida internacionalmente por sus marcas de cerveza premium las cuales se exportan a mercados como el de Reino Unido, Chile, España, Estados Unidos, Panamá, Brasil, entre otros.

Al cierre del 2020, Backus registró ventas por encima de los S/4.3 billones con un margen bruto de 70% y margen neto de 28%. Las políticas de financiamiento están enfocadas a mantener un bajo nivel de deuda financiera, de esta forma en el año 2020 el ratio Deuda / Ebitda fue de 0.03 con una cobertura de intereses Ebitda / Gastos financieros de 82.8x. En dicho año cerró con un ROE de 41%, ROA 20% y con un flujo de pago de dividendos de S/566 millones.

Backus cotiza acciones en la Bolsa de Valores de Lima desde el año 1997 y su clase de acción más líquida es BACKUSI1 con una negociación de S/48.2 millones en 1,676 operaciones y una frecuencia de negociación de 83.5% durante el 2020.

Desde el año 2003 cuenta con el “Código de Buen Gobierno Corporativo” buscando promover un clima de respeto a los derechos de los accionistas. Backus cuenta con siete miembros en el directorio, siendo dos de ellos independientes de la organización; asimismo, el grupo gerencial de la compañía se encuentra conformado por diez ejecutivos

pertenecientes a la empresa Backus Estrategia S.A.C., subsidiaria de Backus que le presta servicios de gerenciamiento, dirección, gestión y administración desde mayo del 2017.

Finalmente, Backus cumple con políticas y estándares de responsabilidad social, que buscan asegurar su sostenibilidad y creación de valor a largo plazo. Se enfoca en hacer sinergias con sus grupos interés buscando el beneficio mutuo; además gestiona los riesgos inherentes al medio ambiente a través de acciones planificadas con horizonte al año 2030.

Capítulo I. Descripción del negocio

1.1.Descripción de la empresa

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. se dedica principalmente a la elaboración, envasado, distribución y venta de cerveza; además produce y comercializa bebidas malteadas, gaseosas y aguas. La compañía fue fundada en el año de 1876 inicialmente produciendo hielo en el distrito del Rímac; en 1879 la razón social de la fábrica cambia a “Cervecería y Fábrica de Hielo Backus y Johnston”, dando inicio a la producción de cerveza (ver anexo 1). A la fecha, es una subsidiaria indirecta de Anheuser-Bush InBev, la cervecera más grande a nivel mundial.

1.2.Accionariado y empresas relacionadas a Backus

Al cierre del 2020, el capital de Backus fue de S/780.7 millones conformado por 76,046,495 acciones comunes clase A y 2,025,707 acciones comunes clase B, ambas poseen un valor nominal de S/10 por acción y se diferencian principalmente en que las acciones de clase A conceden derecho a voto, mientras que las de clase B no, pero estas últimas poseen un dividendo preferencial 10% mayor. Asimismo, la empresa cuenta con 569,514,715 acciones de inversión con S/1 de valor nominal cada una y que tampoco conceden derecho a voto.

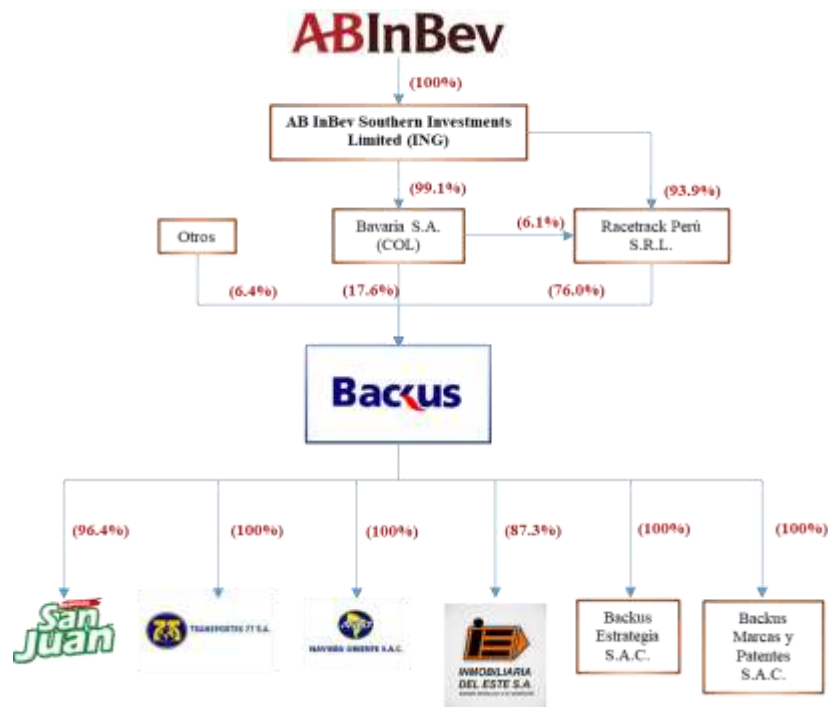
Tabla 1. Accionariado de Backus.

Clase	Accionista	Acciones	% Participación
Común A	Racetrack Perú S.R.L.	51,964,804	68.33%
	Bavaria S.A.	23,764,797	31.25%
	Otros	316,894	0.42%
Común B	Racetrack Perú S.R.L.	90,324	4.46%
	Cervecería San Juan S.A.	173,747	8.58%
	Otros	1,761,636	86.96%
Inversión	Racetrack Perú S.R.L.	506,286,391	88.90%
	Otros	63,228,324	11.10%

Fuente: Memoria Anual 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

El grupo AB InBev posee indirectamente el 97% del capital emitido y el 94% de las acciones totales de Backus. La estructura del grupo económico y los porcentajes de participación en cada empresa se detallan en el gráfico 1.

Gráfico 1. Grupo económico y composición accionarial.



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores. Grupo Económico de Backus. Elaboración propia.

Los accionistas directos e indirectos de Backus son:

- AB InBev SA/NV: Empresa multinacional con sede en Lovaina, Bélgica. Es propietaria del 97% del capital emitido por Backus a través de Racetrack Perú S.R.L. y Bavaria S.A.
- AB InBev Southern Investments Limited: La compañía actúa como un holding que mantiene participaciones en varias subsidiarias y asociadas al grupo Anheuser-Busch InBev SA/NV.
- Bavaria S.A.: Empresa colombiana de bebidas con sede en Bogotá, Colombia. Pertenece a la multinacional Anheuser-Busch InBev.

- Racetrack Perú S.R.L.: Fundada en el 2008, con un 68.3% de participación en Backus, se dedica principalmente a actividades de intermediación financiera para la compañía.

Las subsidiarias de Backus son:

- Backus Marcas y Patentes S.A.C.: Inició actividades en 2017 y tiene como finalidad englobar todos los derechos de propiedad industrial y afines a la compañía.
- Cervecería San Juan S.A.A.¹: Fundada en 1975, tiene como actividad económica la elaboración de cerveza, malta, gaseosas y agua. La marca San Juan es utilizada por Backus para mantener la participación de mercado en el oriente de país por ser histórica de Pucallpa.
- San Juan Marcas & Patentes S.A.C.: Empresa titular de la propiedad intangible relacionada a la cervecería San Juan S.A.A.
- Naviera Oriente S.A.C.: Empresa dedicada al transporte fluvial y terrestre desde 1975 para la cervecería San Juan S.A.A.
- Backus Estrategia S.A.C.: Inició actividades en 2017 y tiene como finalidad la prestación de servicios integrales de consultoría, administración, gestión, dirección y conducción de negocios a personas jurídicas en general dentro de la compañía.
- Transporte 77 S.A.: Fundada en 1980, se dedica a la distribución exclusiva de las marcas del portafolio de la compañía. Al cierre del 2019, la compañía posee 15 agencias distribuidas dentro del país².
- Inmobiliaria IDE S.A.: Se especializa en la compra, venta y alquiler de bienes muebles e inmuebles para la compañía y/o terceros.

1 Cerveza producida en plena selva: <https://www.krones.com/es/productos/referencias/cerveceria-san-juan-peru-linea-de-botellas-de-vidrio-retornables-krone.php>.

2 Transportes 77 SA PERU: https://www.emis.com/php/company-profile/PE/Transportes_77_SA_es_3398632.html.

1.3. Anheuser-Bush InBev

AB InBev es una empresa multinacional belga y es la cervecera número uno del mundo con una participación de mercado global de 25.9 y 26.5% al cierre del 2019 y 2020, respectivamente³, gracias a un amplio portafolio de más de 500 marcas y a su presencia en más de 150 países. En el 2019, su producción de bebidas superó los 560 millones de hectolitros (494 sólo de cerveza) entre sus 229 plantas alrededor del mundo. Nace en el 2008, luego de la fusión de la cervecera estadounidense Anheuser-Bush e InBev (InBev era la principal cervecera del mundo luego de la fusión entre la cervecera belga Interbrew y AmBev de Brasil, en 2004). A partir de entonces, AB InBev se ha caracterizado por haber realizado varias operaciones de M&A, entre las que destacan la compra de la cervecera mexicana Grupo Modelo en el 2012 y la fusión con su principal competidor mundial, la sudafricana SABMiller, en el 2016.

Tabla 2. Venta regional de AB InBev en el mundo (2020).

Región	Millones \$	Miles hectolitros
North America	15,622	106,846
Middle Americas	10,032	120,800
South America	8,092	144,209
EMEA	6,835	76,207
Asia Pacific	5,648	81,649
Global export and holding companies	652	933
AB InBev Worldwide	46,881	530,644

Fuente: AB InBev Reports – Fourth Quarter and Full Year 2020 Results. Elaboración propia.

Actualmente su principal competidor es la empresa holandesa Heineken, con quien compite en distintos mercados geográficos. En el capítulo II, se desarrollará un análisis más amplio sobre el mercado mundial de cerveza.

³ Euromonitor International (2020). Passport - Beer in World.

Tabla 3. Liderazgo por categorías de bebidas de AB InBev (2019).

	EE. UU.	Sudáfrica	Brasil	Canadá	Australia	China	México	Colombia	Perú	República Dominicana
Cerveza lager	1	1	1	1	1	3	1	1	1	1
Cerveza sin o bajo alcohol	1	2	1	1	1		2	1		
Cerveza negra	7	2		1	3	1				
Cerveza stout		1			3					
Bebidas a base de malta listas para beber	4	1	1	2						
Bebidas alcohólicas listas para beber		2		2	6					
Otras bebidas listas para beber	3									
Whiskies					7					
Ron										3
Bebidas a base de vino listas para beber				5						

Participación de mercado en volumen (%) ■ ≤15 ■ 15-30 ■ 30-50 ■ >50

Fuente: Fuente: Euromonitor International (2020). Passport - Anheuser-Busch InBev SA/NV. Elaboración propia.

Tabla 4. Liderazgo por marcas de bebidas de AB InBev (2019).

	EE. UU.	Brasil	China	México	Colombia	Sudáfrica	Perú	Argentina	Canadá	Rusia
Bud Light	1			26					4	
Budweiser	4	10	5	12	9		6	1	5	
Skol		1								
Harbin			3							
Corona			37	1	5	32	5	43	10	75
Brahma		2						2		
Antarctica		3								
Victoria				3						
Aguila					1					
Busch	6								29	

Participación de mercado en volumen (%) ■ ≤1.5 ■ 1.5-3 ■ 3-5 ■ >5

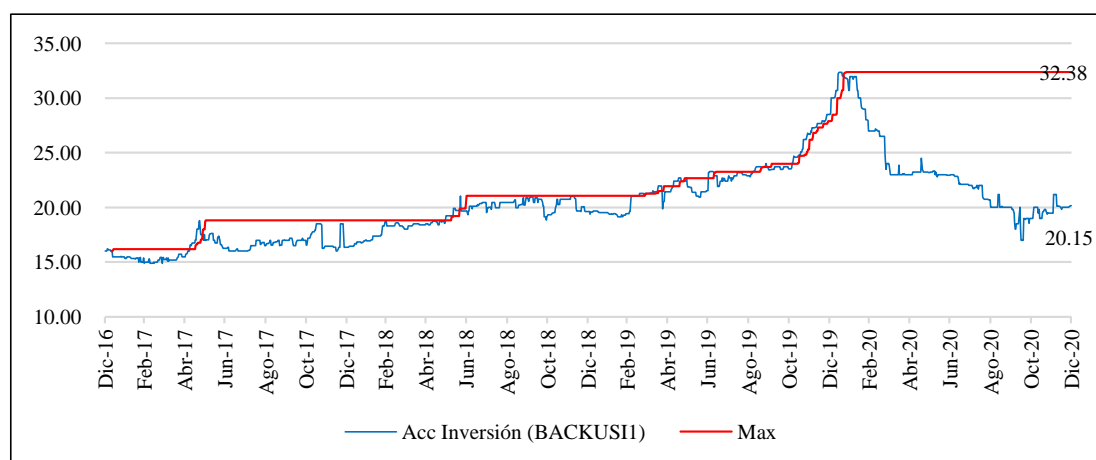
Fuente: Fuente: Euromonitor International (2020). Passport - Anheuser-Busch InBev SA/NV. Elaboración propia.

1.4.La acción en la Bolsa de Valores de Lima

Las acciones de Backus no suelen mostrar los mayores niveles de negociación en comparación con otras acciones cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima; sin embargo, si únicamente se toman en cuenta a las acciones del sector industrial, sus acciones de inversión demuestran que sí son líquidas. A diciembre del 2020, se negociaron S/48.2 millones en acciones de inversión (BACKUSI1) en 1,676 operaciones, alcanzando una frecuencia de negociación de 83.5%, mientras que sus acciones comunes, clase A y B poseen frecuencias de 4.7 y 12.2% respectivamente, y esto debido a que estas pertenecen a empresas vinculadas a la matriz y conforman su capital social, por lo que se negocian ocasionalmente entre ellas (ver anexo 2).

A mediados de enero del 2020, la acción de Backus (BACKUSI1) alcanzó una cotización histórica de S/32.38; sin embargo, como consecuencia de la pandemia originada por el Covid-19, hubo una caída significativa de las operaciones de la empresa y el precio fue disminuyendo, hasta alcanzar los S/22.95 al cierre de junio y S/20.15 al cierre de diciembre.

Gráfico 2. Histórico de cotizaciones de la acción de inversión de Backus.



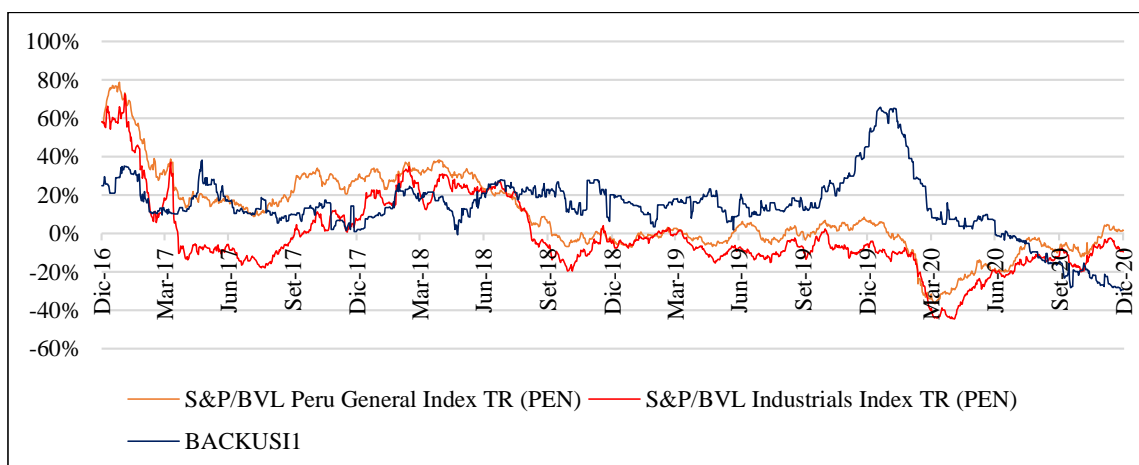
Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

Por otro lado, BACKUSI1 forma parte del S&P/BVL Peru General Index, el cual es un índice ponderado por capitalización bursátil diseñado para servir como *benchmark* del

mercado accionariado peruano, y también del S&P/BVL Industrials Index, que funciona también como *benchmark*, pero del sector industrial del mercado de renta variable.

La correlación entre el S&P/BVL Industrials Index y el precio de acción de Backus no refleja un comportamiento directo; desde una perspectiva del inversionista, la acción podría comportarse como un activo de diversificación. Lo más resaltante del comportamiento del precio se observó en el último trimestre del 2019, el incremento del ISC generó que Backus suba sus precios sin restringir la demanda (debido a la elasticidad del bien), este incremento generó expectativas por parte de los inversionistas que incrementaron la demanda por la acción. Posteriormente, la tendencia converge a la media en los próximos meses y ha tenido una ligera caída debido a los estragos de la pandemia.

Gráfico 3. Retornos anuales de BACKUSI1, S&P/BVL Peru General y S&P/BVL Industrial Index.



Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

1.5. Líneas de negocio y productos

1.5.1. Líneas de negocio

El grupo Backus posee tres segmentos de negocio:

- a. Elaboración y venta de bebidas: Segmento que engloba a las cervezas, gaseosas y aguas, y que generó el 99.01% de las ventas totales de la compañía a diciembre del 2020⁴.
- b. Venta de maíz y materiales: Al cierre de setiembre, los ingresos provenientes de esta actividad representaron el 0.19% de las ventas totales.
- c. Alquileres y otros servicios: Su participación en los ingresos de la empresa fue de 0.80%.

1.5.2. Productos

Actualmente el portafolio de marcas de Backus cuenta con siete marcas nacionales de cerveza, siete internacionales de bebidas alcohólicas y cinco de bebidas que no contienen alcohol. Como se mencionó en el punto anterior, estos productos representan casi la totalidad de los ingresos de la compañía.

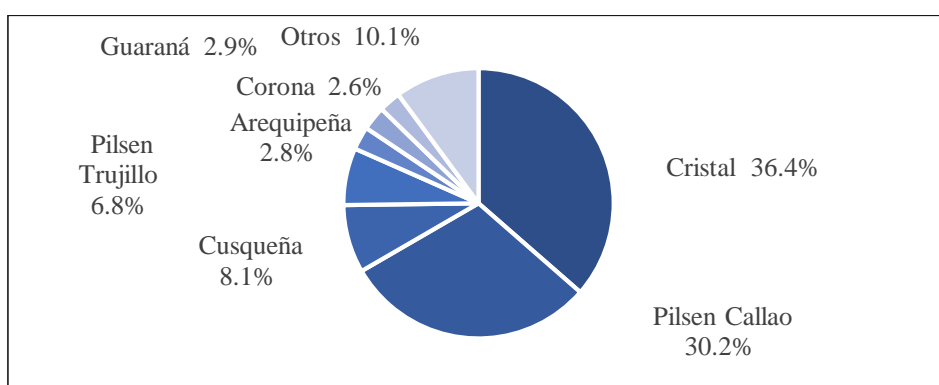
- a. Bebidas alcohólicas: Backus, de acuerdo con su estrategia de marketing, tiene segmentadas sus marcas en cinco grandes grupos. En el capítulo II se desarrollará la posición competitiva de cada una de estas.
 - Marcas Core: Cervezas Cristal y Pilsen Callao
 - Marcas Premium: Cerveza Cusqueña
 - Marcas Value: Cerveza Golden
 - Marcas Super Premium (Global Brands): Cervezas Budweiser, Corona, Michelob Ultra, Stella Artois, Beck's y Cerveza del Pacífico; además del jugo de limón con vodka Mike's.
 - Marcas regionales: Cervezas Pilsen Trujillo, San Juan y Arequipeña.

⁴ Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020.

Durante los últimos diez años, las marcas Core de la empresa, representadas por Cristal y Pilsen Callao, concentran un promedio de 67% de sus ventas totales de bebidas en general (gráfico 4), siendo Cristal la cerveza insignia y de mayor valor de Backus.

- b. Bebidas no alcohólicas: Agua San Mateo, Agua Tónica Backus y gaseosas Viva Backus, Guaraná Backus y Maltin Power.

Gráfico 4. Composición de ingresos por marca (2019)



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2009 - 2019) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

1.6. Operaciones y proceso productivo

1.6.1. Plantas de fabricación, centros de distribución y áreas geográficas

La capacidad instalada de Backus se distribuye en cinco plantas de producción de cerveza ubicadas en Ate, San Juan, Motupe, Arequipa y Cusco (tabla 5); además de una planta ubicada en Ñaña dedicada a la producción de malta, y otra en San Mateo, dedicada a la producción de agua embotellada.

Por otro lado, Backus desarrolla su estrategia logística a través de sus 42 centros de distribución a nivel nacional, los cuales reciben los productos directamente de las plantas de producción mediante transporte terrestre. Se usa un sistema vertical donde los mayoristas y detallistas actúan como un sistema unificado; asimismo, el tipo de

distribución es intensiva, es decir, se busca colocar los productos en la mayor cantidad de mercados posibles. El canal usado es el indirecto, ya que los productos llegan al consumidor final a través de intermediarios como bodegas, supermercados, grifos, hoteles, discotecas, etc.

Los centros de distribución atienden a todos los clientes de Backus, que pueden ser:

- a. Mayoristas de red: Los cuales compran a la Compañía para vender a los detallistas (bodegas).
- b. Cientes directos: Restaurantes, hoteles, discotecas, bares, bodegas, supermercados, grifos o mini-markets.

La compañía divide sus regiones de influencia en cinco zonas geográficas, siendo la región central la que genera el mayor impacto en ventas (gráfico 5), puesto que esta concentra alrededor del 50% de la población del Perú⁵. El abastecimiento de dicha zona se realiza desde la planta Ate, la cual posee la mayor capacidad de producción.

Tabla 5. Plantas de producción de cerveza y centros de distribución.

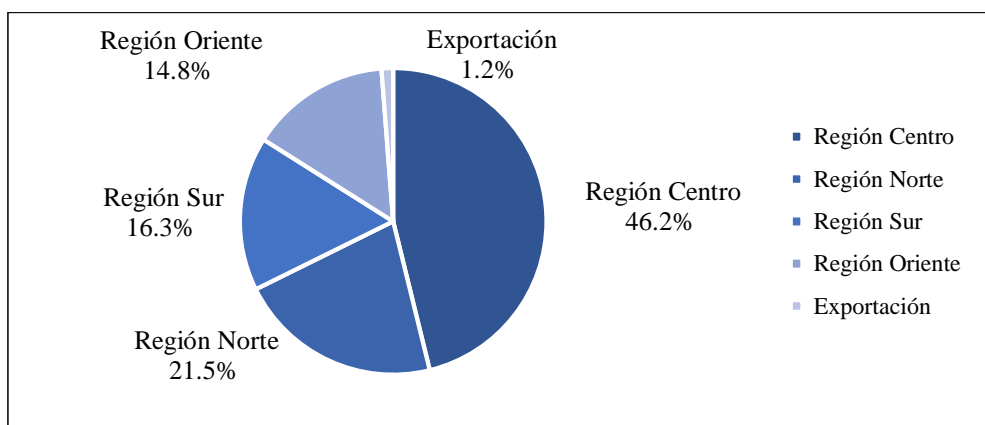
Planta cervecera	Zona de alcance	Centros de distribución	
Planta Ate Cap. prod. anual 6.1 mill hl	Zona Centro y Exportación	Rímac San Juan de Miraflores Ate San Martín de Porres Callao Cañete Chincha Ica	Nazca Ayacucho Huaraz Huaral Huancayo Huancavelica Tarma
Planta Motupe Cap. prod. anual 3.4 mill hl	Zona Norte	Pacasmayo Cajamarca Motupe Chiclayo Tumbes	Talara Piura Trujillo Chimbote
Planta Arequipa Cap. prod. anual 1.56 mill hl	Zona Sur	Arequipa	Juliaca
Planta Cusco Cap. prod. anual 0.74 mill hl		Camaná Tacna Ilo	Cusco Aguas Calientes Puerto Maldonado

⁵ www.inei.gob.pe/estadisticas/censos

Planta San Juan Cap. prod. anual 1.05 mill hl	Zona Oriente	Huánuco Tingo María Pucallpa Tarapoto Moyobamba	Yurimaguas Iquitos Satipo Chanchamayo
---	--------------	---	--

Fuente: Memorias Anuales de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Gráfico 5. Composición de la participación por región (2019).



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2009 - 2019) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

1.6.2. Proceso productivo

El proceso de fabricación de la cerveza⁶ se describe en el gráfico 6 (ver anexo 3):

Gráfico 6. Proceso productivo para la elaboración de cerveza.

⁶ Backus – Proceso cervecero: <https://www.backus.pe/cultura-cervecera/proceso-cervecero>.



Fuente: www.backus.pe. Elaboración propia.

1.7.Cadena de valor

Las empresas realizan actividades relativas a su tipo de negocio con el fin de generar valor; según Michael Porter⁷, el valor se ve reflejado en el margen del negocio y las actividades se pueden clasificar, de forma general, como:

- Actividades primarias: Abarca logística de materiales, distribución, operaciones, marketing, ventas y post venta.
- Actividades de apoyo: Son las que soportan a las actividades primarias, como tecnología, recursos humanos e infraestructura.

Gráfico 7. Cadena de valor de Backus.



⁷ Porter, M. E. The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. New York: Free Press, 1985.

Fuente: Porter, M. E. The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance | “Nuestros líderes” (página web de Backus). Elaboración propia.

Dentro de las actividades primarias de Backus, a nivel de logística de abastecimiento de materiales, la compañía cuenta con una alta eficiencia en su cadena de suministros a través de su modelo global de compras centralizadas por AB InBev Procurement, Bavaria y Ambev Perú, obteniendo las mejores condiciones de costos y pagos.

Las operaciones de transformación se realizan con especial enfoque en la eficiencia y control de calidad, para ello cuentan con las certificaciones ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001 y HACCP. La distribución está integrada con el transporte de carga pesada y mediana, con una empresa especializada que es parte de la compañía, asegurando de esta manera el control del canal de distribución y la calidad del reparto tanto en su fase primaria desde la planta al centro de distribución, como desde este último a los puntos de venta. Son más de 1,000 vehículos entre carga pesada, mediana y montacargas con los que abastecen a los 42 centros de distribución y cerca de 250,000 puntos de venta a nivel nacional.

Por último, las actividades de marketing y ventas son intensivas en comunicación, segmentación y diferenciación de las marcas. El trabajo de estas áreas ha logrado posicionar el portafolio de marcas en el mercado, mediante la categorización y la comunicación audiovisual, además de desarrollar actividades de acercamiento a los distribuidores y bodegueros para fortalecer la relación comercial.

1.8. Factores organizativos y sociales

1.8.1. Gobierno corporativo

En noviembre del 2003, el directorio de Backus aprobó el “Código de Buen Gobierno Corporativo” cumpliendo los “Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas” (este último aprobado el año precedente por la Superintendencia

de Mercado de Valores). La adopción y cumplimiento de estos principios tiene como objetivo promover un clima de respeto a los derechos de los accionistas, generando solidez, valor y eficiencia en las empresas que promuevan estas prácticas (ver reporte de cumplimiento de Buen Gobierno Corporativo en anexo 4).

1.8.2. Entorno y responsabilidad social

Backus cumple con políticas y estándares que buscan asegurar su sostenibilidad y creación de valor a largo plazo en conjunto con sus grupos de interés. Gestiona los riesgos inherentes al desarrollo económico, medio ambiente y la sociedad del Perú. La estrategia de sostenibilidad de Backus se enfoca en tres ejes claves, los cuales se encuentran alineados a la Agenda 2030 y a varios de los Objetivos de Desarrollo Sostenible establecido por las Naciones Unidas en el 2015 (ver anexo 5).

Capítulo II. Análisis de macro ambiente, industria y posicionamiento competitivo de la empresa

2.1. Ambiente del exterior

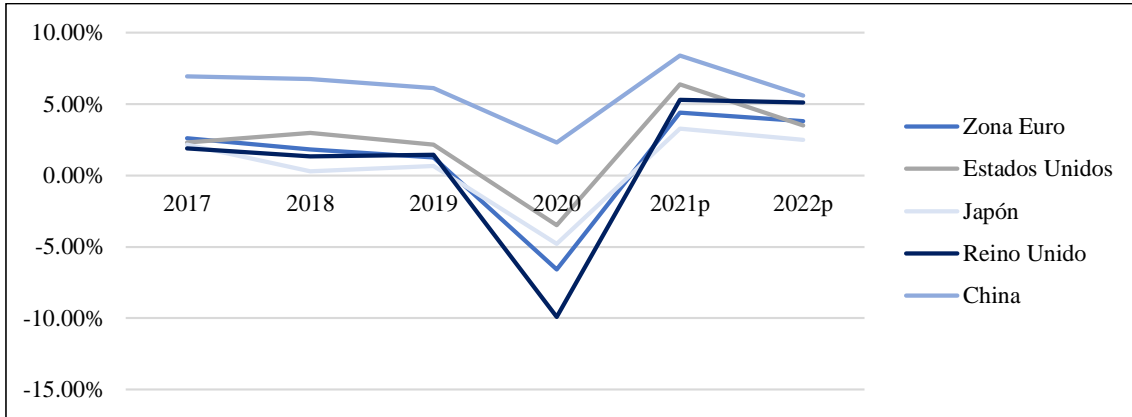
2.1.1. Economía mundial

En el 2020, el PBI mundial registró una contracción de 3.3%, esto explicado principalmente por la desaceleración de las economías avanzadas en un 4.7%. Estados Unidos y el bloque europeo se contrajeron un 3.5% y 6.6% respectivamente⁸, debido a las medidas para controlar la pandemia y a las olas reiterativas de rebrote del virus. Estos movimientos tuvieron un impacto sumamente profundo en las economías emergentes como la sudamericana dedicada a la exportación de materia prima, comercio exterior y

⁸ Banco Mundial: <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

turismo. No obstante, de las economías emergentes y en desarrollo, el único país que ha generado crecimiento fue China con 2.3% (ver anexo 6).

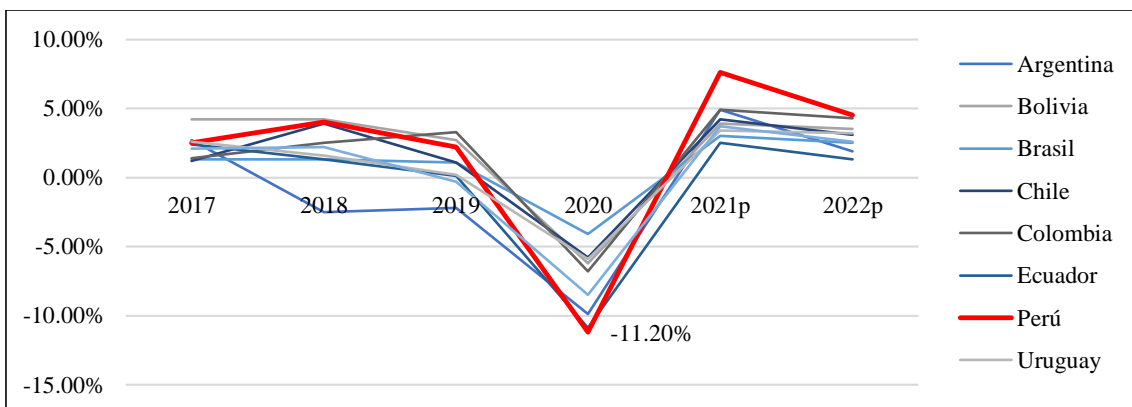
Gráfico 8. Proyecciones de crecimiento de economías avanzadas y China.



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

Como respuesta ante un escenario adverso, la política monetaria se ha concentrado en inyección de liquidez, reducción de tasas de interés, ajuste en la reserva de bancos, intervención del mercado cambiario y programa de compra de activos. Asimismo, la política fiscal se ha concentrado a su vez en la flexibilización de vencimiento de impuestos, paquetes de estímulo fiscal, fondos adicionales en el sector salud y suspensión de pagos de servicios públicos.

Gráfico 9. Proyecciones de crecimiento en Latinoamérica.



Fuente: Banco Mundial Panorama Regional 2021. Elaboración propia.

2.1.2. Mercado mundial de cerveza

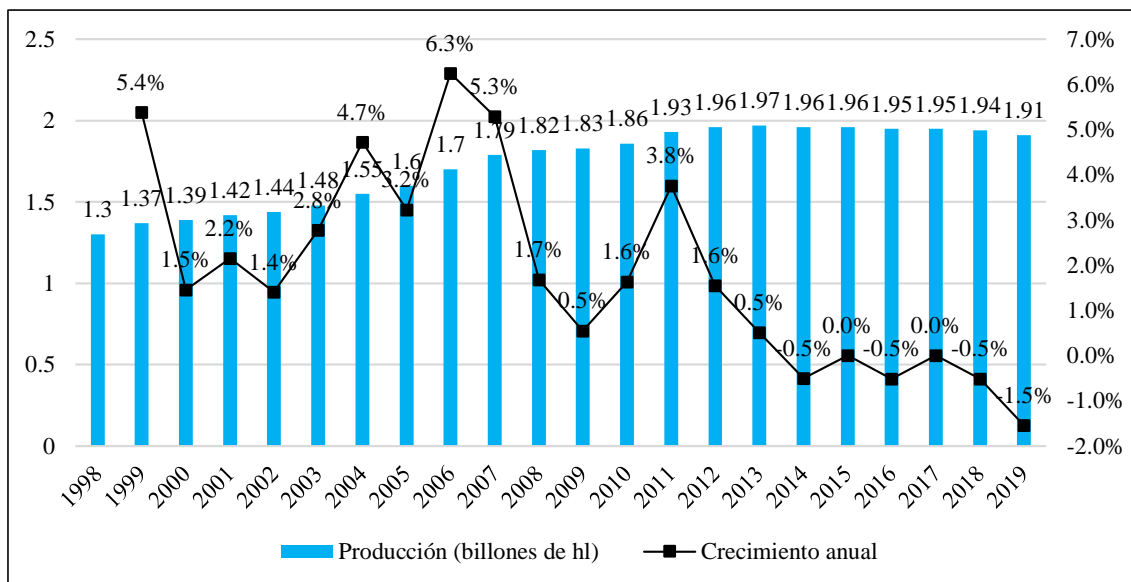
El mercado cervecero comercializa cerca del 78% del volumen total de bebidas alcohólicas en todo el mundo⁹, posicionando a la cerveza como la más popular, muy por delante de bebidas como el vino, el whisky o el ron. La industria mundial de cerveza mostró un crecimiento ininterrumpido desde 1998 hasta el 2013, pasando de una producción anual de 130 a 197 billones de litros; durante esos 15 años, la industria creció a una tasa de crecimiento anual compuesta de +2.8%, no obstante, en los años posteriores el volumen fabricado fue decayendo gradualmente hasta llegar a 191 billones de litros en el 2019 (gráfico 10).

Asia, América y Europa concentran el 92% de la producción mundial de cerveza (gráfico 11); China (37.65 billones de litros), Estados Unidos (21.09), Brasil (14.48), México (12.42), Alemania (9.16), Rusia (7.74), Japón (5.15), Vietnam (4.6), Reino Unido (4.08) y Polonia (3.93) fueron los mayores productores al cierre del 2019¹⁰.

Gráfico 10. Producción mundial de cerveza en billones de hectolitros (1998 – 2019).

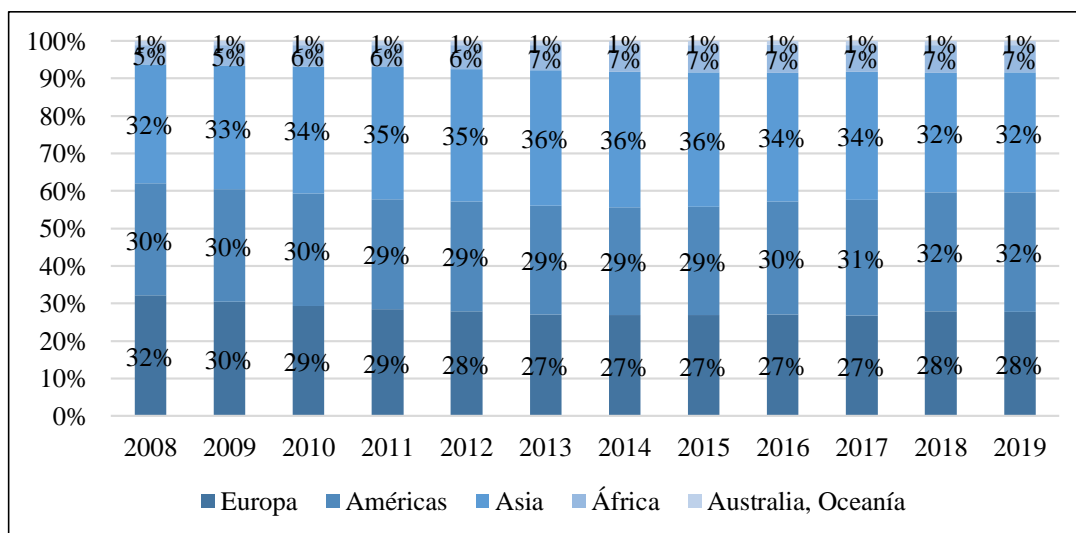
⁹ Euromonitor International (2020). Passport – World market for alcoholic drinks.

¹⁰ Statista – “Leading 10 countries in worldwide beer production in 2019” (Oct-2020).



Fuente: Statista – “Global beer production 1998 – 2019” (Oct-2020). Elaboración propia.

Gráfico 11. Composición de la producción mundial por región (2008 – 2019).



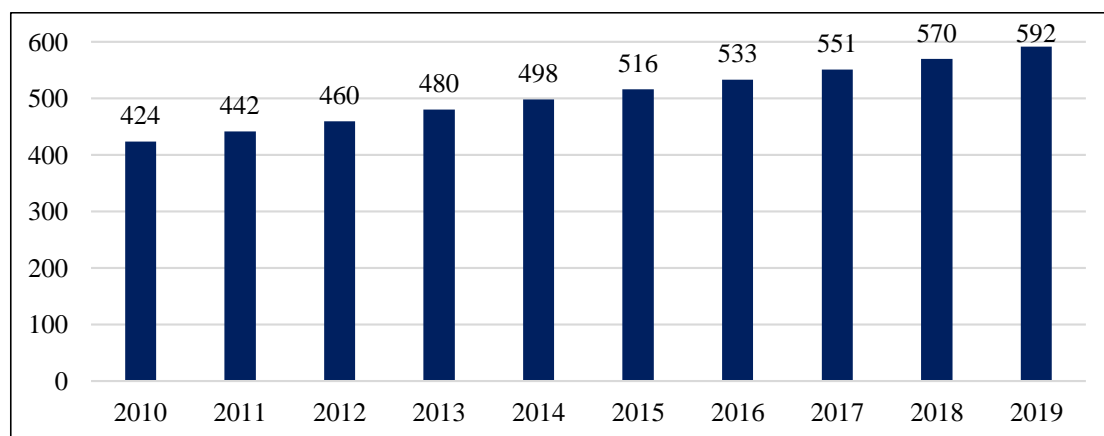
Fuente: Statista – “Global beer production by region 2008 – 2019” (Oct-2020). Elaboración propia.

Durante el mismo año, el consumo de cerveza a nivel mundial alcanzó los 189.05 billones de litros, 0.5% mayor al año anterior. China (39.22 billones de litros), Estados Unidos (23.92), Brasil (12.40), México (9.32), Rusia (8.31), Alemania (8.16), Japón (4.87), Reino Unido (4.71), Vietnam (4.65) y España (4.12) fueron los países con mayores consumos

absolutos¹¹; no obstante, según el consumo per cápita, los países que lideran este índice son República Checa (188.6 litros), Austria (107.8), Rumania (100.3), Alemania (99.0) y Polonia (97.7); mientras que en América Latina se encuentran México (70.5 litros), Brasil (58.4), Colombia (54.8), Chile (52.6), Perú (44.9) y Argentina (41.3).

Por otra parte, la industria mundial de cerveza generó \$592 billones de ventas en el 2019 (gráfico 12), mostrando un CAGR de +3.8% desde el 2010. AB InBev (Bélgica), Heineken (Holanda), Carlsberg (Dinamarca) y China Resources Holdings (China) se muestran como los competidores globales más grandes del mercado (tabla 6), vendiendo 49.7, 20.5, 11.4 y 10.7 billones de litros respectivamente durante el 2020¹² (52.2, 22.3, 11.5 y 11.2 billones de litros en el 2019).

Gráfico 12. Venta mundial de cerveza en billones de dólares (2010 – 2019).



Fuente: Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Alcoholic Drinks Report 2020 – Beer. Elaboración propia.

Tabla 6. Participación del mercado sobre el volumen mundial (2010 – 2020).

Compañía	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Anheuser-Busch InBev NV	18.5	17.8	17.9	20.0	20.9	21.0	26.3	26.2	26.2	25.9	26.5
Heineken NV	8.3	8.6	9.2	9.2	9.3	9.7	10.1	10.9	11.0	11.1	10.9
Carlsberg A/S	5.9	5.7	5.7	6.4	6.2	6.0	5.9	5.7	5.8	5.7	6.1

¹¹ Kirin Beer University Report - Global Beer Consumption by Country in 2019 (Dic-2020).

¹² Euromonitor International (2020). Passport – Anheuser-Busch InBev NV in beer (world).

China Resources Holdings Co Ltd	-	-	-	-	-	6.0	6.1	6.1	5.7	5.6	5.7
Molson Coors Brewing Co	2.6	2.6	3.2	3.1	3.1	3.1	4.9	4.8	4.6	4.5	4.5
Tsingtao Brewery Co Ltd	3.3	3.7	4.0	4.4	4.6	4.3	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1
Asahi Group Holdings Ltd	-	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0
Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	2.7	2.9	2.7	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9
Otros	58.7	57.4	56.1	52.9	52.1	46.3	37.0	36.9	37.5	38.2	37.3
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Euromonitor International (2020). Passport - Beer in World Datagraphics. Elaboración propia.

Las marcas chinas, Snow (China Resources) y Tsingtao (Tsingtao Brewery), son las más vendidas en el mundo, seguidas por Budweiser, Bud Light, Brahma (AB InBev) y Heineken (Heineken NV). Solamente estas seis marcas concentraron 16.2% del volumen de cerveza comercializado durante el 2020 (15.5% en el 2019).

2.2. Ambiente doméstico

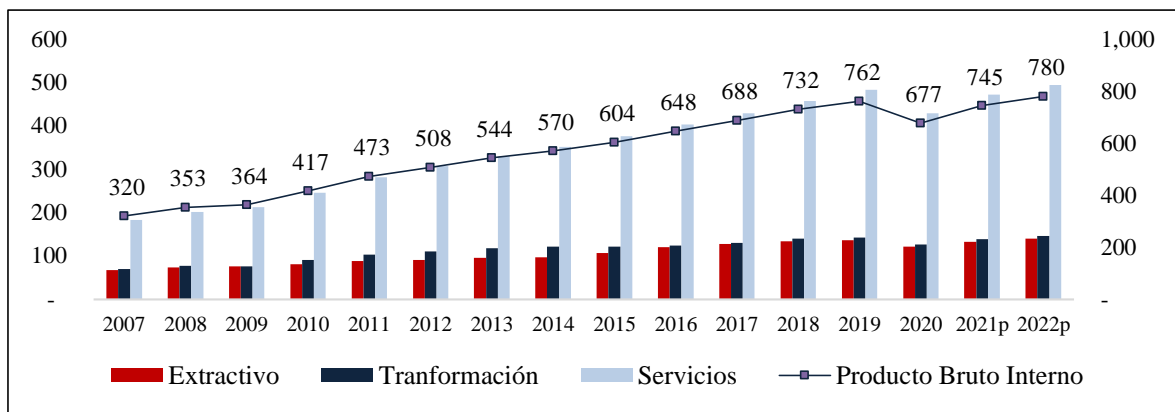
2.2.1. Economía peruana

La producción nacional al cierre del 2020 cayó 11.2%¹³, explicado por la reducción del consumo y las exportaciones de bienes y servicios; sin embargo, el gasto público fue la única partida que tuvo un crecimiento de 8.2% frente al 2019.

La contracción de la economía está principalmente explicada por las medidas del Estado de Emergencia Nacional para afrontar los efectos del Covid-19. Dentro de los sectores económicos, los más golpeados fueron el de transformación (-13.6%) y servicios (-11.0%).

Gráfico 13. PBI por sectores en miles de millones de soles, a precios corrientes.

13 PBI Trimestral Cuentas Nacionales INEI: <https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/01-informe-tecnico-pbi-iv-trim-2020.pdf>.



Fuente: Banco Mundial – Indicadores del desarrollo mundial. Elaboración propia.

Las políticas de confinamiento y la crisis por la pandemia han generado que más del 39%¹⁴ de empleos formales se pierdan en el país. Según la OIT (Organización Internacional del Trabajo), el país perdió más de 1.5 millones¹⁵ de empleo en el 2020 como secuela de la pandemia. En Latinoamérica, Perú lidera el ranking de desempleo, seguido de Costa Rica (21%) y Chile (21%).

De acuerdo con el FMI, la economía peruana tendría un crecimiento de 9%¹⁶ en el 2021, principalmente por impulsos fiscales, inversión pública y la recuperación del consumo privado.

2.2.2. Mercado local de cerveza

El mercado cervecero peruano ha mostrado un crecimiento promedio de 5.8% anual desde el 2005 hasta el 2017, en donde se alcanzó el máximo volumen comercializado (gráfico 14); a partir de dicho año, la tendencia fue afectada por incrementos en el impuesto selectivo al consumo (ISC) aplicado a las bebidas alcohólicas. En los últimos cinco años,

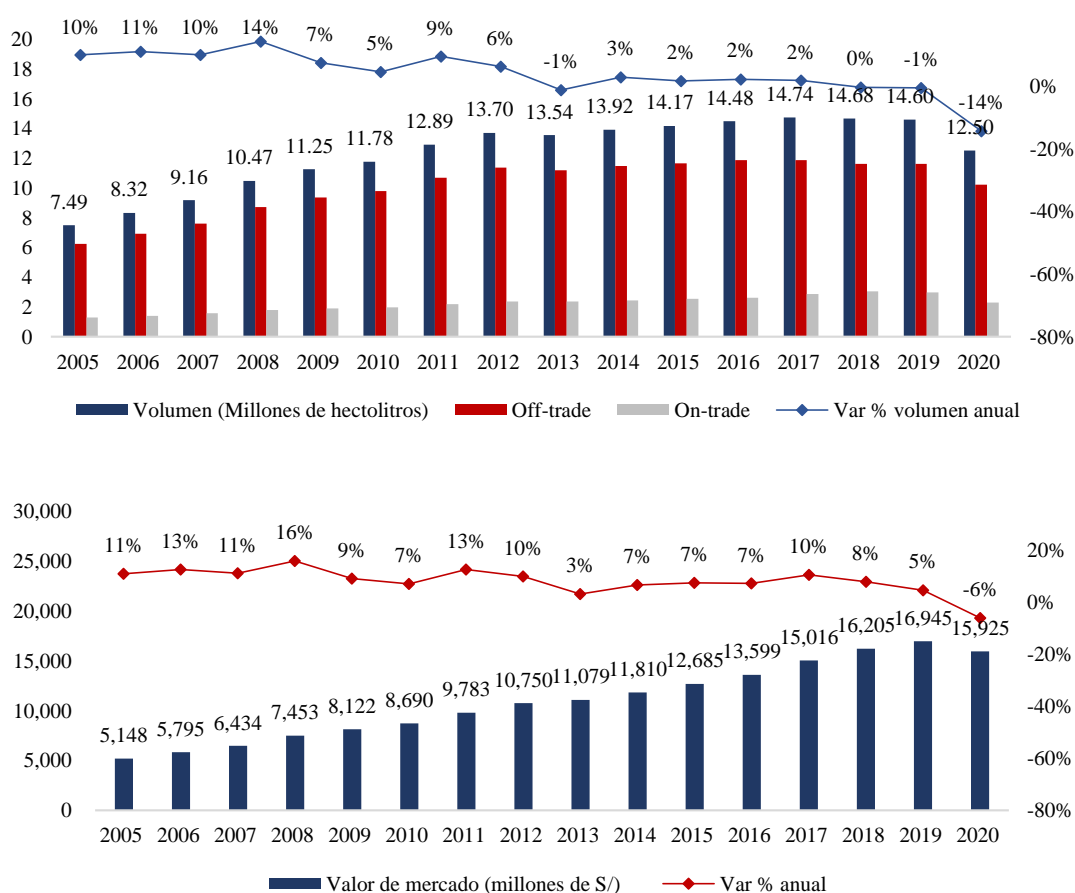
14 Gestión: Perú, Costa Rica y Chile, países con más empleo perdido por la pandemia: <https://gestion.pe/mundo/internacional/peru-costa-rica-y-chile-los-paises-con-mas-empleo-perdido-por-la-pandemia-noticia/>

15 OIT: Perú perdería 1.5 millones de empleos por la pandemia: <https://www.elcomercio.com/actualidad/peru-millones-empleos-pandemia-covid.html>

16 FMI, Proyecciones económicas: <https://gestion.pe/economia/fmi-eleva-a-9-crecimiento-proyectado-para-pbi-peruano-en-2021-noticia/>

la industria ha venido superando los 14 millones de hectolitros; al cierre del 2019, el tamaño de mercado fue de 14.6 millones de hectolitros, de los cuales el canal on-trade (eventos, bares, discotecas, hoteles, restaurantes) representa 2.98 millones y el canal off-trade (distribuidoras, mayoristas, supermercados, bodegas, etc.), 11.62 millones de hectolitros. Asimismo, en el 2019 el valor total del mercado fue de S/16,945 millones a precios finales al consumidor.

Gráfico 14. Tamaño del mercado peruano en millones de hl y soles (2005 – 2020).



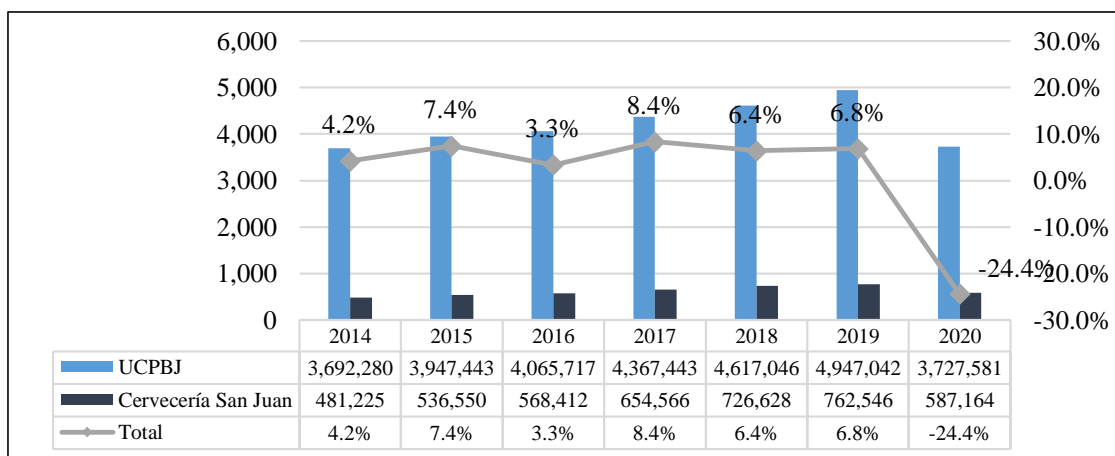
Fuente: Euromonitor Internacional (2020). Passport - Beer in Peru. Elaboración propia.

El 15 de marzo del 2020, el gobierno peruano decretó el Estado de Emergencia Nacional para contener el contagio de la población con el Covid-19, y con dicha medida cerraron los restaurantes, bares, discotecas y se prohibió todo tipo de reunión social impactando directamente en el consumo y venta de bebidas alcohólicas. Debido a ello, en el 2020, el

mercado cervecero se redujo en dos millones de hectolitros o 14% respecto al año anterior; además, el volumen de venta on-trade (restaurantes, eventos, bares, discotecas, hoteles) bajó un 23% respecto al año anterior, mientras que la venta off-trade (distribuidoras, mayoristas, supermercados, bodegas) tuvo una contracción de 12%.

Por su parte Backus, desde el inicio del Estado de Emergencia hasta fines del mes de abril, dejó de vender cerveza y detuvo la producción¹⁷, durante el mes de mayo se le permitió reanudar la venta sólo del stock de productos terminados y a partir de junio continuar con el proceso productivo. De forma consolidada al cierre de diciembre del 2020, el acumulado de las ventas de la compañía cayó un -24% respecto al mismo periodo del año anterior y, por separado, tanto Cervecería San Juan como Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston también han reducido sus ingresos en -23% y -25% respectivamente.

Gráfico 15. Comparativo de ventas en millones de soles (2014 – 2020).



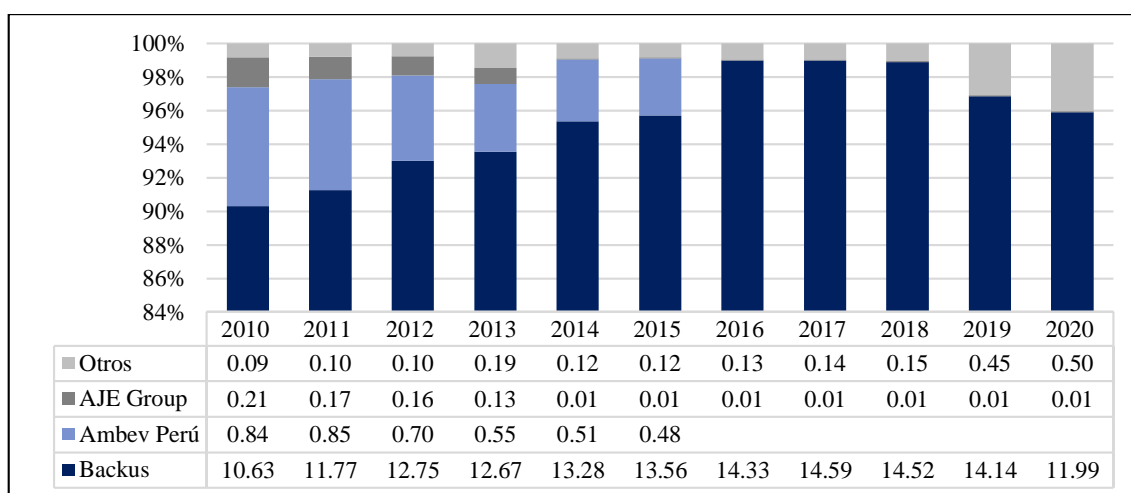
Fuente: SMV - Estados Financieros Separados y Consolidados a diciembre del 2020. Elaboración propia.

A partir del año 2000, cuando se realizó la incorporación de Cervesur al grupo Backus, la compañía superó el 90% de participación de mercado y, desde el 2016, con la

¹⁷ BVL – hechos de importancia al 31 de diciembre del 2020.

incorporación de Ambev Perú al grupo AB InBev, este indicador superó el 95%. Al cierre del 2020, Backus registra un 95.9% de cuota de mercado, mientras que el Grupo AJE, con su cerveza Tres Cruces (marca adquirida por Heineken en setiembre del 2020¹⁸), posee solamente un 0.1% de participación. Finalmente, las cervezas artesanales y otras marcas importadas conforman el 4% restante.

Gráfico 16. Participación de mercado en millones de hectolitros (2010 – 2020).



Fuente: Euromonitor Internacional (2020). Passport - Beer in Peru. Elaboración propia.

2.2.3. Determinación de precios

Debido a la amplia participación de Backus en la industria peruana, se puede atribuir características de mercado en monopolio al negocio cervecero, específicamente a uno conocido como “discriminador de precios”, donde se asigna el valor del producto en función a las características del consumidor, mercado o producto mismo (ver anexo 8). En el caso particular de Backus, el nivel de discriminación de precios es de tercer grado, ya que existen diferentes consumidores segmentados a los que la compañía dirige un producto determinado de su portafolio.

¹⁸ Grupo AJE da la bienvenida a HEINEKEN (9 setiembre del 2020). <https://www.ajegroup.com/nota/grupo-aje-da-la-bienvenida-a-heineken/>

2.2.4. Precios actuales

En el año 2019, el Ministerio de Economía y Finanzas determinó que para la cerveza habría un cambio en el cálculo del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) pasando de un esquema mixto a un valor fijo de S/2.25 por litro vendido, que representaba el 33% del valor de venta promedio por litro. No obstante, en enero del 2021, se modificó nuevamente este impuesto con un incremento de S/0.06 por litro, por lo que el nuevo ISC de la cerveza asciende a S/2.31 por litro vendido, representando ahora un 33.9% del valor promedio por litro (ver anexo 9).

Al 2019, la categoría premium de cervezas está compuesta principalmente por Cusqueña y sus versiones de Trigo y Red Lager, Corona Extra, Miller, Heineken, Peroni, Stella Artois, Grolsch, entre otras; mientras que las categorías media y económica agrupan a las marcas Cristal, Pilsen Callao, Pilsen Trujillo y Arequipeña (ver anexo 10).

Tabla 7. Rango de precios por litro según categorías de cervezas.

Categoría	Rango de precios por litro
Premium	S/ 13.60 - S/ 17.70
Precio medio	S/ 9.90 - S/ 10.40
Económico	S/ 4.80 - S/ 7.20
Artesanales	S/ 18.80 - S/ 26.90

Fuente: Euromonitor International (2020). Passport - Beer in Peru. Elaboración propia.

2.3. Análisis estructural de la industria

2.3.1. Análisis PESTEL

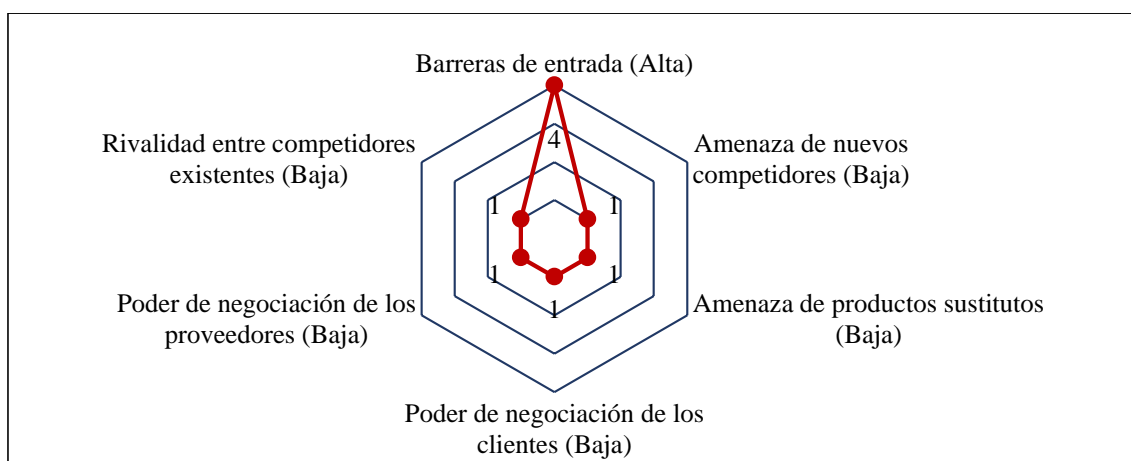
El análisis PESTEL permite evaluar e identificar las variables externas que han afectado o que podrían tener un impacto sobre la industria cervecera del país (ver anexo 11).

Producto de la evaluación, se puede concluir que el factor más importante es el económico, por las condiciones a la que el mundo ha estado expuesto, siendo la reactivación económica la variable más importante para la recuperación de los números de la compañía.

2.3.2. Las cinco fuerzas de Porter

Michael Porter¹⁹ afirma que existen cinco fuerzas competitivas que determinan la intensidad y rivalidad en una industria, además de determinar su rentabilidad, puesto que estas influyen en los precios, costos y en la inversión requerida por las empresas. Estas fuerzas son: amenaza de nuevos competidores, amenaza de productos sustitutos, rivalidad entre competidores, poder de negociación de los clientes y poder de negociación de los proveedores; y en el anexo 12 se explicarán los criterios de sus puntuaciones:

Gráfico 17. Fuerzas de Porter.



Elaboración propia.

La industria cervecera peruana posee altas barreras de entrada debido a la elevada cuota de mercado que posee Backus, lo que conlleva a que la amenaza de nuevos competidores sea baja; así mismo, la relación precio-beneficio de la cerveza frente a otras bebidas alcohólicas hace que la amenaza de productos sustitutos sea baja; además, al tener características de monopolio, Backus posee un fuerte poder de negociación frente a proveedores y clientes.

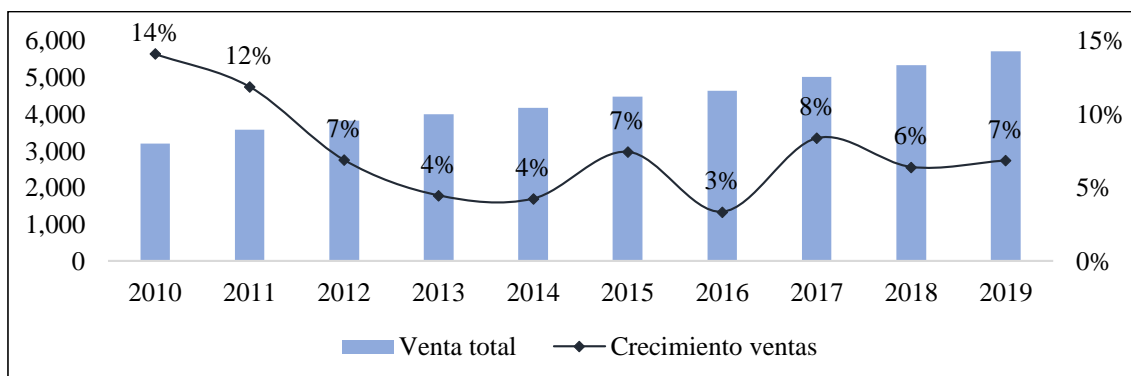
2.4. Análisis de la empresa

2.4.1. Ciclo de vida

¹⁹ Porter, M. E. Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. New York: Free Press, 1985.

Tomando en consideración los ingresos por venta de cerveza en los últimos años, se puede observar que las tasas de crecimiento son relativamente estables:

Gráfico 18. Crecimiento de ventas y ciclo de vida del negocio.



Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2009 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

En este sentido, se podría afirmar que Backus se encuentra en su fase de madurez; no obstante, desde su adquisición indirecta por AB InBev, la compañía ha comenzado a introducir nuevas marcas en su portafolio que, de acuerdo con la teoría planteada por Igor Ansoff²⁰, muestra cómo la empresa utiliza la estrategia de producto - mercado conocida como “desarrollo de productos” como alternativa de crecimiento a futuro, por lo que Backus se encontraría en una etapa de innovación o reinención.

2.4.2. Matriz Boston Consulting Group

La matriz BCG es una importante herramienta de marketing estratégico que permite evaluar el portafolio de marcas de Backus (ver anexo 13). El resultado del análisis es el siguiente:

Producto estrella: Cristal y Pilsen Callao son las marcas que poseen el mayor crecimiento histórico y poseen una gran cuota del mercado cervecero peruano (ver anexo 14).

²⁰ Ansoff, H.I. Strategies for Diversification. Harvard Business Review, p. 114 (september – october 1957).

Productos interrogantes: Golden y Corona poseen un gran potencial de crecimiento para la compañía; sin embargo, al ser productos relativamente nuevos en el mercado, cuentan con una poca participación en el mismo.

Productos vaca: Cusqueña y Pilsen Trujillo son marcas que han mostrado un comportamiento estable en sus ventas; sin embargo, poseen una participación de mercado de 13.4% y 8.1% respectivamente.

Productos perro: San Juan y Arequipeña son marcas regionales, por lo que poseen poca participación en el mercado nacional; asimismo, han presentado ventas estables durante los últimos años.

Gráfico 19. Matriz Boston Consulting Group de Backus.



Elaboración propia.

2.4.3. Análisis FODA

A continuación, se desarrolla la matriz de fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas encontradas en la industria cervecera peruana.

Tabla 8. Análisis de la matriz cruzada del FODA.

Fortalezas	Debilidades
------------	-------------

	Matriz cruzada del FODA	<p>F1. Participación mayoritaria dentro del mercado. Mercado fidelizado durante muchos años</p> <p>F2. Eficiencias en producción y economías de escala</p> <p>F3. Know-how del mercado e industria cervecera</p> <p>F4. Portafolio diversificado</p> <p>F5. Sinergias por pertenecer a un grupo mundial</p>	<p>D1. Elevada concentración de ventas en productos cerveceros</p> <p>D2. País con un tipo de suelo accidentado, lo que limita la capacidad de expansión a otras regiones</p> <p>D3. Industria dependiente al crecimiento económico</p> <p>D4. Bajo nivel de exportaciones</p> <p>D5. Bajo apalancamiento financiero</p>
Oportunidades	<p>O1. Incremento del consumo per cápita de cerveza en el Perú. Aunque aún es bajo frente a otros países de la región y del mundo</p> <p>O2. Crecimiento demográfico ponderado 1% anual. Crecimiento histórico del mercado cervecero peruano</p> <p>O3. Crecimiento de la industria cervecera artesanal. Incremento del mercado cervecero</p> <p>O4. Mejora de carreteras para acceder a zonas sin cobertura</p> <p>O5. Incremento de eventos sociales y deportivos, post Covid-19</p>	<p>Estrategias FO - Ofensivas: (F1,O1,O2,O4,O5) Penetración de mercado: Acciones para incrementar el consumo (aumentar el presupuesto en publicidad y promoción de las marcas actuales) (F4,O3) Introducir marcas artesanales</p>	<p>Estrategias DO - Reorientación: (D4,O1) Desarrollo de nuevos mercados: Incrementar la exportación de las marcas Premium en países con alto consumo per cápita de cerveza</p>
Amenazas	<p>A1. Ingreso de nuevos competidores que restarán cuota de mercado</p> <p>A2. Ajuste en hábitos de consumo saludable</p> <p>A3. Prolongación del Covid-19</p> <p>A4. Volatilidad del precio de commodities y tipo de cambio</p> <p>A5. Leyes anti monopolio</p> <p>A6. Desastres naturales o futuras pandemias</p>	<p>Estrategias FA - Defensivas: (F1,F4,A1) Desarrollo de nuevos productos: Impulsar innovaciones (lanzamiento de marcas, variantes, formatos) (F2,A1) Proteger el market share de la compañía para que no sea menor al 95%</p>	<p>Estrategias DA - Supervivencia: (D1,A2,A5) Desarrollar y aumentar el enfoque comercial de otras bebidas (aguas, gaseosas y bebidas nutritivas)</p>

Elaboración propia.

2.4.4. Ventaja competitiva

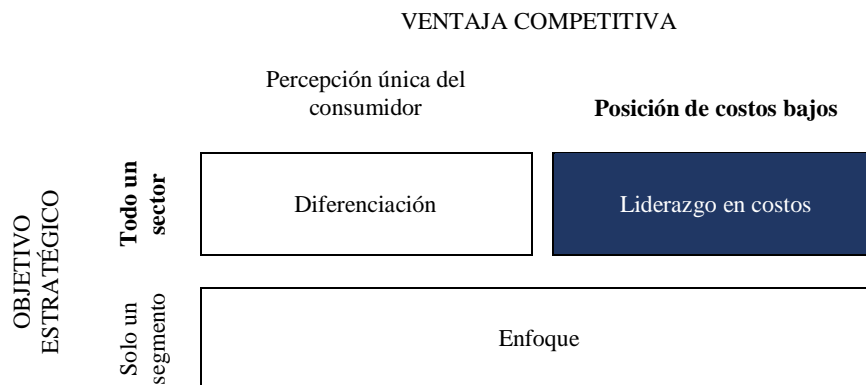
De acuerdo con Porter²¹, para que una empresa pueda posicionarse en el mercado y pueda sobreponerse a la presión que ejercen las cinco fuerzas (punto 2.3.2), será necesario que esta adopte “estrategias genéricas competitivas”, las cuales poseen dos dimensiones: las ventajas competitivas y el objetivo estratégico. Dentro de las ventajas competitivas encontramos que la compañía puede identificarse por tener una percepción única del

²¹ Porter, M. E. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. New York: Free Press, 1980.

consumidor o por tener una clara posición de mantener costos bajos; mientras que el objetivo estratégico indica si la empresa se enfoca en toda una industria o solamente en un segmento específico.

La gran capacidad productiva de Backus le permite lograr economías de escala, consiguiendo así reducir el costo unitario de fabricación y, en consecuencia, llega a ejercer una fuerte presión sobre el precio de venta, creando así una barrera de entrada muy alta para cualquier competidor, independientemente del segmento del mercado que atienda. En este sentido, podemos afirmar que la principal ventaja competitiva de la empresa es la de costos bajos, y como esta se presenta en todos los segmentos del mercado cervecero, la estrategia competitiva que estaría siguiendo es la de liderazgo en costos.

Gráfico 20. Estrategia genérica competitiva de Backus.



Fuente: Porter, M. E. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. New York: Free Press, 1980.

Elaboración propia

Capítulo III. Análisis financiero

Para el desarrollo del capítulo de análisis financiero se han empleado los estados financieros consolidados auditados al cierre del 2020. El detalle histórico de los estados financieros y el análisis vertical y horizontal de estos se encuentran en el anexo 19. El *benchmark* seleccionado para la comparación de los ratios financieros es la empresa chilena Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) debido a que esta se desenvuelve en un mercado similar al peruano, que durante el 2019 tuvo un tamaño de 997 millones de litros de cerveza²² (1,460 en Perú), y también porque se posiciona como líder de mercado con una amplia participación del 67.8%, seguido por Cervecería Chile S.A. (propiedad de AB InBev) con un 25.3%. Cabe señalar que la gran mayoría de cerveceras líderes en los países de Latinoamérica pertenecen directa o indirectamente a la multinacional AB InBev, por lo que estas adoptan políticas financieras similares dictadas por la matriz (liquidez, endeudamiento, cobertura, etc.).

3.

3.1.Evolución de ingresos

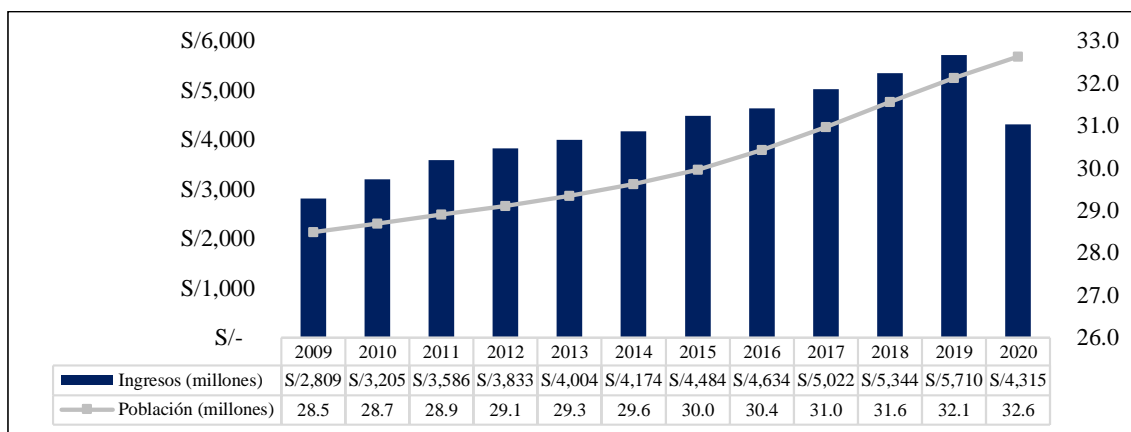
En el 2020, los ingresos de la compañía ascendieron a S/4.31 millones, frente a los S/5.71 millones del 2019 (contracción del 24%), debido a que a inicios de la pandemia el gobierno paralizó producción por pertenecer a una industria “no vital”; sin embargo, a partir de junio 2020²³, la compañía reinició operaciones dentro de la fase 2 de reactivación. Hasta el año 2019, las ventas se desarrollaron con cierta desaceleración por factores tributarios, ya que el sector económico que tuvo el mayor impacto por alza de

22 Euromonitor International (2020). Passport - Beer in Chile.

23 Gestión: Backus reanudó producción regular de cerveza:
<https://gestion.pe/signwall/?outputType=signwall&signwallHard=1>

precios fue el de bebidas alcohólicas y tabaco²⁴. El precio de la cerveza, en general, se incrementó en 12.3% debido a la actualización del ISC en el mes de junio 2019.

Gráfico 21. Crecimiento poblacional e ingresos de Backus (2009 – 2020).



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2009 – 2020) de Backus | INEI – Crecimiento poblacional. Elaboración propia.

En los últimos cinco años, la compañía ha mantenido una producción promedio de 14.53 millones de hectolitros. La producción del 2019, frente al 2018, se contrajo 0.6% debido a las medidas tributarias que ejercieron un crecimiento en el precio del 10%²⁵. Las ventas, sin embargo, tuvieron un crecimiento de 7.24% frente al 2018 y un crecimiento ponderado de 6.57% desde el 2015. Un factor clave para tomar en cuenta es el crecimiento poblacional, Backus al poseer la totalidad del mercado peruano, depende directamente del crecimiento de la población para que sus ventas sigan creciendo de manera orgánica, observándose una tasa de crecimiento ponderada entre el 2015 y 2019 de 1.02%.

Tabla 9. Evolución de ventas por marcas en millones de soles (2009 – 2019).

Marcas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cristal	1,062	1,088	1,280	1,707	1,703	1,698	1,649	1,747	1,897	1,895	2,063
Pilsen Callao	771	914	972	754	889	1,045	1,344	1,343	1,441	1,677	1,711
Cusqueña	356	358	460	385	310	264	278	369	368	289	461
Pilsen Trujillo	214	263	297	363	376	365	335	313	326	324	387

24 INEI. Variación de los indicadores de precios de la economía 2019.

25 Memoria Anual 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

Arequipeña	94	109	125	145	156	157	159	157	158	134	157
Guaraná					121	163	161	147	171	172	162
Corona											148
Otros	134	161	227	420	388	425	465	489	598	790	573
Total	2,632	2,894	3,361	3,773	3,943	4,119	4,391	4,564	4,959	5,280	5,662

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2009 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

En los últimos 10 años, Cristal y Pilsen Callao han mantenido una participación promedio de 67% en los ingresos de la compañía, teniendo como crecimientos más resaltantes para Cristal, el año 2012 (33% de crecimiento frente al 2011) y para Pilsen Callao, el año 2015 (29% frente al 2014), lo que las categoriza como las marcas más importantes, razón por la cual la compañía refuerza de manera constante las distintas campañas publicitarias para seguir calando en su consumidor final (ver anexo 20).

3.2.Evolución y composición del costo de ventas

Desde el año 2015 al 2019 el costo de ventas ha mostrado mejoras disminuyendo de un ratio del 28.6% al 26.2% sobre las ventas. Parte de la eficiencia mostrada se debe a la reducción del gasto de personal de producción como consecuencia de los planes de mejora operativa que la matriz implementó a partir del 2017. En cambio, en el año 2020 el costo de ventas representó el 30.5% de las ventas, ocasionado por el cierre de las actividades comerciales, la parada obligatoria de las líneas de producción durante el mes de abril del 2020 y el arranque en el mes de mayo del mismo año.

Tabla 10. Variaciones anuales de ventas y costo de ventas (2011 – 2020).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	3,205	3,586	3,833	4,004	4,174	4,484	4,634	5,022	5,344	5,710	4,315
Costo de ventas	1,133	1,115	1,100	1,136	1,193	1,282	1,323	1,361	1,368	1,497	1,316
Var. Ventas %		11.9%	6.9%	4.5%	4.2%	7.4%	3.3%	8.4%	6.4%	6.8%	-24.4%
Var. Costos de venta %		-1.6%	-1.4%	3.3%	5.0%	7.5%	3.2%	2.8%	0.5%	9.5%	-12.1%

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2010 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Dentro del costo de ventas (ver anexo 22), las partidas más importantes son:

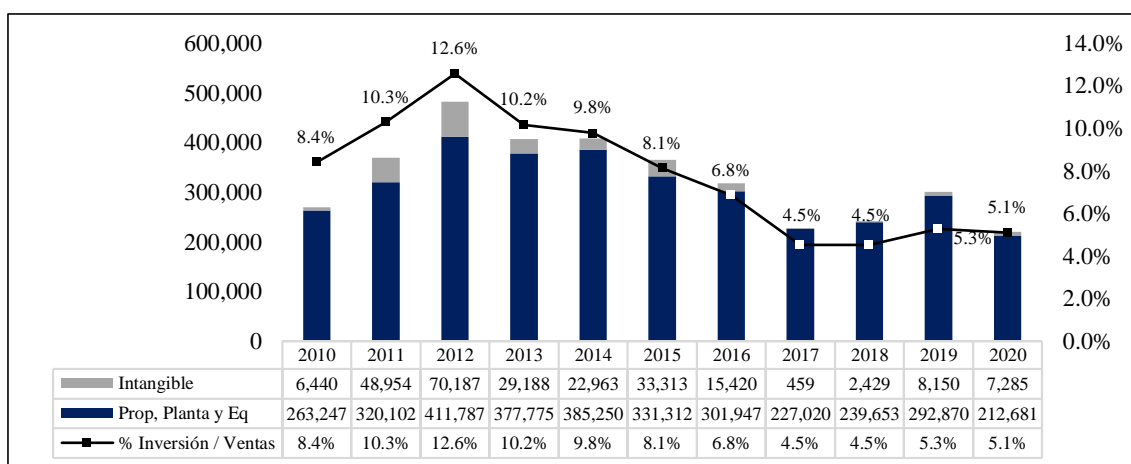
- Consumo de materia prima e insumos
- Gastos de personal

- Energía y agua
- Mantenimiento
- Depreciación

3.3.Evolución del CAPEX

Entre el 2012 y 2015 se realizaron inversiones de capital por S/1,662 millones, principalmente para la ampliación de las plantas de Ate y Motupe, adquisiciones de envases y camiones, proyectos de tratamiento de aguas residuales (Arequipa y Cusco) y mejoras en los centros de distribución. Durante dicho periodo, el ratio de inversión sobre ingresos de la compañía alcanzó los 10.1% en promedio; no obstante, en los periodos posteriores (2016 – 2019), este ratio descendió a 5.1% en promedio, a pesar de que se invirtió en equipos de tecnología que permitirían alcanzar mayores eficiencias operativas.

Gráfico 22. Inversión en CAPEX en miles de soles (2010 – 2020).



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2010 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

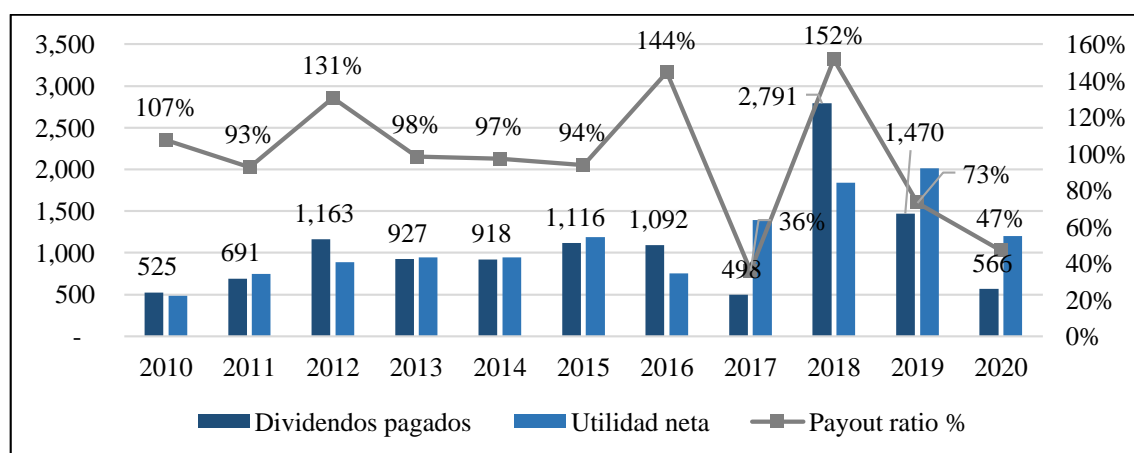
Separando los rubros de terreno, edificios y obras en curso (relacionados a adquisiciones o ampliaciones de infraestructura), en los últimos 10 años, más del 60% de la inversión corresponde a la adquisición de cajas y envases retornables, seguido por la compra de muebles y enseres y finalmente por la renovación / incremento de unidades de transporte (ver anexo 23). El ratio promedio de inversión en activos fijos sobre ingresos del

benchmark para el 2019 y 2020 fue de 7.8% y 7.1%, respectivamente. Con respecto a los intangibles, Backus se ha encontrado desarrollando y mejorando su aplicativo SAP, buscando estandarizar procesos y sistemas para las distintas áreas del grupo. La mayor parte de la inversión se ejecutó durante el periodo 2011 – 2016 y ascendió a S/220 millones (ver anexo 23). El ratio promedio de inversión en intangibles sobre ingresos del *benchmark* para el 2019 y 2020 fue de 0.5% en ambos años.

3.4. Política de dividendos

Backus distribuye dividendos cuatro veces al año; los acuerdos se realizan a través de la Junta General de Accionistas o Sesiones de Directorio y el pago es en efectivo. En el mes de marzo el acuerdo corresponde a los saldos no distribuidos del ejercicio del año anterior, mientras que en los meses de junio, setiembre y noviembre se declaran dividendos a cuenta de utilidades del ejercicio en curso.

Gráfico 23. Dividendos pagados en millones de soles (2010 – 2020).



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2010 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Las cifras mostradas en el análisis financiero anual de Backus muestran la ejecución del plan de consolidación de su matriz AB InBev luego de realizar la compra de SAB Miller. Al igual que las demás subsidiarias a nivel mundial, Backus enfoca su desempeño en lograr la mayor utilidad posible en cada ejercicio para distribuir dividendos,

contribuyendo de esta manera al repago de la deuda financiera de la matriz. Para cumplir con este objetivo, la compañía mantiene la mayor holgura posible en plazos de pago a sus proveedores, reduce los plazos de cobro a los clientes, realiza una eficiente gestión de inventarios y provee de capital corriente a la matriz a través de las cuentas por cobrar y pagar relacionadas.

3.5. Análisis de ratios

Se calcularon distintos tipos de ratios para evaluar la gestión de la compañía, relacionando las cuentas del estado de situación financiera con las del estado de resultados. Posteriormente, estos indicadores serán de utilidad para realizar las proyecciones financieras requeridas en la valorización de la empresa.

3.5.1. Ratios de liquidez

Históricamente, el pasivo corriente de Backus ha excedido al activo corriente principalmente por las cuentas por pagar a empresas vinculadas, debido al (i) modelo global de compras centralizadas por AB InBev Procurement, Bavaria y Ambev Perú, y (ii) por los dividendos declarados en favor de los accionistas Bavaria y Racetrack (mismo escenario durante el control de SABMiller). No obstante, la posición de liquidez no se encuentra en riesgo gracias a que el plazo promedio de liquidación de los pasivos supera el de sus activos corrientes, permitiendo un flujo de caja positivo y holgura durante la operación.

Tabla 11. Evolución de los ratios de liquidez (2011 – 2020).

Ratios	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Benchmark	
											2019	2020
Liquidez corriente	0.97	0.64	0.68	0.60	0.67	0.58	0.82	1.04	1.02	1.28	1.63	1.84
Prueba ácida	0.69	0.42	0.45	0.39	0.51	0.47	0.74	0.92	0.93	1.15	1.03	1.30
Ratio de efectivo	0.16	0.12	0.13	0.12	0.26	0.32	0.48	0.30	0.19	0.20	0.41	0.76

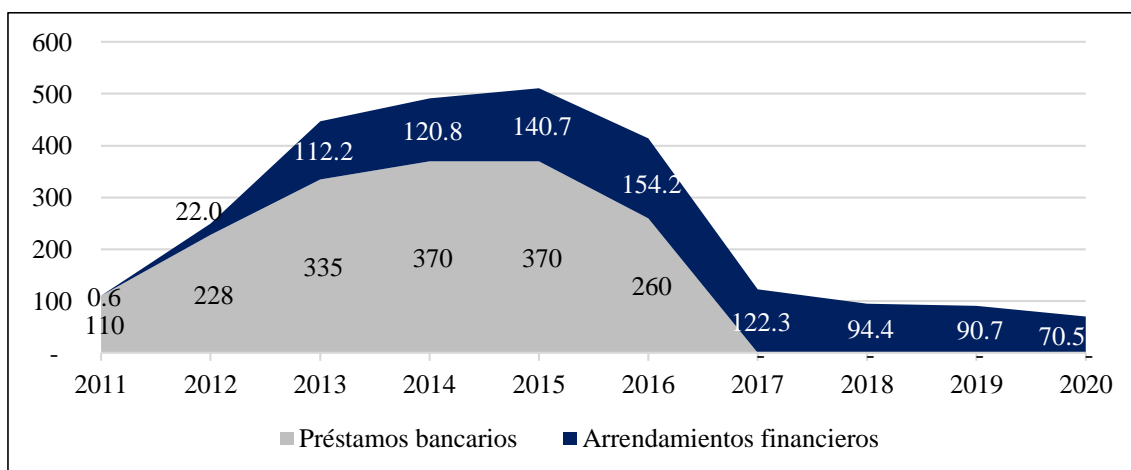
Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Luego de muchos años de tener un ratio corriente menor a la unidad, se alcanzó un ratio de 1.04, 1.02 y 1.28 durante el 2018, 2019 y 2020, respectivamente; dado que a partir del 2018 se incrementaron ampliamente las cuentas por cobrar no comerciales con relacionadas, debido a préstamos otorgados a Brandev (subsidiaria de AB InBev).

3.5.2. Ratios de solvencia

Al cierre de cada año, desde 2012 hasta 2016, las obligaciones financieras de Backus (préstamos bancarios y arrendamientos financieros) representaban, en promedio, un 11% de su volumen total de activos. Desde el 2017, luego de que se cancelaran los dos préstamos bancarios del BBVA por un saldo de S/260 millones (tabla 12), este porcentaje se mantiene en menos del 2%, en promedio, hasta fines del 2019.

Gráfico 24. Evolución de obligaciones financieras en miles de soles (2011 – 2020).



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

A partir del 2018, las únicas obligaciones por arrendamientos financieros que quedan son los que se requirieron años atrás para la obtención de terrenos en Cajamarca y Satipo, vehículos de transporte y montacargas.

Tabla 12. Fuente de las obligaciones financieras en miles de soles (2011 – 2020).

Obligaciones financieras	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Préstamos bancarios	110,000	227,615	335,000	370,000	370,000	260,000	0	0	0	0
BBVA Banco Continental		115,000	335,000	370,000	370,000	260,000				
Scotiabank	110,000	112,615								
Arrendamientos financieros	623	22,043	112,244	120,825	140,730	154,177	122,313	94,390	90,702	70,487
BBVA Banco Continental		1,407	49,846	59,036	75,265	65,298	51,085	31,043	26,149	19,263
Banco de Crédito del Perú			62,398	57,863	62,311	56,179	48,081	42,751	35,123	16,463
Scotiabank				3,926	3,154	9,736	10,174	4,907	14,813	20,461
Interbank						3,190		1,805	6,300	944
Relsa Perú							12,973	13,884		4,114
Otros	623	20,636				19,774			8,317	9,242
Total	110,623	249,658	447,244	490,825	510,730	414,177	122,313	94,390	90,702	70,487
% Oblig finan / Pasivo total	7.8%	14.5%	23.6%	25.5%	23.8%	18.1%	3.7%	3.0%	2.5%	2.2%

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Tabla 13. Evolución de los ratios de solvencia (2011 – 2020).

Ratios	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Benchmark	
											2019	2020
Ratio Deuda – Patrimonio	0.05	0.14	0.25	0.26	0.27	0.23	0.06	0.04	0.04	0.02	0.23	0.36
Ratio Deuda LP – Patrimonio	0.00	0.08	0.17	0.20	0.20	0.07	0.05	0.03	0.03	0.02	0.18	0.31
Apalancamiento Financiero	1.69	1.97	2.04	2.04	2.12	2.29	2.69	2.40	2.71	2.12	1.63	1.79

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

3.5.3. Ratios de rentabilidad

El margen bruto mostró una tendencia estable durante el periodo comprendido entre el 2012 y 2016; posteriormente, fue incrementando gracias a mejoras en la estructura de costos de fabricación de la empresa y también a las nuevas marcas globales que ingresaron al portafolio producto de la adquisición de AB InBev.

Tabla 14. Evolución de los ratios de rentabilidad (2011 – 2020).

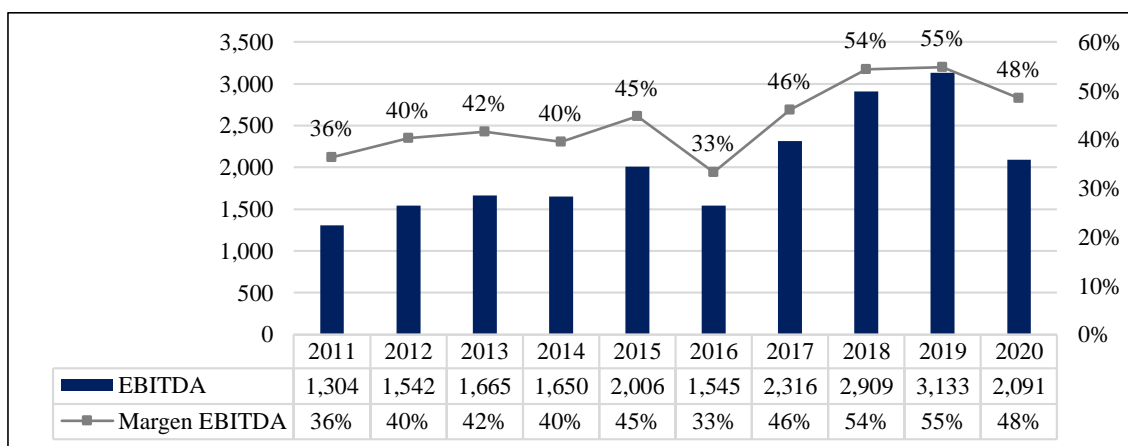
Ratios	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Benchmark	
											2019	2020
Margen Bruto	69%	71%	72%	71%	71%	71%	73%	74%	74%	70%	50%	47%
Margen Operativo	31%	34%	36%	34%	39%	27%	40%	49%	50%	41%	13%	9%
Margen Neto	21%	23%	24%	23%	27%	16%	28%	34%	35%	28%	8%	6%
Margen EBITDA	36%	40%	42%	40%	45%	33%	46%	54%	55%	48%	18%	16%

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

También se puede visualizar el incremento del margen operativo y neto a lo largo de los años debido, principalmente, a una mejor gestión y control de gastos. Backus poseía un ratio de gastos de venta y distribución sobre ventas por encima del 26% durante el 2011 – 2014, y fue decreciendo hasta llegar a 17.5% en el 2018 y 16.7% en el 2019; de la misma manera, los gastos administrativos pasaron de ser un 11.5% de las ventas en el 2011 a 6.5% al cierre del 2019. Esto explica el comportamiento del EBITDA de la compañía, la cual ha venido aumentando a una tasa promedio de 11.6% anual desde el 2011, mientras que los ingresos lo hacen a un ritmo del 6%.

El 2016 fue el único año que rompe con la tendencia descrita, ya que a pesar de que Backus logró alcanzar el margen bruto acostumbrado, generó una baja rentabilidad operativa y, en consecuencia, neta. La razón se debe a que se provisionaron impuestos por S/238 millones que elevaron el gasto en +65% frente al 2015 y que hicieron que los gastos administrativos representaran un 19.5% de la venta. Por otra parte, también se reconoció en “otros gastos” una baja de intangibles por S/80 millones que igualmente afectó el margen neto de la empresa.

Gráfico 25. Evolución del EBITDA y margen EBITDA (2011 – 2020).



Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Por otro lado, se calcularon tres indicadores adicionales para obtener una tasa de rendimiento sobre la inversión, ya sea desde el punto de vista de los inversores de capital o desde la empresa en general: Retorno sobre el patrimonio (ROE), Retorno sobre los activos (ROA) y Retorno sobre el capital invertido (ROIC).

Tabla 15. Evolución de los ratios de rentabilidad sobre la inversión (2011 – 2020).

Análisis Dupont	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Benchmark	
											2019	2020
Rotación de activos	1.03	1.09	1.08	1.10	1.10	1.14	0.96	1.00	0.98	0.70	0.77	0.74
Margen neto	21%	23%	24%	23%	27%	16%	28%	34%	35%	28%	8%	6%
Apalancamiento financiero	1.69	1.97	2.04	2.04	2.12	2.29	2.69	2.40	2.71	2.12	1.63	1.79
ROE	36%	50%	52%	51%	62%	43%	72%	83%	94%	41%	10%	8%
ROA	21%	25%	25%	25%	29%	19%	27%	35%	35%	20%	6%	4%
ROIC	36%	46%	45%	44%	53%	36%	61%	80%	89%	39%	10%	7%

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

3.5.4. Ratios de cobertura

Backus ha venido mostrando holgados niveles de cobertura, los cuales han ido incrementando con el paso de los años gracias a su creciente capacidad de generación de caja (incremento anual del Ebitda, descrito anteriormente) y a su bajo nivel de deuda.

Tabla 16. Evolución de los ratios de cobertura (2011 – 2020).

Ratios	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Benchmark	
											2019	2020
Cobertura de intereses (Ebitda / Gastos financieros)	95.9	97.3	63.3	44.6	51.4	37.5	92.7	150.3	157.7	82.8	12.1	10.3
Deuda / Ebitda	0.08	0.16	0.27	0.30	0.25	0.27	0.05	0.03	0.03	0.03	0.98	1.73

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Las diferencias de ratios con el *benchmark* se centran en los bajos niveles de endeudamiento de la empresa (solamente leasings financieros), que originan menores gastos por intereses financieros en comparación de otras empresas que no tienen esa ventaja de financiarse a través de sus proveedores.

3.5.5. Ratios de actividad

La rotación de inventarios se fue incrementando durante el periodo 2011 – 2016, hasta que a partir del 2017 los inventarios de productos terminados y semi terminados alargaron sus periodos en existencias. Asimismo, se visualiza que el tiempo que tarda la empresa en cobrar sus ventas se ha reducido, pasando de cobrar en plazos mayores a 25 días en promedio a cobrar en menos de 15 días. Por otro lado, se identifica un incremento en los plazos de cancelación de deudas con proveedores (principalmente de materia prima y mercadería) que son empresas vinculadas al grupo, gracias al modelo de compras centralizado por la matriz que permite generar ahorros y contar con un mayor poder de negociación.

Tabla 17. Evolución de las ratios de actividad (2011 – 2020).

Ratios	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Benchmark	
											2019	2020
Rotación de inventarios	5.0	5.2	5.1	6.0	6.7	7.2	6.4	5.9	5.8	4.5	3.9	4.2
Días de inventario	72	70	72	60	54	51	57	62	63	82	93	86
Rotación de CxC	14.5	12.9	12.2	14.6	15.9	20.0	17.0	23.8	28.8	36.9	6.1	6.7
Días de cobranza	25	28	30	25	23	18	21	15	13	10	60	54
Rotación de CxP	4.0	3.1	3.1	2.7	3.0	2.8	1.7	1.3	1.2	1.0	3.0	3.0
Días de pago	90	117	116	134	123	129	210	271	308	369	123	120
Ciclo de conversión de efectivo	7	-18	-14	-49	-46	-60	-131	-193	-233	-277	30	20

Fuente: Estados Financieros Consolidados (2011 - 2020) de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston. Elaboración propia.

Se observa que el ciclo de conversión de efectivo de Backus es usualmente negativo, lo que significa que el pago a las empresas relacionadas, proveedoras de materia prima y mercadería, se realiza mucho después de cobrar las ventas. En este sentido, se puede afirmar que el negocio es financiado principalmente por estos proveedores, por lo que no se requiere de un fondo de maniobra amplio ni de créditos corrientes, explicando así el bajo o nulo nivel de endeudamiento de corto plazo de la empresa.

3.6. Diagnóstico financiero

Luego del análisis financiero de Backus, se puede afirmar que la empresa presenta perspectivas estables debido a su liderazgo en el mercado peruano, que garantiza una

elevada eficiencia operativa en sus plantas de fabricación, que se suma a una situación financiera sólida y sostenible expresada a través de sus ratios financieros, ya que posee una elevada rentabilidad bruta, operativa y neta, además de mostrar una liquidez corriente mayor a la unidad en los últimos años; por otro lado, muestra una gran capacidad de cobertura de intereses debido al bajo nivel de deuda que posee.

Capítulo IV. Análisis de riesgos

Considerando los niveles de probabilidades e impactos de los riesgos de Backus (ver anexo 26), se ha considerado que los cambios en la regulación peruana tienen una repercusión comercial muy significativa, afectando principalmente a los ingresos de la compañía.

- Regulación tributaria: Modificaciones en el impuesto selectivo al consumo (ISC) de bebidas alcohólicas que puedan afectar indirectamente al precio de venta hacia consumidor y, en consecuencia, a los volúmenes de venta.
- Regulaciones contra la comercialización de bebidas alcohólicas: Limitaciones en el expendio y/o consumo de bebidas alcohólicas por zonas, edades u horarios.

Tabla 18. Matriz de riesgos de Backus.

		Impacto				
		Insignificante	Menor	Moderado	Mayor	Grave
Probabilidad	Casi seguro					
	Muy probable	Riesgo de tipo de cambio				Riesgo regulatorio
	Probable	Riesgo de tasas de interés	Riesgo de precios			
	Poco probable				Riesgo de crédito Riesgo de liquidez	Riesgo operativo
	Raro				Riesgo reputacional	

Elaboración propia

4.

Capítulo V. Valorización

5.

5.1. Método del flujo de caja descontado

El método del flujo de caja descontado está basado en la premisa de que el valor de cualquier activo puede ser estimado a través del valor presente de los flujos de caja futuros generados por el activo. En el presente trabajo se utilizará específicamente el método de flujo de caja libre para la firma (FCFF), el cual determina el valor de los activos operativos de la empresa y calcula indirectamente el patrimonio, deduciéndole el valor de la deuda y agregando el valor de activos no operativos, tales como exceso de efectivo, inmuebles en alquiler o activos sin uso.

5.1.1. Justificación del método

Esta metodología es considerada como la más precisa, dado que utiliza la visión estratégica de la compañía que guía su desempeño y que permite realizar estimaciones de ventas, requerimientos de inversión, capital de trabajo y proyecciones de estados financieros en general, tomando en cuenta las características de la industria y posiciones competitivas de sus participantes.

5.1.2. Estimación del CAPM y WACC

La tasa de descuento será el costo de capital promedio ponderado (WACC), el cual mide el costo de capital de la empresa basado en el costo del patrimonio (R_e) y costo de la deuda (R_d) después de impuestos, además de su respectiva proporción en la estructura de capital. El modelo completo de estimación de las tasas se desarrollará en el anexo 27.

Tabla 19. Cálculo del R_e y WACC.

Parámetro	Valor
-----------	-------

Beta desapalancado	0.665	Comparables (Bottom up beta)
Beta apalancado	0.666	Cálculo usando ecuación de Hamada
Tasa libre de riesgo US	0.93%	10y US Treasury Bond Yield (31-dic-2020)
Prima de mercado US	4.72%	Damodaran: Implied ERP (COVID Adjusted)
Riesgo país ajustado por volatilidad	2.29%	
<i>EMBIG (31-dic-2020)</i>	1.32%	BCRP: EMBIG Perú (31-dic-2020)
<i>(σ Equity / σ Bond)</i>	1.737	Desv.std BVL / Desv.std 10y Bono Perú (5 años)
Costo del patrimonio (COK) dólares	6.37%	
Inflación esperada US	1.9%	
Inflación esperada Perú	2.1%	
Costo del patrimonio (COK) soles	6.58%	
Deuda	70,487	Valor de mercado en miles de soles (31-dic-2020)
Patrimonio	30,144,674	Valor de mercado en miles de soles (31-dic-2020)
Tasa impositiva	31.9%	
Costo de deuda soles	4.48%	SBS: Tasa activa de créditos corporativos (31-dic-2020)
Costo de capital (WACC) soles	6.57%	

Elaboración propia.

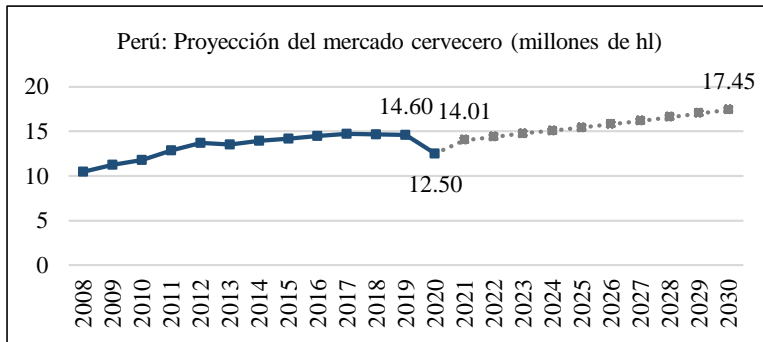
La tasa de descuento base para el modelo de valorización de Backus será de 6.57% anual, la cual toma en cuenta una beta calculada a partir de comparables (*Bottom up beta*). Los otros valores de betas obtenidos (ver anexo 27, punto 2) serán empleados para el análisis de sensibilidad, ya que cada una de ellas determinará un costo de patrimonio diferente.

5.1.3. Supuestos de proyecciones

En la tabla 21 se muestra un resumen de todos los supuestos (detallados en el anexo 28) utilizados para proyectar los estados financieros consolidados de Backus (ver anexo 29).

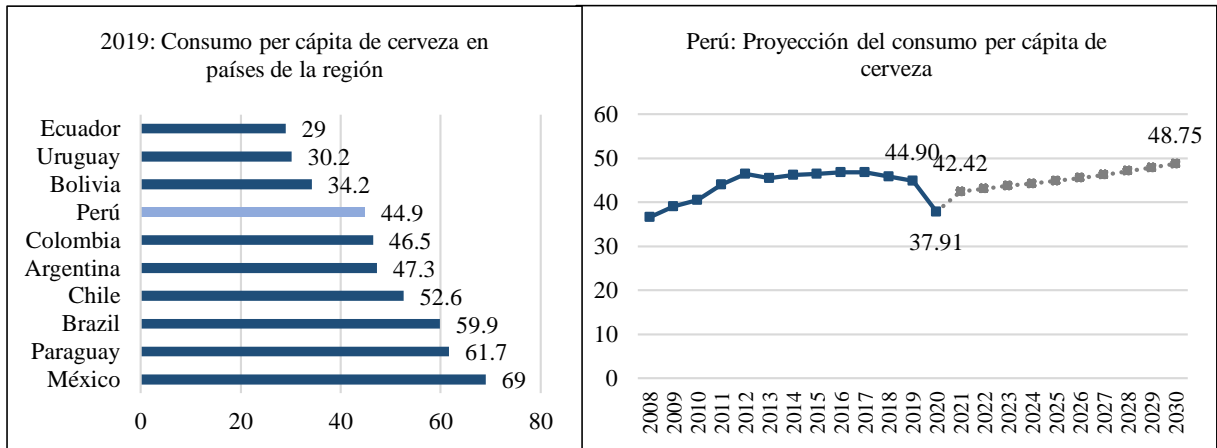
Tabla 20. Resumen de supuestos.

Variable	Supuestos
Moneda	El Sol dado que es la moneda funcional de la compañía
Años de proyección	Se considera un horizonte de proyección explícito de diez (10) años
Ventas	
Cerveza	
Cantidad	[Volumen vendido (mill hl) = Mercado cervecero peruano (mill hl) x Market share]
Mercado cervecero peruano	Se realizó una regresión lineal entre la variación del volumen de hl vendido en el mercado peruano y la variación del PBI del sector comercio. Se utilizaron las proyecciones del PBI del sector comercio del MEF y CEPLAN para determinar las variaciones en los volúmenes vendidos entre el 2021-2030. El crecimiento histórico del mercado cervecero peruano representa una oportunidad para Backus (O2 del FODA Cruzado)



De acuerdo a la **O1 del FODA Cruzado**, existe un incremento del consumo per cápita de cerveza en el Perú. Aunque aún es bajo frente a otros países de la región y del mundo, esto representa una oportunidad para las empresas establecidas y un incentivo para nuevos participantes nacionales y extranjeros

Consumo per cápita de cerveza



De acuerdo a la **Estrategia FA - Defensiva (F2,A1) del FODA Cruzado** se busca proteger el market share de la compañía para que no sea menor al 95%, ante la amenaza (baja) de nuevos participantes

Market share

Se utilizó un incremento promedio por inflación del 2% anual sobre el precio promedio del 2020 (325.3 soles por hl)

Precio

Otras bebidas

Cantidad

De acuerdo a la **Estrategias DA - Supervivencia (D1,A2,A5) del FODA Cruzado** se busca aumentar el enfoque comercial de otras bebidas (aguas, gaseosas y bebidas nutritivas); por ello, para el 2021-2030, el volumen de estas se incrementan anualmente de la siguiente forma:

Aguas: +4.5% (CAGR 2011-2019)

Gaseosas: +2.8% (CAGR 2013-2019)

Bebidas nutritivas: +5.6% (CAGR 2010-2019)

Precio Se utilizó un incremento promedio por inflación del 2% anual sobre el precio promedio de otras bebidas del 2020 (179.43 soles por hl)

Mix de ventas

El % del volumen de venta de otras bebidas sobre el volumen total de productos de Backus pasaría de 14.7% (2019) a 17.7% (2030), alineado a la estrategia DA descrita (ajustes de hábitos de consumo saludable).

Otros ingresos (alquileres, servicios, venta de maíz y materiales)

Históricamente representan el 1% de los ingresos totales de Backus

Costo de ventas

Costo de ventas Para el periodo 2021-2025, se consideró un margen bruto del 72.8% (promedio histórico del 2015-2019)

Para el periodo 2026-2030, se consideró un margen bruto del 71.7% en promedio, debido a la depreciación incremental de la ampliación de planta

Gastos operativos

Ratios históricos (2017-2019) del gasto sobre el total de ingresos Gastos de ventas y distribución: 18.7%
Gastos administrativos: 8.5%
Otros ingresos operativos: (1.1%)
Otros gastos: 1.1%

CAPEX y depreciación

Inversión en PP&E Ratio histórico (2015-2019) de inversión en PP&E sobre ventas: 5.6%
Con excepción de la inversión adicional (S/484.8 mill) durante los años 2024-2025 para la ampliación de la capacidad instalada en el 2026: de 15.6 a 17 mill de hl de cerveza

Inversión en Intangibles Ratio histórico (2015-2019) de inversión en Intangibles sobre ventas: 0.3%

Depreciación Se utilizaron tasas de depreciación diferenciadas para cada clase de activo

Capital de trabajo

Promedio histórico (2017-2019) de los ratios de actividad Días de Cuentas por cobrar: 17
Días de Cuentas por pagar: 263
Días de Inventarios: 61

Capital de trabajo

Payout ratio Se consideró que los dividendos distribuidos representarán el 97.6% de las ganancias netas de cada ejercicio (ratio histórico 2016-2019)

Elaboración propia.

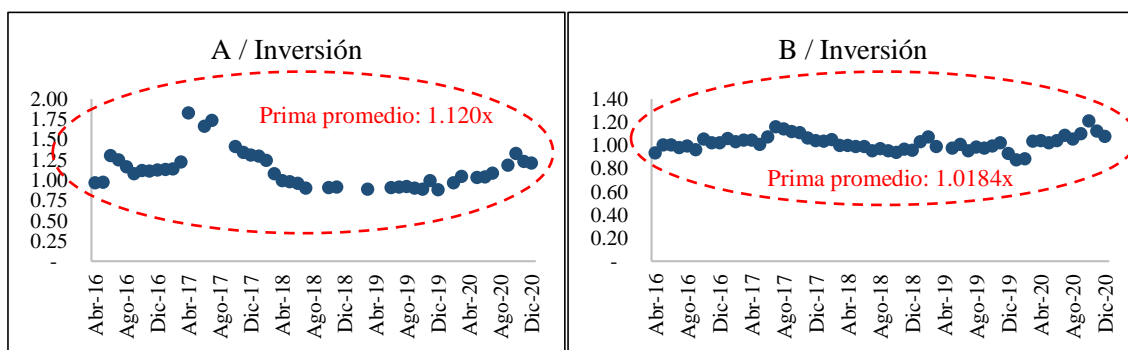
5.1.4. Prima de control y distribución del patrimonio por clase de acción

La prima de control se fundamenta en que el mercado asigna un valor adicional al derecho político que puede tener una clase de acción respecto a otra, a pesar de que la condición de poseer el derecho de voto no genere flujos monetarios incrementales a sus tenedores.

Para su cálculo, se determinaron los ratios mensuales de los precios de la acción clase A

y la acción de inversión²⁶ de Backus, dado que comparten los mismos derechos económicos, es decir, poseen la misma distribución de dividendos. Los precios utilizados son promedios ponderados provenientes de los montos y cantidad de acciones negociados en cada mes, durante cinco años (ene-16 a dic-20). Asimismo, se determinó la prima existente entre la acción clase B y la acción de inversión utilizando la misma metodología.

Gráfico 26. Primas entre las acciones comunes A-B y la acción de inversión.



Elaboración propia.

La prima de control de la acción A respecto a la acción de inversión fue de 1.120x, mientras que la prima de la acción B respecto a la acción de inversión fue de 1.0184x (gráfico 26). Estas relaciones permiten obtener la siguiente distribución del patrimonio por clase de acción:

Tabla 21. Patrimonio de Backus atribuido a cada clase de acción.

Clase de acción	Acciones en circulación (miles)	Valor por acción	Patrimonio atribuido	%
Clase A	76,046	11.20 x Inv	851,747 x Inv	59.1%
Clase B	2,026	10.184 x Inv	20,630 x Inv	1.4%
Inversión	569,515	Inv	569,515 x Inv	39.5%
			1,441,892 x Inv	100.0%

Elaboración propia.

²⁶ Para la comparación, el precio de la acción de inversión fue multiplicado por 10, debido a que su valor nominal es de S/1, mientras que el de la acción clase A y B es de S/10.

5.1.5. Estimación del flujo de caja descontado

A partir de las proyecciones desarrolladas en el punto anterior, se pudieron determinar los flujos de caja libre para la firma para el periodo 2021 – 2030. Por otro lado, para el cálculo del valor terminal actualizado al 2030 correspondiente a los flujos perpetuos del 2031 en adelante, se empleó una tasa de crecimiento perpetuo de 1.6%, proveniente de la multiplicación de un ROE proyectado de 66.3% para el 2030 (ver anexo 29) y de un *Retention rate* de 2.4% (97.6% de *Payout ratio* proveniente de los supuestos de proyección).

Tabla 22. Proyección del flujo de caja en miles de soles (2021 – 2030) y cálculo del valor de la acción.

Proyección del flujo de caja libre	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas netas	4,929,955	5,171,978	5,416,271	5,646,856	5,903,302	6,171,559	6,463,688	6,769,797	7,090,566	7,426,708
Costo de ventas	-1,341,413	-1,407,266	-1,473,737	-1,536,478	-1,606,256	-1,755,009	-1,834,496	-1,917,786	-2,005,066	-2,096,528
Utilidad bruta	3,588,542	3,764,711	3,942,534	4,110,378	4,297,047	4,416,550	4,629,192	4,852,011	5,085,500	5,330,180
Gastos de ventas y distribución	-922,077	-967,344	-1,013,036	-1,056,163	-1,104,128	-1,154,301	-1,208,940	-1,266,193	-1,326,189	-1,389,059
Gastos administrativos	-417,978	-438,498	-459,210	-478,759	-500,502	-523,245	-548,013	-573,966	-601,162	-629,661
Otros ingresos operativos, neto	54,904	57,599	60,320	62,888	65,744	68,732	71,985	75,394	78,966	82,710
Otros gastos	-55,262	-57,975	-60,713	-63,298	-66,173	-69,180	-72,454	-75,886	-79,481	-83,249
Utilidad operativa	2,248,129	2,358,494	2,469,895	2,575,046	2,691,988	2,738,555	2,871,770	3,011,360	3,157,635	3,310,920
Utilidad operativa después de impuestos	1,530,845	1,605,998	1,681,856	1,753,457	1,833,088	1,864,797	1,955,509	2,050,562	2,150,167	2,254,545
(+) Depreciación y Amortización	308,768	311,162	313,669	316,283	319,016	397,635	400,627	403,761	407,043	410,481
(-) Variación de Capital de Trabajo	-132,016	7,732	7,616	5,804	8,165	51,034	11,169	12,251	13,398	14,612
Flujo de Caja de Actividades de Operac	1,707,597	1,924,892	2,003,141	2,075,545	2,160,269	2,313,466	2,367,305	2,466,574	2,570,608	2,679,638
(-) Compra de Propiedad, Planta y Equipo	-276,464	-290,037	-303,736	-559,067	-573,448	-346,092	-362,474	-379,640	-397,628	-416,478
(-) Compra de Intangibles	-12,552	-13,168	-13,790	-14,377	-15,030	-15,713	-16,457	-17,236	-18,053	-18,909
Flujo de Caja de Actividades de Inversión	-289,016	-303,205	-317,526	-573,444	-588,478	-361,805	-378,931	-396,876	-415,681	-435,387
Flujo de Caja Libre para la Empresa	1,418,581	1,621,688	1,685,615	1,502,101	1,571,791	1,951,662	1,988,374	2,069,698	2,154,927	2,244,251
Valor Terminal										47,153,228

Elaboración propia.

Valor de los Activos Operativos de la Empresa	37,139,423
<i>(Valor presente de los flujos de caja futuros)</i>	
(+) Efectivo y Equivalente de Efectivo (31-dic-2020)	532,231
Valor de la Firma	37,671,654
(-) Deuda a valor de mercado (31-dic-2020)	-70,487
Valor del Patrimonio	37,601,167

Clase de acción	A	B	Inversión
Patrimonio (miles de soles)	22,211,584	537,971	14,851,613
Acciones en circulación (miles)	76,046	2,026	569,515
Valor de la acción	292.08	265.57	26.08

Precio de la acción (31-dic-2020)	239.90	210.00	20.15
--	---------------	---------------	--------------

Elaboración propia.

5.1.6. Análisis de sensibilidad

a. Sensibilidad a partir de fluctuaciones de las tasas de descuento y crecimiento

Para este análisis de sensibilidad se consideraron variaciones en la tasa de crecimiento perpetuo (g, 0.0% - 3.5%) y distintas tasas WACC (5.32% - 6.59%), con el objetivo de visualizar el efecto conjunto que tendrían sobre el valor de la acción de inversión:

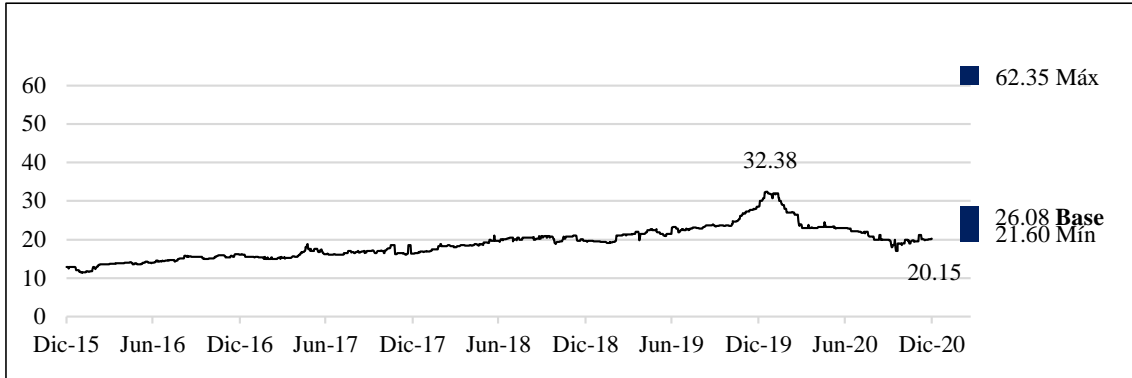
Tabla 23. Análisis de sensibilidad para el valor de la acción.

		Tasa de crecimiento								
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	1.6%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	5.32%	27.13	29.03	31.37	34.33	35.18	38.17	43.37	50.82	62.35
	5.43%	26.54	28.35	30.56	33.33	34.13	36.91	41.71	48.48	58.75
	5.67%	25.37	26.98	28.94	31.38	32.07	34.47	38.55	44.14	52.32
	5.76%	24.96	26.51	28.39	30.72	31.38	33.66	37.50	42.74	50.30
	6.03%	23.76	25.14	26.79	28.80	29.37	31.32	34.55	38.85	44.85
	6.16%	23.21	24.51	26.06	27.95	28.48	30.29	33.27	37.19	42.58
	6.57%	21.69	22.79	24.09	25.64	26.08	27.54	29.90	32.93	36.94
	6.59%	21.60	22.69	23.98	25.52	25.95	27.39	29.72	32.71	36.65

Elaboración propia.

En el escenario pesimista, el valor de la acción sería de S/ 21.6, asumiendo que los flujos a partir del 2031 se mantendrían constantes y que la tasa de descuento estaría en su máximo valor. Lo más importante del análisis es la visibilidad de cuán bondadoso puede ser el ajuste del valor de la acción ante escenarios de estrés teniendo como valores extremos S/ 21.6 y S/ 62.35.

Gráfico 27. Valor de la acción de inversión (mínimo, base y máximo) en soles.



Elaboración propia.

b. Simulación de Montecarlo

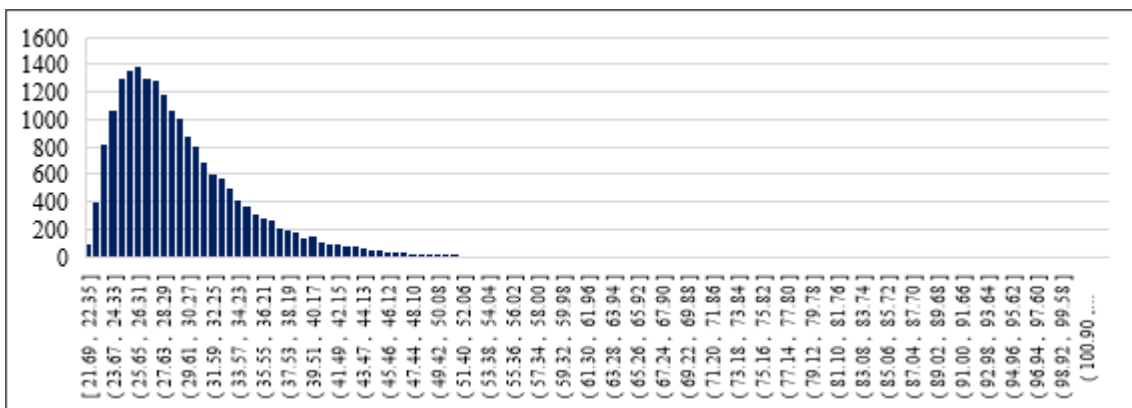
Se realizó una simulación de Montecarlo para realizar una predicción del valor de la acción de inversión de Backus, considerando que las variables aleatorias, WACC y g , presentan una distribución de probabilidad PERT (beta) con las siguientes características:

Tabla 24. Consideraciones de las variables para la distribución PERT (beta).

	WACC	g
Mínimo	5.52%	0%
Moda (base)	6.76%	1.7%
Máximo	6.79%	5%

Elaboración propia.

Gráfico 28. Histograma de valores de la acción de inversión de Backus.



Elaboración propia.

Se realizaron 20,000 iteraciones para la simulación y se encontró que el 100% de las observaciones mostraron un valor por acción superior a S/21.69 (sabiendo que el precio al 31 de diciembre fue S/20.15 y que la cotización histórica máxima alcanzó los S/32.4 a mediados de enero del 2020).

5.2.Otros métodos de valorización

Se consideraron también otras metodologías basadas en el valor contable de Backus, en múltiplos de empresas comparables y en transacciones pasadas de adquisición de empresas cerveceras en el mundo. Además, se incluyeron valorizaciones realizadas en otros trabajos de investigación.

5.2.1. Valor contable de la sociedad

El valor en libros, valor contable o patrimonio neto de la empresa es el valor de los recursos propios registrados en el estado de situación financiera. Es calculado como la diferencia entre el activo y el pasivo, representando el excedente del total de derechos y bienes de la compañía sobre el total de sus deudas con terceros.

Tabla 25. Valor contable de la acción.

Balance general	2020		
Total activos	6,162,846		
Total pasivos	3,255,775		
Total patrimonio	2,907,071		
<i>Capital emitido</i>	780,722		
<i>Capital adicional</i>	64,685		
<i>Acciones de inversión</i>	569,515		
<i>Acciones en cartera</i>	-1,737		
<i>Otras reservas de capital</i>	243,782		
<i>Otras reservas de patrimonio</i>	17,735		
<i>Resultados acumulados</i>	1,202,396		
<i>Participaciones no controladoras</i>	29,973		

Clase	A	B	Inversión
Patrimonio (miles de soles)	1,717,251	41,592	1,148,227
Acciones en circulación (miles)	76,046	2,026	569,515
Valor de la acción	22.58	20.53	2.02

Valor nominal	10.00	10.00	1.00
----------------------	--------------	--------------	-------------

Fuente: Estados Financieros Consolidados de Backus 2020. Elaboración propia.

Dado que este valor no necesariamente coincide con los valores de mercado, y que se basa en solo un corte del estado de situación financiera sin tomar en cuenta las proyecciones de la compañía, se considera que esta metodología tradicional es limitada.

5.2.2. Modelo de múltiplos

a. Múltiplo EV/EBITDA

Para el cálculo del valor de las acciones de Backus, se utilizaron los ratios de valor de empresa sobre Ebitda (EV/EBITDA) de empresas comparables, y se tomó el promedio de estos para poder aplicarle el Ebitda de la compañía y así obtener el valor de la empresa.

Tabla 26. Valor de la acción mediante múltiplo EV/EBITDA.

Empresas comparables	EV/EBITDA
Anheuser-Busch InBev SA/NV	16.19
Heineken N.V.	18.55
Molson Coors Brewing Company	30.50
Diageo plc	31.13
The Boston Beer Company, Inc.	37.80
Kirin Holdings Company, Limited	13.80
Ambev S.A.	11.04
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	6.52
Múltiplo	20.69
EBITDA 2020 (miles de soles)	2,090,836
Valor de los Activos Operativos de la Empresa	43,259,023
(+) Efectivo y Equivalente de Efectivo (31-dic-2020)	532,231
Valor de la Firma	43,791,254
(-) Deuda a valor de mercado (31-dic-2020)	-70,487
Valor del Patrimonio	43,720,767

Clase	A	B	Inversión
Patrimonio (miles de soles)	25,826,525	625,526	17,268,717
Acciones en circulación (miles)	76,046	2,026	569,515
Valor de la acción	339.61	308.79	30.32

Fuente: Bloomberg y Estados Financieros Consolidados de Backus 2020. Elaboración propia.

b. Múltiplo Price to Earnings ratio (P/E)

A través del promedio de los P/E de las mismas empresas comparables y utilizando el EPS atribuible a las acciones de inversión, se calculó el valor de dicha clase de acción.

Tabla 27. Valor de la acción mediante múltiplo P/E.

Empresas comparables	P/E
Anheuser-Busch InBev SA/NV	16.17
Heineken N.V.	24.13
Molson Coors Brewing Company	12.16
Diageo plc	47.89
The Boston Beer Company, Inc.	62.64
Kirin Holdings Company, Limited	28.44
Ambev S.A.	21.64

Compañía Cervecerías Unidas S.A.	20.17
Múltiplo	29.16
Utilidad neta atribuible a acciones de inversión (miles de soles)	507,974
Acciones de inversión en circulación (miles)	569,515
EPS Inversión 2020	0.89
Valor de la acción de inversión	26.00

Fuente: Bloomberg y Estados Financieros Consolidados de Backus 2020. Elaboración propia.

5.2.3. Otras valorizaciones de Backus

5.2.3.1. Transacciones pasadas

Se determinó un ratio promedio TV/EBITDA de distintos múltiplos resultantes de transacciones públicas de M&A de empresas del rubro cervecero a nivel mundial.

Tabla 28. Valor de la acción mediante transacciones de M&A pasadas.

Transacciones públicas		TV / EBITDA
Asahi Group Holdings compra Carlton & United Breweries (CUB), subsidiaria australiana de AB InBev	Jul-19	14.90
Asahi Group Holdings compra negocio cervecero de AB InBev en Europa oriental y central	Dic-16	14.80
AB InBev compra SABMiller	Oct-16	16.17
Asahi Group Holdings compra Peroni, Grolsch y Meantime a AB InBev	Abr-16	15.00
Heineken adquiere Pivovarna Lasko (cervecera eslovaca)	Ene-16	14.50
Molson Coors Brewing Co. Adquiere el 58% de MillerCoors LLC	Nov-15	9.20
Heineken compra Asia Pacific Breweries	Set-12	16.50
AB InBev compra el 50% restante de Grupo Modelo	Jun-12	12.90
Múltiplo		14.25
EBITDA 2020 (miles de soles)		2,090,836
Valor de los Activos Operativos de la Empresa		29,786,572
(+) Efectivo y Equivalente de Efectivo (31-dic-2020)		532,231
Valor de la Firma		30,318,803
(-) Deuda a valor de mercado (31-dic-2020)		-70,487
Valor del Patrimonio		30,248,316

Clase	A	B	Inversión
Patrimonio (miles de soles)	17,868,142	432,772	11,947,403
Acciones en circulación (miles)	76,046	2,026	569,515
Valor de la acción	234.96	213.64	20.98

Fuente: Bloomberg y Estados Financieros Consolidados de Backus 2020. Elaboración propia.

5.2.3.2. Valorizaciones de otras tesis

Se incluyeron valorizaciones de Backus realizadas en otros trabajos de investigación para optar al grado de magister en finanzas de la Universidad del Pacífico.

Tabla 29. Valor de la acción determinadas en otras tesis.

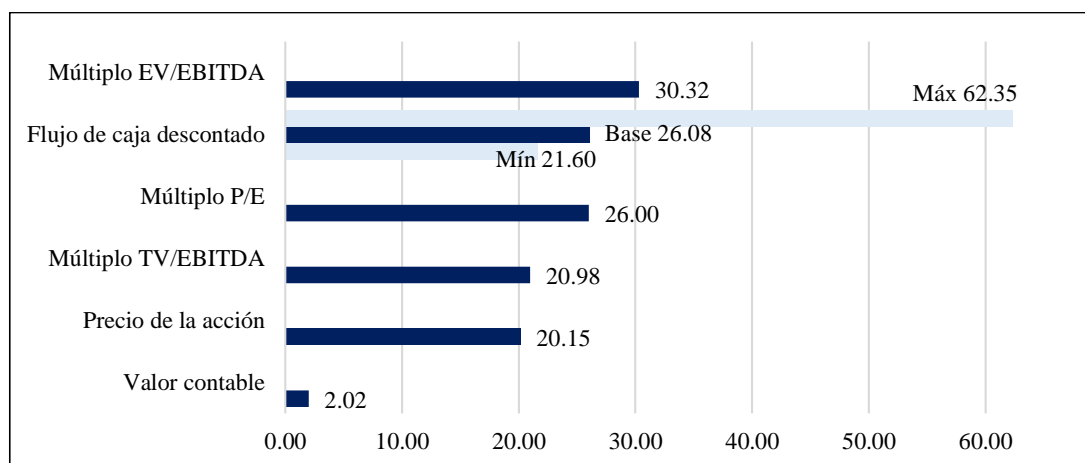
Autores	Fecha de valorización	Precio acción	Valor acción
Zegarra Roman, Oscar.	31-Dic-18	19.64	15.43
Chang, Jesús. Gamarra, Gonzalo. López, Pablo.	31-Dic-18	19.64	20.86
Alvarado, Carlos. Alvarado, Jorge Luis. Pinedo, Oscar.	31-Dic-17	16.35	12.20

Fuente: Tesis mencionadas. Elaboración propia.

5.3.Comparación del valor de la acción de inversión entre metodologías

A continuación, se muestra un resumen del valor de la acción de inversión de Backus a través de las distintas metodologías desarrolladas en el presente trabajo de investigación:

Gráfico 29. Valores de la acción de inversión según metodologías (al 31-dic-2020).



Elaboración propia.

5.4.Recomendación de inversión

La presente investigación muestra múltiples puntos sólidos y distintos fundamentos para considerar que las acciones de Backus continuarán siendo líquidas en el mercado y que se mantendrán dentro del grupo de empresas estables en la BVL. Los supuestos se basan en la capacidad defensiva de la industria en el Perú, la brecha de consumo existente con otros países de la región (crecimiento potencial), ingresos sostenibles de la compañía y en el dominio absoluto del mercado peruano.

De acuerdo con las estimaciones, tanto el modelo de flujo de caja descontado (que arroja como valor base S/ 26.08), como el resto de modelos alternativos, indicarían que el valor intrínseco de la acción estaría por encima de su precio de mercado por lo que se recomienda comprar.

Bibliografía

- Macro Invest. (2017). Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 18/10/2020. Determinación del precio mínimo a ser tomado en cuenta por AB-INBEV/NV en la oferta pública de adquisición sobre las acciones comunes con derecho a voto emitidas por Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2020). [En línea]. Información de grupo económico y vinculados de U.C.P.B.J. S.A. Fecha de consulta: 16/10/2020. Disponible en: <<https://www.smv.gob.pe>>.
- Backus. Memoria Anual 2020. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/04/2021. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2019. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2018. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2017. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2016. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2015. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2014. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.
- Backus. Memoria Anual 2013. Lima: [PDF]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/gobierno-corporativo/memoria-anual>>.

- Krones (2020). [En línea]. Cerveza producida en la selva. Fecha de consulta: 25/10/2020. Disponible en: <<https://www.krones.com/es/productos/referencias/cerveceria-san-juan-peru-linea-de-botellas-de-vidrio-retornables-krone.php>>.
- EMIS. (2020). [En línea]. Fecha de consulta: 25/10/2020. Transportes 77 SA PERÚ. Disponible en: <https://www.emis.com/php/company-profile/PE/Transportes_77_SA_es_3398632.html>.
- ABINBEV. (2020). [En línea]. Fourth Quarter and Full Year Results. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.ab-inbev.com/investors/annual-and-half-year-reports/>>.
- Euromonitor. (2020). “Beer in world”. [Documento privado].
- Euromonitor. (2020). “Anheuser-Busch InBev SA/NV”. [Documento privado].
- Bolsa de Valores de Lima (BVL). (2020). [En línea]. Histórico de cotización. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.bvl.com.pe/mercado/>>.
- Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan. (2016). Corporate Finance. McGraw-Hill.
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2020). [En línea]. Estados Financieros U.C.P.B.J. S.A. Fecha de consulta: 16/10/2020. Disponible en: <<https://www.smv.gob.pe>>.
- Instituto Nacional de Estadística (INEI). (2020). [En línea]. Población nacional y regional. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/>>.
- Backus. Proceso productivo. Lima: [En línea]. Fecha de consulta: 26/10/2020. Disponible en: <<https://www.backus.pe/cultura-cervecera/proceso-cervezero>>.
- Porter, M. E. (1985). The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. New York: Free Press.

- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2020). [En línea]. PBI mundial y de países Zona Euro, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, China. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>>.
- Banco Mundial. (2020). [En línea]. Proyecciones macroeconómicas. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>>.
- Euromonitor. (2020). “World market for alcoholic drinks”. [Documento privado].
- Statista. (2020). “Global beer production 1998 – 2019”. [Documento privado].
- Statista. (2020). “Leading 10 countries in worldwide beer production in 2019”. [Documento privado].
- KIRIN. (2020). [En línea]. Global Beer Consumption by Country in 2019. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.kirinholdings.co.jp/>>.
- Instituto Nacional de Estadística. (2020). [PDF]. PBI Trimestral Cuentas Nacionales. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/01-informe-tecnico-pbi-iv-trim-2020.pdf>>.
- Banco Mundial. (2020). [En línea]. Indicadores del desarrollo mundial. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://databank.bancomundial.org/source/world-development-indicators>>.
- Diario Gestión. (2020). [En línea]. Perú, Costa Rica y Chile, países con más empleo perdido por la pandemia. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://gestion.pe/mundo/internacional/peru-costa-rica-y-chile-los-paises-con-mas-empleo-perdido-por-la-pandemia-noticia/>>.

- Diario El Comercio. (2020). [En línea]. Perú perdería 1.5 millones de empleos por la pandemia. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.elcomercio.com/actualidad/peru-millones-empleos-pandemia-covid.html>>.
- AJE. (2020). [En línea]. Grupo AJE da la bienvenida a HEINEKEN: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.ajegroup.com/nota/grupo-aje-da-la-bienvenida-a-heineken/>>.
- Ansoff, H.I. (1957). Strategies for Diversification Strategies for Diversification. Harvard Business Review. 1957.
- Diario Gestión. (2020). [En línea]. Backus reanudó producción regular de cerveza. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://gestion.pe/signwall/?outputType=signwall&signwallHard=1>>.
- Instituto Nacional de Estadística (INEI). (2020). [En línea]. Variación de los indicadores de precios de la economía 2019. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/>>.
- Kaplan Schweser Notes Level I. (2020). Corporate Finance, Equity Investments and Fixed Income, 2020 CFA Program.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (2020). [En línea]. Cotización de oferta y demanda tipo de cambio. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: <https://www.sbs.gob.pe/app/pp/sistip_portal/paginas/publicacion/tipocambiopromedio.aspx>.
- John J. Wild, K.R. Subramanyan, Robert F. Hasley. (2017). Análisis de Estados Financieros. McGraw-Hill Interamericana.
- Pinto J. (2015). Equity Asset Valuation, 3ra edición. CFA Institute Investment Series. John Wiley & Sons: Nueva York.

- Economipedia. (2020). [En línea]. Elasticidad. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: < <https://economipedia.com/definiciones/elasticidad.html> >.
- Magretta, Joan. (2011). Understanding Michael Porter: The Essential Guide to Competition and Strategy. HBR Press.
- Osterwalder, Alexander. Pigneur, Yves (2010). Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers. John Wiley and Sons.
- Economipedia. (2020). [En línea]. Riesgo de Crédito. Fecha de consulta: 27/11/2020. Disponible en: <<https://economipedia.com/definiciones/riesgo-de-credito.html>>.
- Deloitte. (2016). NIIF 9 Instrumentos Financieros. Lo que hay que saber desde la perspectiva de las empresas no financieras.
- Investopedia. (2020). [En línea]. What is Market Risk?. Fecha de consulta: 27/11/2020. Disponible en: < <https://www.investopedia.com/terms/m/marketrisk.asp> >.
- Investopedia. (2020). [En línea]. Forward Swap. Fecha de consulta: 27/11/2020. Disponible en: <<https://www.investopedia.com/terms/f/forwardswap.asp>>.
- Economipedia. (2020). [En línea]. Riesgo de tipo de interés. Fecha de consulta: 27/11/2020. Disponible en: <<https://economipedia.com/definiciones/riesgo-tipo-interes.html>>.
- Perú Retail. (2020). [En línea]. Backus entre las tres empresas más responsables del Perú. Fecha de consulta: 27/10/2020. Disponible en: < <https://www.peru-retail.com/backus-entre-tres-empresas-responsables-peru/> >.
- U.S. Department of the Treasury. (2020). [En línea]. Daily Treasury Yield Curve Rates. Fecha de consulta: 27/02/2021. Disponible en: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>>.

- Damodaran, Aswath. (1999). Estimating Risk Parameters. Stern School of Business, New York.
- Bloomberg. Terminal UP. Adjusted betas, D/E.
- Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2021). [En línea]. Marco Macroeconómico Multianual 2021 – 2024. Fecha de consulta: 27/11/2020. Disponible en: <https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=100869&lang=es-ES&view=article&id=3731>.
- CEPLAN. (2021). [En línea]. Proyecciones macroeconómicas al 2030. Fecha de consulta: 27/11/2020. Disponible en: <https://www.ceplan.gob.pe/documentos_/peru-proyecciones-macroeconomicas-al-2030/>.

Anexos

Anexo 1. Línea de tiempo de Backus.



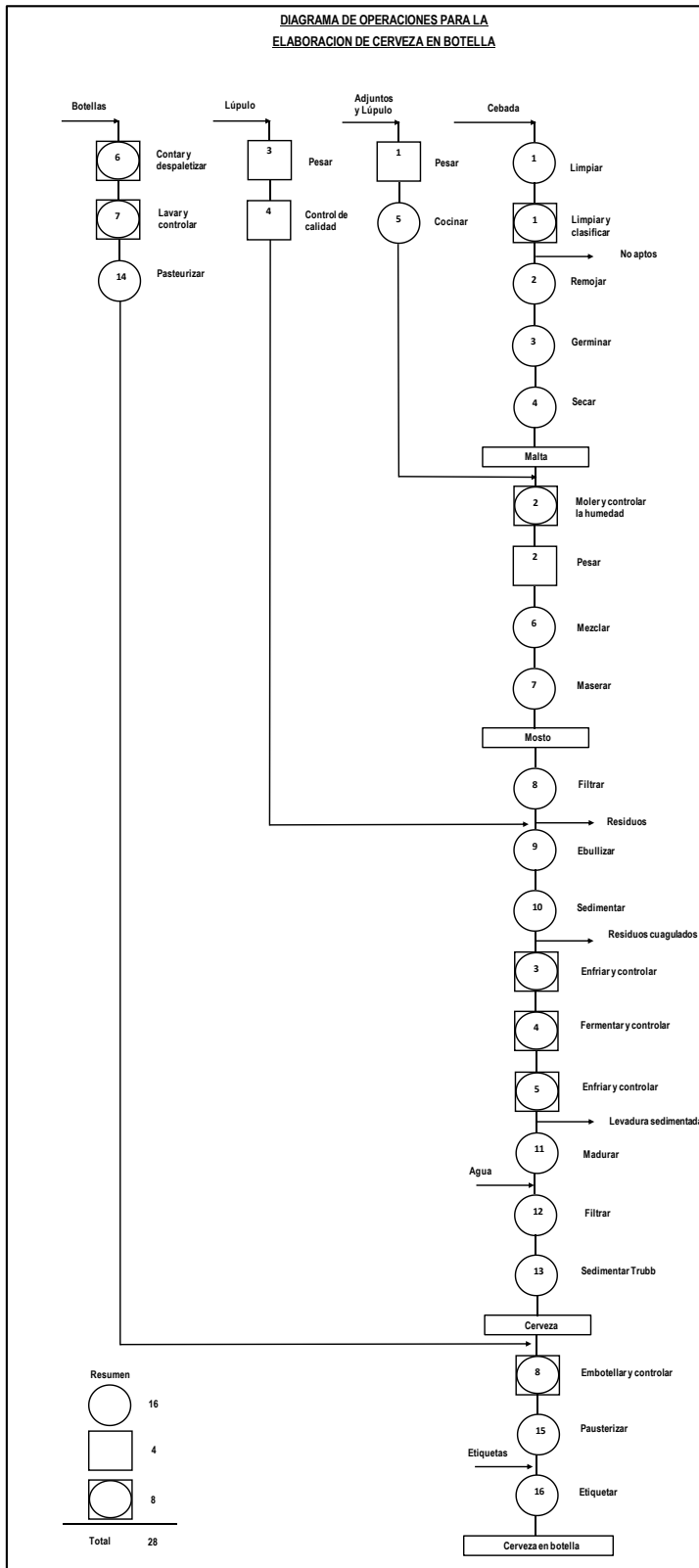
Fuente: Memorias Anuales de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Anexo 2. Renta variable: Top 20 de empresas industriales (ene – dic 2020).

Nemónico	Monto negociado S/	% Total	Nemónico	N° Operaciones	% Total	Nemónico	Frec. Neg. %
ALICORC1	756,521,181	57.6%	ALICORC1	5,811	27.9%	ALICORC1	99.6
UNACEMC1	180,648,931	13.8%	UNACEMC1	3,318	15.9%	UNACEMC1	92.5
CPACASC1	172,983,602	13.2%	RELAPAC1	2,887	13.9%	CPACASC1	87.8
EXSAII	49,578,068	3.8%	SIDERC1	2,286	11.0%	CORAREI1	85.4
BACKUSII	48,225,757	3.7%	CORAREI1	1,926	9.3%	SIDERC1	84.3
CORAREI1	21,996,775	1.7%	BACKUSII	1,676	8.1%	BACKUSII	83.5
SIDERC1	21,675,828	1.7%	CPACASC1	1,660	8.0%	RELAPAC1	81.5
RELAPAC1	17,904,974	1.4%	EXSAII	223	1.1%	CORAREC1	26.4
CORAREC1	7,679,915	0.6%	CORAREC1	181	0.9%	EXSAII	15.0
MODIANI1	6,600,332	0.5%	AUSTRAC1	106	0.5%	SNJUANI1	12.6
CRETEXI1	4,325,395	0.3%	GLORIAI1	94	0.5%	AUSTRAC1	12.2
CORLINI1	4,121,008	0.3%	BACKUBC1	93	0.4%	BACKUBC1	12.2
EXSAC1	3,602,539	0.3%	SNJUANI1	86	0.4%	GLORIAI1	9.5
EXALMC1	3,445,935	0.3%	EXALMC1	56	0.3%	ALICORI1	8.7
BACKUBC1	3,312,891	0.3%	EXSAC1	54	0.3%	MICHEI1	8.3
AUSTRAC1	2,679,356	0.2%	ALICORI1	42	0.2%	CPACASI1	6.3
SNJUANI1	2,263,260	0.2%	MICHEI1	42	0.2%	ELCOMEI1	5.5
BACKUAC1	1,054,915	0.1%	ELCOMEI1	39	0.2%	SNJUANC1	5.5
ALICORI1	660,595	0.1%	SNJUANC1	36	0.2%	EXALMC1	5.5
RECORDI1	584,691	0.0%	UNITEXI1	27	0.1%	BACKUAC1	4.7
TOTAL	1,313,403,789	100.0%	TOTAL	20,806	100.0%		

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Informe Bursátil - diciembre 2020. Elaboración propia.

Anexo 3. Diagrama de operaciones para la elaboración de cerveza embotellada.



Elaboración propia.

Anexo 4. Reporte sobre el Cumplimiento del código de Buen Gobierno Corporativo.

El Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo de Backus correspondiente al ejercicio 2020²⁷ muestra la siguiente evaluación respecto a cinco pilares:

- a. Derecho de los Accionistas: Se cumplió 9 de 14 principios
- b. Junta General de Accionistas: Se cumplió 9 de 15 principios
- c. El Directorio y La Alta Gerencia: Se cumplió 32 de 39 principios
- d. Riesgo y Cumplimiento: Se cumplió 9 de 13 principios
- e. Transparencia de la Información: Se cumplió 4 de 5 principios

Al cierre del 2020, Backus cuenta con siete miembros en el directorio, siendo dos de ellos independientes de la organización; asimismo, el grupo gerencial de la compañía se encuentra conformado por diez ejecutivos pertenecientes a la empresa Backus Estrategia S.A.C., subsidiaria de Backus que le presta servicios de gerenciamiento, dirección, gestión y administración desde mayo del 2017. Sergio Andrés Rincón Rincón lidera la operación de AB InBev en el Perú como presidente del directorio y como gerente general de Backus y aunque esta práctica sea muy común entre muchas corporaciones, en los últimos años las funciones de gerente general y presidente del directorio han venido separándose, buscando que esta última posición sea independiente para evitar conflictos de intereses o problemas de agencia²⁸.

Directorio y plana gerencial de Backus a diciembre del 2020.

Gobierno corporativo	Nombre	Cargo	Año cargo
Directorio	Sergio Andrés Rincón Rincón	Presidente del directorio	2019
	Piero Eduardo Ghezzi Solis	Director independiente	2020

²⁷ Superintendencia del Mercado de Valores. Gobierno corporativo – Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

²⁸ Kaplan Schweser Notes Level I. Corporate Finance, Equity Investments and Fixed Income. 2020 CFA Program Exam Prep.

	Carlos Alberto Neuhaus Tudela	Director independiente	2020
	Claudia María Cooper Fort	Director independiente	2020
	Pablo Hernán Querol	Director	2019
	Ricardo Lincoln Meyer Mattos	Director	2019
	María Julia Sáenz Rabanal	Director	2017
	Juan Ernesto Berrios Pardo	Director	2017

Gobierno corporativo	Nombre	Cargo
Plana gerencial	Sergio Andrés Rincón Rincón	Gerente General
	María Julia Sáenz Rabanal	Directora de Legal & Corporate Affairs
	Juan Ernesto Berríos Pardo	Director de Finance
	Carla Gianella Silva Aristi	Directora de People
	Ricardo Camiz De Fonseca	Director de Sales
	Gustavo Adolfo Guimas Reyna	Director de Supply
	Fausto Iván Sánchez Sedano	Director de Logistics
	Alvaro Antonio De Luna	Director de Marketing
	Alejandra Campero Díaz	Directora de Procurement
	Pedro Romano	Director de Solutions

Fuente: Memoria Anual 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. y SMV - Hechos de importancia.

Elaboración propia.

Anexo 5. Detalle de políticas de Responsabilidad Social.

- a. Emprendimiento, el cual se enfoca en empoderar y fortalecer habilidades de gestión en mujeres del sector bodeguero buscando impactos positivos en las diferentes comunidades y en la calidad de vida de las familias con programas como “Creciendo por un sueño”, donde se capacitan a mujeres empresarias en 13 regiones del país.
- b. Consumo responsable, el cual tiene como principal función el desarrollar programas e iniciativas contra el consumo excesivo de bebidas alcohólicas en la población (en especial de menores de edad). Este plan se basa en información acerca de riesgos de consumo de bebidas alcohólicas y adopción de hábitos saludables.
- c. Preservación del recurso hídrico, enfocado primordialmente en el uso eficiente del agua a través de proyectos de infraestructura verde (*Greenfield Project*) en la parte alta de los ríos Chillón, Lurín y Rímac; por otro lado, se manejan proyectos en curso (*Brownfield Project*) de acceso y saneamiento de agua para más familias peruanas.

Desde este pilar de responsabilidad social, se intenta fomentar la cultura de conservación y cuidado de agua.

Adicionalmente, estos ejes se acompañan transversalmente por un componente importante como es el voluntariado. Dentro de las principales acciones realizadas por la empresa durante el 2019 se encuentran:

- Desde el 2018, la compañía ha capacitado a más de 10,000 mujeres y se tiene como objetivo para el 2020 capacitar a 10,000 bodegueras más.
- Como iniciativa de preservación del recurso hídrico, se diseñó e implementó el proyecto Aquafondo, que consiste en un micro reservorio a 4,310 m.s.n.m. en la comunidad campesina de San Mateo, Huarochirí.
- Se realizaron donaciones para el Servicio de Parques de Lima (SERPAR) por 40,744 m³ de agua potable.
- Junto a Cencosud, se llevó a cabo la construcción de la estructura de las tortugas marinas más grande del país, hecha con 500 Kg de plástico reciclado, como iniciativa hacia la ciudadanía para el cuidado de playas y medio ambiente²⁹.
- Finalmente, cabe señalar que la empresa cumple cada año con presentar el “Reporte sobre cumplimiento de Buen Gobierno Corporativo” que solicita la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), en donde se informa al mercado acerca de sus actividades y gestión de riesgos inherentes con aspectos medioambientales y sociales.

Anexo 6. Desarrollo de la crisis internacional por el Covid-19.

La crisis por el Covid-19, en relación con distintas crisis financieras, es considerada como la peor recesión desde la segunda guerra mundial y la primera en afectar disminución del

²⁹ Diario Gestión. “Crean las tortugas más grandes del país con 500 kilos de plástico reciclado”.

PBI per cápita de cada país. Ha generado fuertes distorsiones en los mercados internos, especialmente en el comercio, salud y finanzas, para economías avanzadas lo que empujaría a muchas personas hacia la pobreza extrema. Para países dependientes de actividades como el turismo y comercio internacional, el efecto Covid-19 sería más profundo, agudizando sus contracciones económicas proyectadas, estos efectos sumados a la suspensión de clases y dificultades para el acceso de servicios primarios de atención de salud ponen en riesgo el capital humano futuro global.

Para el 2021, se estima que el crecimiento mundial sea cercano a un 6.0%³⁰, dependiendo de la disyuntiva de los gobiernos entre controlar la infección y no castigar la economía. Como consecuencia de la salida de capitales hacia activos de refugio, el sol se ha depreciado, originando que el tipo de cambio se mantenga en niveles superiores a S/3.60 desde inicios del cuarto trimestre del 2020³¹, a su vez, el mercado de bonos soberanos ha sido castigado con un mayor riesgo país para toda la región. Por otro lado, la desaceleración de China y Estados Unidos ha comprometido la cadena de suministros en países como México (petróleo), Perú y Chile (cobre).

Debido a la alta informalidad laboral dentro de la región, se prevé tener problemas en la asistencia social para moderar el impacto económico de la pandemia, las brechas económicas tienen el riesgo de ampliarse lo que resultaría en un incremento del malestar social.

30 FMI: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>

31 Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Cotización de oferta y demanda tipo de cambio promedio ponderado.

Anexo 7. Mercado artesanal.

La producción y consumo de cerveza artesanal ha tomado impulso en el mercado peruano en los últimos años, su participación aumentó a un 0.2% en el 2019³² con un consumo alrededor de 1.5 millones de litros. Es un mercado con potencial de crecimiento y con un público objetivo diferenciado, ya que el desarrollo de marca se despliega en bares con estilo propio y restaurantes. Actualmente ya se usa el canal de supermercados, grifos, bodegas y mini-markets despertando el interés para la inversión; un ejemplo de ello es la adquisición en el año 2019 de la empresa Barbarian por parte de la división Craft (artesanales) de AB InBev. Las nueve empresas con mejor posición en el mercado artesanal son Cervecería Barbarian S.A.C., Cervezas Artesanales Peru S.A.C (Magdalena), Cervecería Gourmet S.A.C (Maddok, Cumbres), Cervecería Nuevo Mundo S.A.C, Procesadora de Granos Melkin S.A.C. (Melkin), Barranco Beer Company, Cervecería Zenith de Cusco S.A.C. (Zenith), Cervecería Saqra S.A.C. (Saqra) y Cervecería Sierra Andina S.A.C.

Anexo 8. Elasticidad precio demanda.

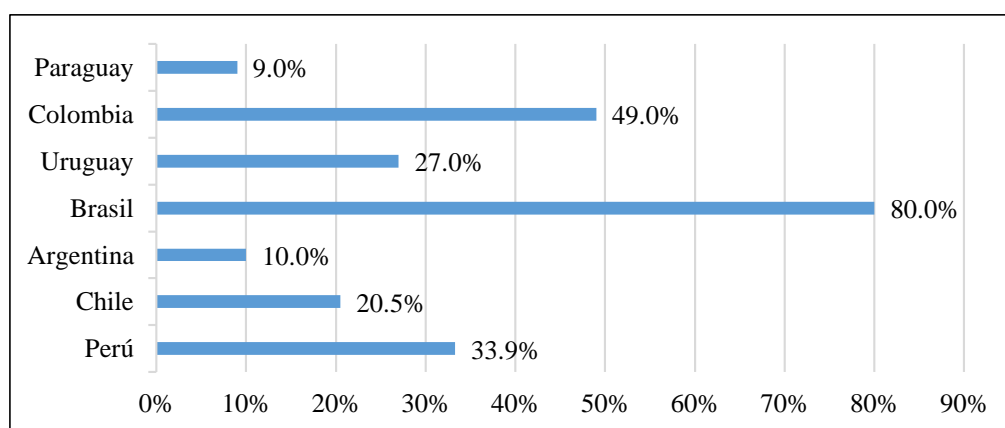
La elasticidad precio de la demanda del bien se puede determinar a partir de la variación del volumen de ventas del año 2019 y la variación del precio en dicho año. Backus incrementó el precio de venta en 10%³³ debido a cambios en el impuesto selectivo al consumo de bebidas alcohólicas, lo cual impactó en el volumen de hectolitros vendidos

32 Euromonitor International (2020). Peru: Craft vs Standard Beer.

33 Backus sube el precio de sus cervezas en 10% por cambios en el ISC (El Comercio).

con una variación negativa del 0.9%; por lo que la división de estos dos factores arroja un coeficiente de elasticidad de 0.09, evidenciando la relativa inelasticidad del bien³⁴.

Anexo 9. Impuestos selectivos a las bebidas de 0° a 10° de alcohol en la región.



Fuentes: Noticias diversas. Elaboración propia.

Anexo 10. Precios por marcas y categorías.

Categoría	Marca	Productor/Importador	Punto de Venta	Envase	Tamaño Pack	Precio Pack S/	Soles S/ x Unid.	Unidad
Domestic Premium Lager	Cusqueña	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Glass Bottles	6 x 330 ml	19,90	10,05	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Metal Beverage Cans	12 x 355 ml	38,40	9,01	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña de Trigo	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Glass Bottles	6 x 330 ml	18,90	9,55	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña de Trigo	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Glass Bottles	620 ml	5,00	8,06	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña Red Lager	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Glass Bottles	6 x 330 ml	18,90	9,55	Litro
Domestic Premium Lager	Tres Cruces	Ajeper SA	Hypermarket	Metal Beverage Cans	6 x 355 ml	17,90	8,40	Litro
Domestic Premium Lager	Tres Cruces	Ajeper SA	Hypermarket	Metal Beverage Cans	6 x 473 ml	23,90	8,42	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Restaurant		Glass Bottles	330 ml	10,00	30,30	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña de Trigo	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Restaurant		Glass Bottles	330 ml	12,00	36,36	Litro
Domestic Premium Lager	Cusqueña Red Lager	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Restaurant		Glass Bottles	330 ml	12,00	36,36	Litro
Imported Premium Lager	Corona Extra	Cia Cervecera Ambev Perú SAC	Hypermarket	Glass Bottles	355 ml	5,50	15,49	Litro
Imported Premium Lager	Corona Extra	Cia Cervecera Ambev Perú SAC	Hypermarket	Glass Bottles	6 x 355 ml	27,90	13,10	Litro
Imported Premium Lager	Heineken	GW Yichang & Cia SA	Hypermarket	Glass Bottles	330 ml	4,50	13,64	Litro
Imported Premium Lager	Heineken	GW Yichang & Cia SA	Hypermarket	Glass Bottles	6 x 330 ml	29,90	15,10	Litro
Imported Premium Lager	Peroni Nastro Azzurro	Bebidas Premium SAC	Hypermarket	Glass Bottles	6 x 330 ml	38,50	19,44	Litro
Imported Premium Lager	Stella Artois	Cia Cervecera Ambev Perú SAC	Hypermarket	Glass Bottles	6 x 330 ml	28,90	14,60	Litro
Imported Premium Lager	Corona Extra	Cia Cervecera Ambev Perú SAC	Restaurant	Glass Bottles	355 ml	12,00	33,80	Litro
Imported Premium Lager	Peroni Nastro Azzurro	Bebidas Premium SAC	Restaurant	Glass Bottles	330 ml	14,00	42,42	Litro
Imported Premium Lager	Stella Artois	Cia Cervecera Ambev Perú SAC	Restaurant	Glass Bottles	330 ml	12,00	36,36	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Cristal	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Metal Beverage Cans	12 x 355 ml	32,40	7,61	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Cristal	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Metal Beverage Cans	6 x 473 ml	20,40	7,19	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Pilsen Callao	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Metal Beverage Cans	12 x 355 ml	35,40	8,31	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Pilsen Callao	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Metal Beverage Cans	4 x 473 ml	14,50	7,66	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Pilsen Trujillo	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Hypermarket		Metal Beverage Cans	6 x 355 ml	16,90	7,93	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Arequipeña	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Supermarket		Metal Beverage Cans	355 ml	2,90	8,17	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Arequipeña	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Supermarket		Metal Beverage Cans	6 x 355 ml	17,90	8,40	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Cristal	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Restaurant		Glass Bottles	330 ml	7,00	21,21	Litro
Domestic Mid-Priced Lage	Pilsen Callao	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SA/Restaurant		Glass Bottles	310 ml	8,00	25,81	Litro

Fuente: Euromonitor International (2020). Passport - Beer in Peru. Elaboración propia.

34 Economipedia – Elasticidad (<https://economipedia.com/definiciones/elasticidad.html>).

Anexo 11. Análisis PESTEL.

A cada variable se le ha asignado un grado de impacto que va desde “muy bajo” (1) a “muy alto” (5).

Factor	Variables	Plazo			Grado de impacto	Probabilidad
		Corto (menor 1 año)	Mediano (1 - 3 años)	Largo (mayor 4 años)		
Político	El entorno legal y político del país se ha caracterizado por incentivar la inclusión financiera y la libre empresa.			X	2	Media
	Impuesto Selectivo al Consumo.	X			5	Alta
	Regulación de la venta, publicidad y público objetivo.	X			5	Alta
	Incertidumbre por el Covid-19, sector “no vital”.	X			5	Alta
Económico	Las proyecciones estiman una contracción en la economía del 12% para el año 2020.	X			5	Alta
	La informalidad en el país, oscila históricamente al 70%.	X			1	Alta
	Backus posee casi la totalidad del mercado peruano y es el líder en costos.	X			5	Alta
	Depreciación del sol en el último semestre del año, llegando a S/ 3.65.		X		1	Alta
	El incremento del riesgo país incrementaría el costo de fondeo de las empresas.			X	1	Alta
Sociocultural	Frente a otros países que poseen mayor consumo per cápita de cerveza, la industria cervecera nacional posee un gran potencial de crecimiento.		X		4	Alta
	La responsabilidad hacia el ambiente y la sociedad son factores que en los últimos años han tomado protagonismo.	X			4	Alta
	La cerveza en el Perú posee raíces ancestrales, desde un sentimiento de orgullo hasta uno de pertenencia.	X			4	Alta
	Los eventos culturales y deportivos refuerzan el consumo y fortalecen a la industria.	X			5	Alta
	La cerveza posee beneficios favorables con un consumo moderado.			X	1	Alta
Tecnológico y ambiental	El Covid-19 ha incrementado el e-commerce.	X			4	Alta
	Los avances tecnológicos favorecen a la industria, debido a que permiten encontrar eficiencias sostenibles para reforzar el cuidado del medio ambiente.	X			5	Alta
	El consumo de productos orgánicos ha tomado fuerza en la población por ser más saludables; sin embargo, no se tienen bebidas alcohólicas ligadas a este tipo de producción.		X		1	Baja
	Los insumos orgánicos están ligados a un mayor costo de producción.	X			1	Baja
	Factores climáticos inestables.			X	1	Baja
	Políticas de sostenibilidad ejercidas por la industria.	X			4	Media
Legales	Demanda del Ministerio de Educación por daños en el monumento Intihuatana (Cusco) por \$ 12 millones.			X	3	Baja
	Procesos laborales; sin embargo, las probabilidades de ser desestimados son altas y serían por montos inferiores.			X	3	Baja
	Hasta el 2019 se tuvieron procesos en apelación fiscal relacionadas a IGV por S/ 96 millones, impuesto a la renta por S/ 114 millones e impuesto predial por S/ 2.5 millones y alcabala por S/ 3 millones.			X	3	Baja

Elaboración propia.

Hay muchas variables favorables para considerar un posible crecimiento de la compañía, con excepción del 2020. La economía peruana proyecta un crecimiento en el 2021, pues el gobierno presentaría condiciones saludables para impulsar el funcionamiento correcto

del mercado debido a la crisis, si bien el tema impositivo ha sido causante de subidas de precio, se estima que las políticas tanto fiscales como monetarias buscarán el flujo económico para activar nuevamente el crecimiento. Al poseer casi el 100% del mercado peruano, Backus depende más de factores macroeconómicos (recuperación de la economía) y de factores socioculturales (bajo consumo per cápita de cerveza frente a países de la región y desarrollo del e-commerce en el país).

Anexo 12. Cinco fuerzas de Porter.

Barreras de entrada (Alta)			
Criterio	Descripción	Calificación	Puntaje
Producción a escala	Se requiere de inversiones altas para poder producir a escala y poder ingresar de manera competitiva al mercado.	Alto	4
Canales de distribución	Se necesita una red potente de canales para poder llegar a consumidores finales.	Alto	4
Marketing y publicidad	Se requiere de altas inversiones en publicidad para poder ingresar al mercado de manera ambiciosa.	Alto	4
Promedio			4

Amenaza de nuevos competidores (Baja)			
Criterio	Descripción	Calificación	Puntaje
Posicionamiento	Backus posee casi la totalidad del mercado peruano, por lo que futuros competidores tendrían que enfocar inversiones en marketing y publicidad para poder competir en la industria.	Baja	1
Almacenamiento y distribución	Backus posee 42 centros de distribución para cubrir toda su demanda a nivel nacional.	Baja	1
Impuestos	Impuesto selectivo al consumo elevado en los últimos años.	Baja	1
Promedio			1

Amenaza de productos sustitutos (Baja)			
Criterio	Descripción	Calificación	Puntaje
Bebidas alcohólicas	Las bebidas alcohólicas como el pisco, vino, vodka, whisky, ron y la cerveza artesanal son productos sustitutos; sin embargo, la preferencia por la cerveza tradicionalmente ha sido mucho mayor.	Baja	1
Promedio			1

Poder de negociación de los clientes (Baja)			
Criterio	Descripción	Calificación	Puntaje
Características del mercado	Al tratarse de un mercado monopolista, la oferta y el precio de la cerveza es determinado por Backus.	Baja	1
Promedio			1

Poder de negociación de los proveedores (Baja)			
---	--	--	--

Criterio	Descripción	Calificación	Puntaje
Proveedores de principales insumos	Debido a que las compras son centralizadas por la matriz de Backus, se pueden conseguir proveedores con las mejores condiciones para la compañía. El grado de concentración de los proveedores es relativamente bajo.	Baja	1
		Promedio	1

Rivalidad entre competidores existentes (Baja)			
Criterio	Descripción	Calificación	Puntaje
Participación de mercado	Backus posee casi la totalidad del mercado peruano.	Baja	1
		Promedio	1

Elaboración propia.

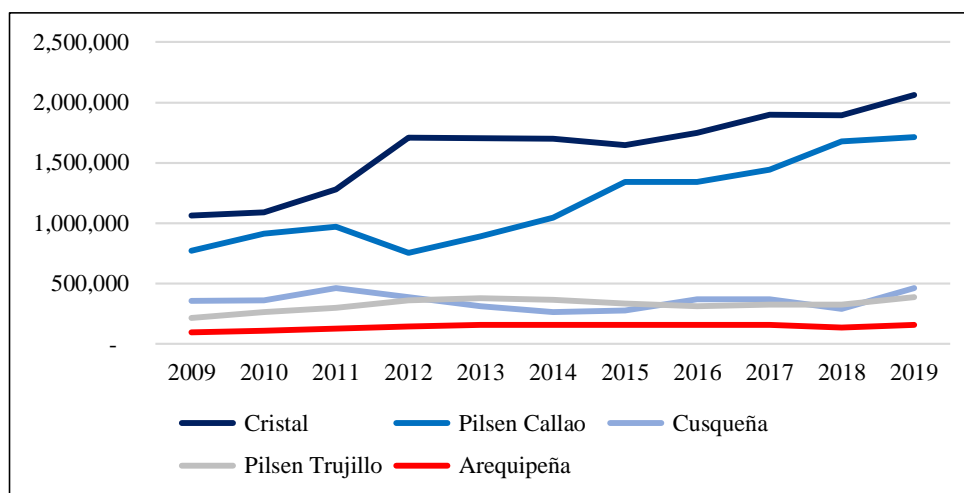
Anexo 13. Detalle del análisis de la Matriz BCG.

- a. Productos estrella: Cristal y Pilsen Callao son las marcas que poseen el mayor crecimiento histórico y poseen una gran cuota del mercado cervecero peruano.
- Cristal: Con 36.1% de participación en los ingresos de la empresa en el 2019, la marca creció un 9% con relación al año anterior debido a las distintas campañas de marketing relacionadas con la Copa América de Brasil y a la selección peruana de fútbol. La participación de mercado en volumen de cerveza asciende a 41%.
 - Pilsen Callao: Generó el 30% de los ingresos de la empresa y posee una participación de mercado de 28.5%. Las estrategias de marketing han fortalecido su posición como la ‘‘Cerveza de la Amistad’’.
- b. Productos interrogantes: Golden y Corona poseen un gran potencial de crecimiento para la compañía; sin embargo, al ser productos relativamente nuevos en el mercado, cuentan con una poca participación en el mismo. Estas marcas podrían transformarse en el futuro productos estrella o perro.
- Corona: Con 2.6% de participación en los ingresos, la marca generó un crecimiento de 12.4% frente al 2018, reflejando la capacidad que tiene si es que el segmento al que va dirigido es explotado adecuadamente. Actualmente posee menos del 1% de cuota de mercado.

- Golden: Esta marca se lanzó en diciembre 2019 y la compañía espera un fuerte crecimiento en sus ventas para los próximos.
- c. Productos vaca: Cusqueña y Pilsen Trujillo son marcas que han mostrado un comportamiento estable en sus ventas; sin embargo, poseen una participación de mercado de 13.4 y 8.1% respectivamente.
- Cusqueña: El estatus de la marca y su participación dentro del mercado premium hacen que sus proyecciones sean casi lineales y con poca capacidad de crecimiento abrupto. En el 2019, Cusqueña generó el 8.1% de las ventas totales; así mismo, se trabajó en la presentación del producto con nuevos empaques, además de generar alianzas estratégicas relacionadas a la gastronomía sumando experiencias representativas en restaurantes de la ciudad de Cusco y Machu Picchu.
 - Pilsen Trujillo: Representa el 6.8% de las ventas de Backus y es la marca líder en Trujillo y Puno. Presenta cierta estabilidad relacionada al mercado al que apuntan, por lo que no se esperan tasas de crecimiento superiores a las que ya ha ido logrando en los últimos años.
- d. Productos perro: San Juan y Arequipeña son marcas regionales, por lo que poseen poca participación en el mercado nacional; asimismo, han presentado ventas estables durante los últimos años.
- San Juan: Si bien esta marca está posicionada como la marca líder en Pucallpa, sus ingresos no son significativos para la compañía; en el 2019 se trabajaron iniciativas para generar consciencia en los consumidores de Pucallpa para el cuidado del medio ambiente, por lo que la marca estaría siendo utilizada como un vector de campañas eco amigables a futuro.

- Arequipeña: Con el 2.8% del total de ventas, es la marca líder en el mercado arequipeño. Durante el 2019, se realizaron campañas de publicidad para recordar las raíces y tradiciones de Arequipa. Posee un 3.9% de cuota de mercado de acuerdo con su volumen de venta en el Perú.

Anexo 14. Evolución de ventas por marcas (en miles de soles).



Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2009 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Anexo 15. Visión, misión y principios.

El compromiso de la compañía es la mejora de la calidad de vida de las personas a través de las experiencias que generan las marcas que posee; así como propiciar el desarrollo de los agricultores, comerciantes, empresarios, comunidades y otros grupos de interés; por ello, su lema es “unir a la gente por un Perú mejor”. Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnson S.A.A. rige sus operaciones bajo diez principios³⁵:

³⁵ Memoria Anual 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.

- Nuestro sueño compartido nos motiva a todos a trabajar en la misma dirección: Unir a la gente por un mundo mejor.
- Nuestra mayor fortaleza es nuestra gente. La Gente Excelente crece en la medida de su talento y es retribuida en consecuencia.
- Seleccionamos, desarrollamos y retenemos a las personas que pueden ser mejores que nosotros. Nos juzgarán por la calidad de nuestros equipos.
- Nunca estamos completamente satisfechos con nuestros resultados, que son el combustible de nuestra compañía. El foco y la complacencia cero garantizan una ventaja competitiva duradera.
- El consumidor manda. Servimos a nuestros consumidores ofreciendo experiencias de marca que tienen un papel importante en sus vidas y siempre de una forma responsable.
- Somos una compañía de dueños. Los dueños asumen los resultados como algo personal.
- Creemos que el sentido común y la simplicidad generalmente son mejores guías que la sofisticación y complejidad innecesarias.
- Controlamos estrictamente nuestros costos para liberar recursos que mantendrán un crecimiento sostenible y lucrativo de nuestros ingresos.
- Liderar mediante el ejemplo personal es el corazón de nuestra cultura. Hacemos lo que decimos.
- Nunca tomamos atajos. La integridad, el trabajo duro, la calidad y la responsabilidad son la clave para construir nuestra compañía.

Anexo 16. Identificación de la propuesta de valor.

La propuesta de valor comprende los beneficios que entrega una empresa al cliente, y que este reconoce como diferentes y únicos respecto a su competencia. Según Magretta³⁶, Porter define la propuesta de valor como una respuesta a tres preguntas: ¿qué clientes vamos a atender?, ¿qué necesidades vamos a satisfacer? y, finalmente, ¿qué precio relativo proporcionará un valor aceptable a los clientes y una rentabilidad adecuada para la empresa?

En este sentido, la propuesta de Backus respondería las siguientes preguntas fundamentales:

- ¿Cuáles clientes? En general, el consumo de cerveza en el Perú tiene un fuerte componente cultural. En primer lugar, existe el consumidor que se encuentra muy apegado a tradiciones y costumbres familiares, normalmente posee una bebida preferida, y su consumo es parte de su estilo de vida. No obstante, también encontramos al consumidor que tiene un mayor rango de alternativas para probar y que, dependiendo de su poder adquisitivo o de la ocasión, podrá elegir la bebida que más le agrade.
- ¿Cuáles necesidades? Backus posee un portafolio de marcas que permite satisfacer las necesidades de todos los segmentos de clientes que buscan consumir bebidas alcohólicas o no alcohólicas, principalmente en momentos de diversión, actividades de ocio, conciertos, fiestas o reuniones, etc.
- ¿Qué precio relativo? Los precios varían según categorías que se diferencian en la calidad del producto que va desde la materia prima utilizada, que acompaña al sabor

36 Magretta, Joan. Understanding Michael Porter: The Essential Guide to Competition and Strategy. HBR Press, 2011.

del producto final, hasta en las características del envase utilizado. Los precios varían también dependiendo del origen del producto, nacional o extranjero, o inclusive si la producción del producto es propia de una región en particular.

En resumen, es importante considerar que, así como la cadena de valor de una empresa se concentra en sus operaciones internas, la propuesta de valor será el elemento de la estrategia empresarial dirigido hacia el exterior, es decir, hacia los clientes.

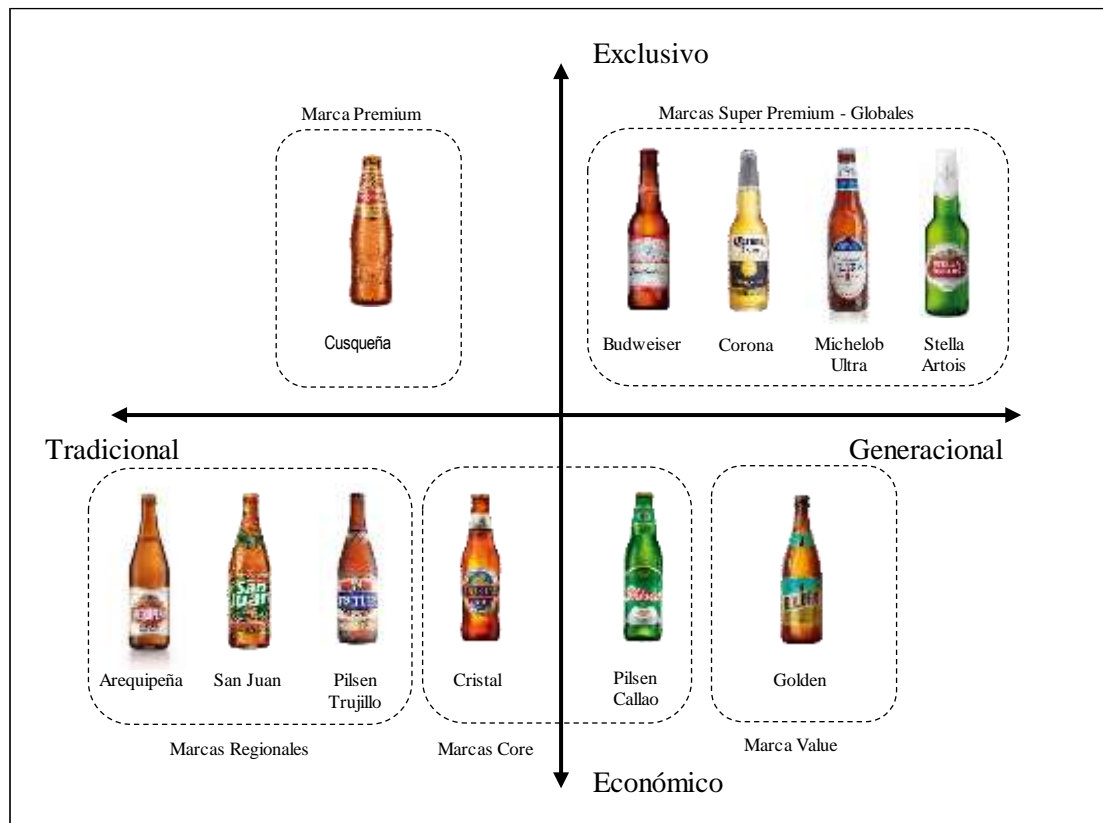
Anexo 17. Posicionamiento competitivo de la empresa.

El posicionamiento competitivo de Backus es representado por la manera de pensar y sentir de sus consumidores finales sobre su oferta, comparada con otras alternativas del mercado. Actualmente, la empresa comercializa marcas, agrupadas en cinco categorías: Core, Premium, Value, Super Premium (Global brands) y regionales, y se encuentra trabajando constantemente para reforzar su posicionamiento en sus usuarios finales tal como se detalla a continuación:

Segmento	Marcas	Posicionamiento
Core	Cristal	Cerveza líder del Perú, asociado a la vida de barrio y al fútbol
	Pilsen Callao	Cerveza de la amistad
Premium	Cusqueña	Cerveza premium del Perú
Value	Golden	Nueva marca con campañas que resaltan el alto contenido de maíz y su importancia en la historia del Perú
Super Premium	Budweiser	Cervezas exclusivas
	Corona	
	Michelob Ultra	
	Stella Artois	
Regionales	Arequipeña	Cerveza histórica y líder en el mercado arequipeño
	San Juan	Cerveza líder en Pucallpa
	Pilsen Trujillo	Cerveza histórica y líder en Trujillo y Puno

Elaboración propia.

En el siguiente mapa de posicionamiento se muestran algunos atributos que el consumidor inconscientemente valora y compara con otros productos de la misma clase:



Elaboración propia.

Debido a su amplio portafolio de marcas, Backus busca ofrecer una variada mezcla de valor que busca cubrir las necesidades del consumidor final, las cuales pueden variar de acuerdo con su poder adquisitivo, preferencias según el sabor o procedencia, estatus o reconocimiento social, etc.

Anexo 18. Business Model Canvas.

El Business Model Canvas es una herramienta originalmente diseñada por Alexander Osterwalder y Yves Pigneur³⁷ que permite conceptualizar gráficamente el modelo del negocio, a través de un mapa visual que desarrolla nueve elementos que conforman la empresa:

<p>SOCIOS CLAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - Accionistas - Instituciones financieras - Proveedores - Clientes 	<p>PROCESOS CLAVE</p> <ul style="list-style-type: none"> - Procesos de fabricación - Cadena de suministro y distribución - Mercadotecnia 	<p>PROPUESTA DE VALOR</p> <ul style="list-style-type: none"> - Amplio portafolio de marcas nacionales y extranjeras - Productos para todos los segmentos de clientes finales - Presencia en todos los mercados geográficos del Perú - Eficiencias en costos que permiten lanzar campañas promocionales a los usuarios finales - Presentaciones de distintos volúmenes y envases - Innovaciones: Introducción de nuevos productos 	<p>PROMOCIÓN DE</p> <p>Medios convencionales:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Televisión - Prensa escrita - Radio <p>Medios no convencionales:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Publicidad exterior - Publicidad digital - Ferias y exposiciones - Patrocinio de eventos - Publicidad en los puntos de venta - Telemarketing 	<p>CLIENTES</p> <p>Venta directa a puntos de venta:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bodegas - Distribuidores minoristas - Distribuidores mayoristas - Supermercados - Restaurantes - Eventos públicos y privados, etc. <p>Venta a clientes finales (pedidos por volumen)</p> <p>Backus posee más de 250 mil puntos de ventas en todo el Perú, en donde más de 150 mil son bodegueros.</p>
<p>ESTRUCTURA DE COSTOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Costos de producción: materia prima, mano de obra, costos indirectos de fabricación - Gastos operativos 		<p>FUENTES DE INGRESOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ingresos provenientes de cada línea de productos (cervezas, gaseosas, aguas, etc.) 		

Elaboración propia.

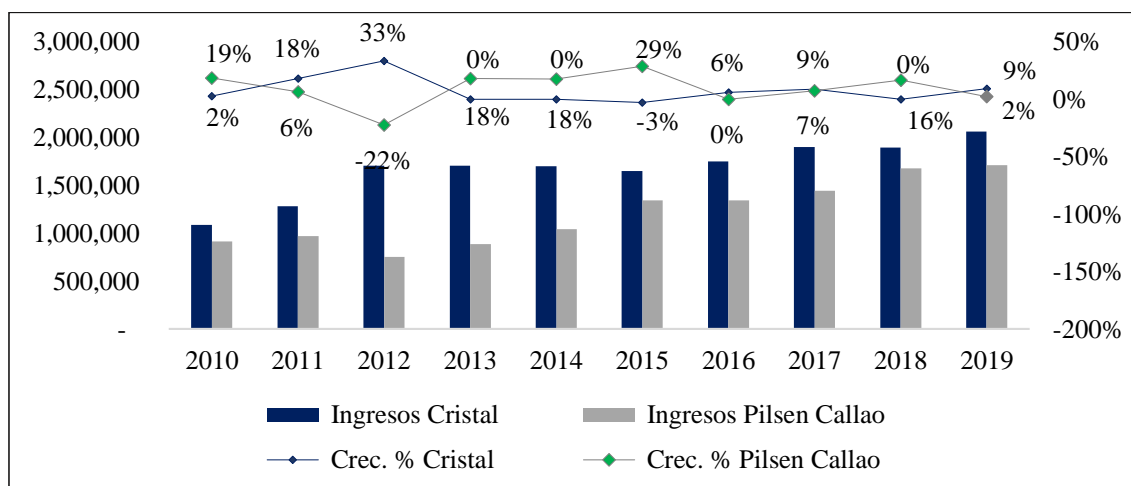
³⁷ Osterwalder, Alexander. Pigneur, Yves. Generación de modelos de negocio.

Anexo 19. Análisis vertical y horizontal del estado de resultados y estado de situación financiera.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA							Análisis Vertical						Análisis Horizontal						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Efectivo y equivalentes de efectivo	357,732	577,125	1,337,171	708,030	561,469	532,231	8.8%	14.2%	25.7%	13.3%	9.7%	8.6%	150.2%	61.3%	131.7%	-47.1%	-20.7%	-5.2%	
Cuentas por cobrar comerciales	281,881	231,816	295,589	224,868	198,501	116,837	6.9%	5.7%	5.7%	4.2%	3.4%	1.9%	-1.4%	-17.8%	27.5%	-23.9%	-11.7%	-41.1%	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	2,380	2,380	373,242	1,230,644	1,916,139	2,403,171	0.1%	0.1%	7.2%	23.1%	32.9%	39.0%	-55.4%	0.0%		229.7%	55.7%	25.4%	
Otras cuentas por cobrar	66,739	25,837	33,914	19,422	27,553	24,281	1.6%	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	169.7%	-61.3%	31.3%	-42.7%	41.9%	-11.9%	
Inventarios	189,972	184,720	213,926	231,786	257,126	293,804	4.7%	4.5%	4.1%	4.3%	4.4%	4.8%	-3.7%	-2.8%	15.8%	8.3%	10.9%	14.3%	
Gastos contratados por anticipado	20,138	14,130	7,955	7,608	7,815	57,704	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.9%	-1.8%	-29.8%	-43.7%	-4.4%	2.7%	638.4%	
Instrumentos financieros derivados	8,051	-	-	35,389	-	-	0.2%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	-44.4%	-100.0%				-100.0%	
Total activos corrientes	926,893	1,036,008	2,261,797	2,457,747	2,968,603	3,428,028	22.7%	25.5%	43.5%	46.1%	51.0%	55.6%	30.7%	11.8%	118.3%	8.7%	20.8%	15.5%	
Activos financieros a valor razonable a través de resultados	-	-	-	7,058	7,815	6,469	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%						10.7%	-17.2%
Activos financieros disponibles para la venta	5,609	5,143	7,068	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	-8.3%	37.4%	-100.0%			
Activos biológicos	20,760	25,174	26,446	28,120	21,859	-	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.0%	12.1%	21.3%	5.1%	6.3%	-22.3%	-100.0%	
Propiedades de inversión	13,131	12,990	12,851	9,301	9,227	9,154	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.6%	-1.1%	-1.1%	-27.6%	-0.8%	-0.8%	
Propiedades, planta y equipo, neto	2,464,479	2,425,930	2,360,016	2,310,331	2,296,392	2,222,922	60.5%	59.8%	45.3%	43.3%	39.5%	36.1%	2.6%	-1.6%	-2.7%	-2.1%	-0.9%	-3.2%	
Intangibles	645,069	554,720	536,469	521,303	513,170	496,273	15.8%	13.7%	10.3%	9.8%	8.8%	8.1%	1.4%	-14.0%	-3.3%	-2.8%	-1.6%	-3.3%	
Activo por impuesto a la renta diferido	-	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
Total activos no corrientes	3,149,048	3,023,957	2,942,850	2,876,113	2,848,463	2,734,818	77.3%	74.5%	56.5%	53.9%	49.0%	44.4%	2.4%	-4.0%	-2.7%	-2.3%	-1.0%	-4.0%	
Total activos	4,075,941	4,059,965	5,204,647	5,333,860	5,817,066	6,162,846	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	7.7%	-0.4%	28.2%	2.5%	9.1%	5.9%	
Obligaciones financieras	133,155	295,726	28,597	23,400	27,333	17,846	3.3%	7.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	6.0%	122.1%	-90.3%	-18.2%	16.8%	-34.7%	
Cuentas por pagar comerciales	432,559	469,184	783,534	1,014,222	1,263,698	1,328,398	10.6%	11.6%	15.1%	19.0%	21.7%	21.6%	-1.4%	8.5%	67.0%	29.4%	24.6%	5.1%	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	109,631	91,962	811,108	207,039	228,283	134,670	2.7%	2.3%	15.6%	3.9%	3.9%	2.2%	321.5%	-16.1%	782.0%	-74.5%	10.3%	-41.0%	
Pasivo por impuesto a las ganancias	73,189	56,926	207,770	466,221	704,907	478,028	1.8%	1.4%	4.0%	8.7%	12.1%	7.8%	58.4%	-22.2%	265.0%	124.4%	51.2%	-32.2%	
Otras cuentas por pagar	621,283	598,106	664,976	652,832	653,447	537,870	15.2%	14.7%	12.8%	12.2%	11.2%	8.7%	17.4%	-3.7%	11.2%	-1.8%	0.1%	-17.7%	
Provisiones	10,566	248,618	247,736	2,385	24,361	172,900	0.3%	6.1%	4.8%	0.0%	0.4%	2.8%	-11.3%	2253.0%	-0.4%	-99.0%	921.4%	609.7%	
Provisión por beneficios a los empleados	2,524	3,917	3,999	3,772	4,458	5,259	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	7.8%	55.2%	2.1%	-5.7%	18.2%	18.0%	
Instrumentos financieros derivados	-	13,516	10,068	-	15,918	-	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	0.0%			-25.5%	-100.0%		-100.0%	
Total pasivos corrientes	1,382,907	1,777,955	2,757,788	2,369,871	2,922,405	2,674,971	33.9%	43.8%	53.0%	44.4%	50.2%	43.4%	17.2%	28.6%	55.1%	-14.1%	23.3%	-8.5%	
Obligaciones financieras	377,575	118,451	93,716	70,990	63,369	52,641	9.3%	2.9%	1.8%	1.3%	1.1%	0.9%	3.4%	-68.6%	-20.9%	-24.2%	-10.7%	-16.9%	
Otras cuentas por pagar a largo plazo	134,354	157,101	165,435	180,606	223,954	225,766	3.3%	3.9%	3.2%	3.4%	3.8%	3.7%	-2.6%	16.9%	5.3%	9.2%	24.0%	0.8%	
Provisión por beneficios a los empleados	36,109	29,278	30,771	30,672	35,423	36,699	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	8.5%	-18.9%	5.1%	-0.3%	15.5%	3.6%	
Provisiones	-	-	-	245,014	231,654	75,283	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	4.0%	1.2%					-5.5%	-67.5%	
Pasivo por impuesto diferido	217,961	201,160	218,974	211,561	190,488	190,415	5.3%	5.0%	4.2%	4.0%	3.3%	3.1%	3.7%	-7.7%	8.9%	-3.4%	-10.0%	0.0%	
Total pasivos no corrientes	765,999	505,990	508,896	738,843	744,888	580,804	18.8%	12.5%	9.8%	13.9%	12.8%	9.4%	2.6%	-33.9%	0.6%	45.2%	0.8%	-22.0%	
Total pasivos	2,148,906	2,283,945	3,266,684	3,108,714	3,667,293	3,255,775	52.7%	56.3%	62.8%	58.3%	63.0%	52.8%	11.5%	6.3%	43.0%	-4.8%	18.0%	-11.2%	
Capital emitido	778,985	778,985	778,985	778,985	778,985	780,722	19.1%	19.2%	15.0%	14.6%	13.4%	12.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	
Capital adicional	62,164	74,947	74,947	74,947	74,947	64,685	1.5%	1.8%	1.4%	1.4%	1.3%	1.0%	7.7%	20.6%	0.0%	0.0%	0.0%	-13.7%	
Acciones de inversión	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	14.0%	14.0%	10.9%	10.7%	9.8%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Acciones en cartera	-	10,262	10,262	10,262	10,262	1,737	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-83.1%	
Otras reservas de capital	244,184	243,900	243,967	244,686	243,782	243,782	6.0%	6.0%	4.7%	4.6%	4.2%	4.0%	56.2%	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.4%	0.0%	
Otras reservas de patrimonio	12,798	3,310	492	44,820	10,548	17,735	0.3%	-0.1%	0.0%	0.8%	-0.2%	0.3%	-87.7%	-125.9%	-114.9%	9009.8%	-123.5%	-268.1%	
Resultados acumulados	256,522	105,835	264,364	501,316	482,728	1,202,396	6.3%	2.6%	5.1%	9.4%	8.3%	19.5%	35.8%	-58.7%	149.8%	89.6%	-3.7%	149.1%	
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la control	1,913,906	1,759,610	1,922,008	2,204,007	2,129,147	2,877,098	47.0%	43.3%	36.9%	41.3%	36.6%	46.7%	3.7%	-8.1%	9.2%	14.7%	-3.4%	35.1%	
Participaciones no controladoras	13,129	16,410	15,955	21,139	20,626	29,973	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	-0.9%	25.0%	-2.8%	32.5%	-2.4%	45.3%	
Total patrimonio neto	1,927,035	1,776,020	1,937,963	2,225,146	2,149,773	2,907,071	47.3%	43.7%	37.2%	41.7%	37.0%	47.2%	3.7%	-7.8%	9.1%	14.8%	-3.4%	35.2%	
Total pasivos y patrimonio neto	4,075,941	4,059,965	5,204,647	5,333,860	5,817,066	6,162,846	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	7.7%	-0.4%	28.2%	2.5%	9.1%	5.9%	

ESTADO DE RESULTADOS							Análisis Vertical						Análisis Horizontal					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2019
Ventas netas	4,483,993	4,634,129	5,022,009	5,343,674	5,709,588	4,314,745	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	7.4%	3.3%	8.4%	6.4%	6.8%	-24.4%
Costo de ventas	- 1,282,163	- 1,322,882	- 1,360,521	- 1,367,670	- 1,497,118	- 1,315,706	-28.6%	-28.5%	-27.1%	-25.6%	-26.2%	-30.5%	7.5%	3.2%	2.8%	0.5%	9.5%	-12.1%
Utilidad bruta	3,201,830	3,311,247	3,661,488	3,976,004	4,212,470	2,999,039	71.4%	71.5%	72.9%	74.4%	73.8%	69.5%	7.4%	3.4%	10.6%	8.6%	5.9%	-28.8%
Gastos de ventas y distribución	- 1,061,232	- 1,077,216	- 1,101,442	- 936,302	- 951,029	- 887,669	-23.7%	-23.2%	-21.9%	-17.5%	-16.7%	-20.6%	-3.8%	1.5%	2.2%	-15.0%	1.6%	-6.7%
Gastos administrativos	- 549,692	- 905,598	- 537,425	- 440,609	- 370,448	- 383,397	-12.3%	-19.5%	-10.7%	-8.2%	-6.5%	-8.9%	4.1%	64.7%	-40.7%	-18.0%	-15.9%	3.5%
Otros ingresos operativos, neto	209,011	53,137	68,001	85,429	22,170	80,139	4.7%	1.1%	1.4%	1.6%	0.4%	1.9%	107.6%	-74.6%	28.0%	25.6%	-74.0%	261.5%
Cambio en el valor razonable de los activos biológicos	- 267	1,963	- 394	-	- 7,420	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-107.9%	-835.2%	-120.1%	-100.0%	-	-100.0%
Otros gastos	- 53,798	- 148,296	- 57,182	- 55,186	- 68,028	- 35,063	-1.2%	-3.2%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	-0.8%	13.3%	175.7%	-61.4%	-3.5%	23.3%	-48.5%
Utilidad operativa	1,745,852	1,235,237	2,033,046	2,629,336	2,837,715	1,773,049	38.9%	26.7%	40.5%	49.2%	49.7%	41.1%	24.2%	-29.2%	64.6%	29.3%	7.9%	-37.5%
Ingresos financieros	3,201	5,262	10,560	26,580	52,162	21,611	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.9%	0.5%	133.3%	64.4%	100.7%	151.7%	96.2%	-58.6%
Costos financieros	- 39,025	- 41,224	- 24,988	- 19,355	- 19,861	- 25,255	-0.9%	-0.9%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.6%	5.6%	5.6%	-39.4%	-22.5%	2.6%	27.2%
(Pérdida) ganancia neta por diferencia en cambio	- 26,594	- 681	4,258	8,945	11,416	- 19,084	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.2%	0.2%	-0.4%	96.7%	-97.4%	-725.3%	-310.1%	-227.6%	-267.2%
Utilidad antes del impuesto a las ganancias	1,683,434	1,198,594	2,022,876	2,627,616	2,881,432	1,750,321	37.5%	25.9%	40.3%	49.2%	50.5%	40.6%	24.1%	-28.8%	68.8%	29.9%	9.7%	-39.3%
Impuesto a las ganancias	- 494,607	- 442,602	- 632,595	- 786,826	- 869,961	- 545,989	-11.0%	-9.6%	-12.6%	-14.7%	-15.2%	-12.7%	19.7%	-10.5%	42.9%	24.4%	10.6%	-37.2%
Utilidad neta	1,188,827	755,992	1,390,281	1,840,790	2,011,471	1,204,332	26.5%	16.3%	27.7%	34.4%	35.2%	27.9%	25.9%	-36.4%	83.9%	32.4%	9.3%	-40.1%

Anexo 20. Evolución de ventas de Cristal y Pilsen en miles de soles (2010 – 2019).



Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2010 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Anexo 21. Evolución de ventas por zonas de alcance en millones de soles (2009 – 2019).

Zonas de alcance	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Región Centro	1,317	1,393	1,518	1,727	1,749	1,809	1,938	2,026	2,287	2,481	2,614
Región Norte	522	611	785	876	903	990	1,079	1,077	1,127	1,188	1,219
Región Sur	453	524	599	685	731	742	749	791	819	824	921
Región Oriente	329	354	434	456	506	552	28	655	697	753	839
Exportación	10	12	24	28	54	24	598	15	30	34	69
Total	2,632	2,894	3,361	3,773	3,943	4,119	4,391	4,564	4,959	5,280	5,662

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2009 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Anexo 22. Composición del costo de ventas en millones de soles (2010 – 2019).

Componentes del costo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Variación de saldo prod. terminado y proceso	-10	9	-13	-4	10	-4	-10	4	-10	13
Consumo de materia prima e insumos	589	615	696	710	758	784	820	750	735	796
Costo de venta de mercadería	-	-	-	6	9	14	18	112	164	242
Gasto de personal	180	191	195	211	229	246	251	245	245	223
Serv.Terc. Otros	62	52	38	38	28	21	19	16	24	23

Serv.Terc. Energia y Agua	89	75	56	54	63	75	69	67	71	73
Serv.Terc. Mantenimineto	31	26	19	19	19	24	21	22	23	27
Serv.Terc. Fletes	5	4	3	3	4	25	8	13	14	18
Serv.Terc. Honorarios	4	4	3	3	2	3	2	3	0	0
Tributos	4	4	5	6	6	6	6	5	5	5
Depreciación	224	164	175	183	174	189	206	202	198	207
Otros cargos	4	4	5	6	6	4	3	2	2	4
Otros costos de venta	-22	-3	-57	-68	-84	-75	-58	-49	-69	-99
Ingreso por venta de subprod	-25	-29	-27	-30	-29	-30	-32	-30	-33	-34
Total Costo de ventas	1,133	1,115	1,100	1,136	1,193	1,282	1,323	1,361	1,368	1,497

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2010 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

propia.

Anexo 23. Inversión en propiedad, planta y equipo e inversión en intangibles en miles de soles (2010 – 2020).

Rubro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Terrenos	1,797	5	1,662	834	4,227	0	971	0	0	0	0
Edificios	72	91	540	6,890	8,456	15,118	2,841	8,406	4,755	1,968	0
Maquinaria y Equipo	369	1,189	206	108	560	3,197	5,510	16,698	282	0	3,810
Muebles y Enseres	10,747	25,448	23,226	20,535	34,994	38,889	25,972	30,883	1,670	20,683	2,816
Unidades de transporte	13,782	19,049	6,504	82,959	8,332	12,477	38,095	419	3,347	39,433	43
Equipos de cómputo	33	12	452	154	16	2,057	6,717	956	1,466	0	0
Cajas y envases retornables	100,435	118,572	114,091	76,194	88,026	95,197	82,076	93,121	86,118	83,059	102,932
Equipos diversos	4,861	15,777	9,687	12,165	9,890	8,448	10,615	8,840	3,956	7,015	2,306
Obras en curso	131,151	139,959	255,419	177,936	230,749	155,929	129,150	67,697	138,059	140,712	100,774
Total	263,247	320,102	411,787	377,775	385,250	331,312	301,947	227,020	239,653	292,870	212,681
% PP&E / Ventas	8.2%	8.9%	10.7%	9.4%	9.2%	7.4%	6.5%	4.5%	4.5%	5.1%	4.9%

Rubro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Marcas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,659	0
Software generado intern	6,440	48,954	69,397	27,710	21,898	33,313	15,420	459	2,429	0	6,471
Otros intangibles	0	0	790	1,478	1,065	0	0	0	0	6,491	814
Total	6,440	48,954	70,187	29,188	22,963	33,313	15,420	459	2,429	8,150	7,285
% Intangibles / Ventas	0.2%	1.4%	1.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%

Fuente: Estados Financieros del 2010 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Anexo 24. Análisis del estado de flujos de efectivo.

Durante el periodo 2015 – 2017, el flujo de efectivo producto de las operaciones de la empresa se mantuvo estable, pero en el 2018 hubo un incremento del 50% (+S/879 millones) debido al incremento de los resultados antes de impuestos (+S/604.7 millones),

a una reducción en las cuentas por cobrar a relacionadas (+S/357.9 millones) y a un mayor pago de impuestos a las ganancias (-S/72 millones). En el 2019, se registró un aumento del 5% (+S/141.4 millones) que corresponde a una mayor utilidad antes de impuestos (+S/253.8 millones) pero con mayores pagos de impuestos a las ganancias (-S/100.5 millones). Al cierre del 2020, el flujo de operaciones registró una caída del 55% frente al 2019 debido a la pandemia, los impuestos a las ganancias pagados ascendieron a S/774.5 millones. La variación no operativa más importante fue el cobro de préstamos a entidades relacionadas (7% por encima del 2019) y los dividendos tuvieron una reducción de 71% frente al año anterior.

Estado de flujos de efectivo en miles de soles (2015 – 2020).

Análisis de Flujo de Efectivo	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Efectivo de Actividades de Operación						
Efectivo generado por las operaciones	1,996,738	2,074,642	2,222,432	3,201,691	3,469,375	1,987,213
Cobro de intereses				-22,397	5,621	6,827
Pago de intereses	-32,287	-31,903	16,199	10,188	-19,860	-18,766
Pago de impuesto a las ganancias	-458,955	-474,290	-463,939	-535,788	-652,659	-774,567
Efectivo neto generado por actividades de operación	1,505,496	1,568,449	1,774,692	2,653,694	2,802,477	1,200,707
Flujo de Efectivo de Actividades de Inversión						
Venta de propiedad, planta y equipo	167,122	25,439	13,536	58,945	4,435	26,498
Inversión en activos biológicos	-2,504	-2,451	-1,272	-1,674	-1,159	0
Compra de intangibles	-33,313	-15,420	-459	-2,430	-8,150	-7,285
Compra de propiedad, planta y equipo	-293,089	-272,827	-227,020	-239,653	-292,572	-212,681
Préstamos otorgados a entidades relacionadas				-3,841,515	-5,623,000	-5,812,980
Cobro de préstamos a entidades relacionadas				3,023,990	4,996,517	5,348,754
Dividendos recibidos	98	98	1,822			
Efectivo neto de actividades de inversión	-161,686	-265,161	-213,393	-1,002,337	-923,929	-657,694
Flujo de Efectivo de Actividades de Financiamiento						
Recursos obtenidos por préstamos bancarios	159,967	0	0	0	24,134	0
Pago de otros pasivos financieros	-175,886	-134,358	-291,856	-27,923	-43,621	-25,042
Dividendos pagados	-1,116,025	-949,379	-509,011	-2,254,193	-2,007,963	-550,295
Efectivo neto utilizado de actividades de financiamiento	-1,131,944	-1,083,737	-800,867	-2,282,116	-2,027,450	-575,337
Disminución neta de efectivo	211,866	219,551	760,432	-630,759	-148,902	-32,324
Efectivo y eq. de efectivo a inicio de año	142,956	357,732	577,125	1,337,171	708,030	561,469
Diferencia en cambio neto	2,910	-158	-386	1,618	2,341	3,086
Efectivo y eq. de efectivo a fin de año	357,732	577,125	1,337,171	708,030	561,469	532,231

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2015 al 2020 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración

propia.

El flujo de efectivo procedente de las actividades de inversión del 2019 es menor al año 2018 en 9%, principalmente por el cobro de préstamos a entidades relacionadas. Por otro lado, el flujo de financiamiento del año 2019 fue menor en 11% respecto al año 2018, principalmente por un menor flujo de efectivo en dividendos pagados.

Anexo 25. Necesidades operativas de fondo (NOF) y fondo de maniobra (FM)

Las necesidades operativas de fondos, o NOF³⁸, hacen referencia a la cantidad de dinero necesaria para cubrir las inversiones del activo corriente, debido a que estas abarcan los inventarios, cuentas por cobrar y las necesidades básicas de tesorería (pasivo corriente), todas las empresas desarrollan su ciclo productivo en base a las NOF. Se puede entender a su vez, que son el requerimiento mínimo para las operaciones corrientes una vez deducida la financiación generada por la propia operación.

Unas NOF negativas indicarían que la empresa posee fondos suficientes para cubrir activo corriente adicional (activo no circulante) y podría decirse que los proveedores financian todo lo que necesita la empresa, mientras que las NOF positivas podrían verse como un manejo no óptimo de los activos, pues se estaría sobre financiando a corto plazo. Es importante velar por las NOF, debido a que un mal cálculo podría generar que la empresa liquide activos para cubrir necesidades básicas y dejar de controlar el ciclo productivo de manera óptima.

El fondo de maniobra³⁹, por otro lado, se enfoca en todos los recursos financieros de largo plazo que la empresa necesita para poder cubrir sus actividades en el corto plazo, también

38 Circulantis: ¿Qué son las necesidades operativas de fondos (NOF)?: <https://circulantis.com/blog/necesidades-operativas-fondos/>

39 Andbank ¿Qué es el fondo de maniobra?: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-el-fondo-de-maniobra/>

es una herramienta para indicar la solvencia que la empresa mantiene de cara a sus actividades en el largo plazo.

Desde la perspectiva de financiación de largo plazo, el fondo de maniobra se calcula con el patrimonio neto, pasivos no corrientes y activos no corrientes. Si es igual a cero, existe un riesgo debido a que el activo corriente se financia con préstamos de corto plazo; si es negativo, parte del activo no corriente está siendo financiado con recursos de corto plazo; y si es positivo, situación ideal, los activos corrientes están financiados con recursos de largo plazo.

Componentes y cálculo de las NOF en millones de soles (2011 – 2020).

NOF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos corrientes										
Cuentas por cobrar comerciales	247	297	328	286	282	232	296	225	199	117
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	246	12	4	5	2	2	373	1,231	1,916	2,403
Otras cuentas por cobrar	26	34	34	25	67	26	34	19	28	24
Inventarios	221	212	223	197	190	185	214	232	257	294
Gastos contratados por anticipado	26	21	22	21	20	14	8	8	8	58
Instrumentos financieros derivados	0	0	5	14	8	0	0	35	0	0
Activo no corriente mantenido para la venta	27	18	18	18	0	0	0	0	0	0
Total activos corrientes	794	593	634	566	569	459	925	1,750	2,407	2,896
(-) Pasivos corrientes										
Cuentas por pagar comerciales	276	352	361	439	433	469	784	1,014	1,264	1,328
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	17	29	20	26	110	92	811	207	228	135
Pasivo por impuesto a las ganancias	102	119	90	46	73	57	208	466	705	478
Otras cuentas por pagar	436	474	518	529	621	598	665	653	653	556
Provisiones	21	15	33	12	11	249	248	2	24	173
Provisión por beneficios a los empleados	11	11	1	2	3	4	4	4	4	5
Instrumentos financieros derivados	14	18	0	0	0	14	10	0	16	0
Total pasivos corrientes	876	1,018	1,024	1,054	1,250	1,482	2,729	2,346	2,895	2,675
Necesidades Operativas de Fondo	-82	-425	-389	-488	-681	-1,023	-1,805	-597	-488	221

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2011 al 2020 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Como se puede ver, la compañía mantiene necesidades operativas negativas en los últimos años, lo que indicaría que financia sus activos corrientes con pasivos corrientes y aún estaría en la capacidad de financiar activo inmovilizado para poder pagar las cuentas por pagar, Backus al poseer poder de negociación superior en el mercado y por sus

volúmenes de compra, posee políticas favorables para la generación de caja sin necesidad de tomar préstamos a corto plazo evitando pago de intereses innecesarios.

El incremento de las cuentas por pagar del 2019 frente al 2018 fue de 24.6% y frente al 2017 fue de 61.3%, siendo la cuenta principal, siendo en promedio el 43% del pasivo total corriente lo que confirma el poder de negociación de Backus dentro del mercado y la capacidad de generar fondos sin necesidad de deuda adicional.

Por otro lado, hasta el 2017 el fondo de maniobra fue negativo, lo que indicaría que Backus estuvo financiando parte de su activo no corriente con pasivo corriente.

Componentes del FM en millones de soles (2011 – 2020).

FM	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Patrimonio neto										
Capital emitido	779	779	779	779	779	779	779	779	779	781
Capital adicional	21	36	47	58	62	75	75	75	75	65
Acciones de inversión	570	570	570	570	570	570	570	570	570	570
Acciones en cartera	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-2
Otras reservas de capital	157	156	156	156	244	244	244	245	244	244
Otras reservas de patrimonio	77	77	95	104	13	-3	0	45	-11	18
Resultados acumulados	451	163	171	189	257	106	264	501	483	1,202
Participaciones no controladoras	14	11	13	13	13	16	16	21	21	30
(+) Pasivos no corrientes										
Obligaciones financieras	0	134	319	365	378	118	94	71	63	53
Otras cuentas por pagar a largo plazo	159	186	149	138	134	157	165	181	224	226
Provisión por beneficios a los empleados	34	29	32	33	36	29	31	31	35	37
Provisiones	0	0	0	0	0	0	0	245	232	75
Pasivo por impuesto diferido	246	242	240	210	218	201	219	212	190	190
(-) Activos no corrientes										
Activos financieros a valor razonable a través de resultados	0	0	0	0	0	0	0	7	8	6
Activos financieros disponibles para la venta	7	5	5	5	6	5	7	0	0	0
Activos biológicos	0	0	12	19	21	25	26	28	22	0
Propiedades de inversión	14	13	13	13	13	13	13	9	9	9
Propiedades, planta y equipo, neto	1,949	2,144	2,265	2,402	2,464	2,426	2,360	2,310	2,296	2,223
Intangibles	562	617	634	636	645	555	536	521	513	496
Fondo de Maniobra	-34	-405	-370	-471	-456	-742	-496	88	46	753

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2011 al 2020 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Como se observa, la cuenta que genera que el FM sea positivo son los resultados acumulados de la compañía, los cuales tuvieron un incremento en el 2018 de 90% frente

al 2017, esto básicamente al incremento del resultado integral en los años 2018 y 2019 frente al 2017 (38.4% y 44.68% respectivamente), lo que coloca a Backus en un punto eficiente debido a que los activos corrientes estarían siendo financiados por capital a largo plazo.

En resumen, el análisis de las NOF y FM dejan ver que la compañía no posee necesidad de endeudamiento pues puede financiar sus operaciones con proveedores o con capital a largo plazo, lo que estarían generando liquidez necesaria en la compañía para poder realizar pago de dividendos a los accionistas todos los años, en el 2019 el total de dividendos repartidos ascendió a S/1,473 millones.

Anexo 26. Análisis de riesgos.

1. Riesgos financieros

Los riesgos financieros⁴⁰ son aquellos que hacen referencia a la incertidumbre que produce el rendimiento de una inversión por posibles cambios dentro del sector y la inestabilidad de mercados financieros.

1.1. Riesgo de crédito

El riesgo de crédito surge por la probabilidad de sufrir pérdidas a consecuencias del impago⁴¹, este riesgo engloba la probabilidad de que una empresa quiebre o un activo de inversión no rindiera lo estimado para cumplir con sus obligaciones, está relacionado directamente con los problemas intrínsecos de la compañía o subyacente.

40 BBVA: ¿Qué son los riesgos financieros? - <https://www.bbva.com/es/finanzas-para-todos-el-riesgo-financiero-y-sus-tipos/>

41 Economipedia: Riesgo de Crédito - <https://economipedia.com/definiciones/riesgo-de-credito.html>

Para Backus, la gestión del riesgo se monitorea desde el efectivo, equivalente a efectivo, instrumentos derivados, depósitos bancarios en instituciones financieras y cuentas por cobrar comerciales⁴², cabe resaltar que en lo que respecta a bancos el grupo sólo acepta instituciones con calificaciones de tipo “A”. La compañía maneja distintos métodos para monitorear el riesgo, las ventas a minoristas se pactan al contado o a plazos máximos de 7 días, mientras que para los mayoristas se establecen límites de crédito individuales de acuerdo con factores internos y externos de cada acreedor.

Por otro lado, la compañía controla de manera constante sus activos financieros y los categoriza según su naturaleza y exposición a pérdida crediticia:

- Efectivo y equivalentes a efectivo: Consideradas como no materiales.
- Cuentas por cobrar comerciales por venta de productos: Se utiliza el enfoque de la NIIF 9⁴³, en donde se aplica un método simplificado a ciertos activos (cuentas por cobrar) de modo que el deterioro se registre en base a las pérdidas esperadas durante toda la vida del activo. Backus agrupa a sus deudores por tipo de cliente, nivel de antigüedad y las ajusta con sus perspectivas macroeconómicas para calcular el posible deterioro.
- Cuentas por cobrar relacionadas: Las deudas con relacionadas poseen un riesgo de crédito bajo por lo que la compañía decidió no reconocer pérdida por deterioro.

La estimación de pérdida por deterioro está incluida dentro de los gastos de ventas y distribución, estos montos se cargan cuando ya no existen expectativas de recuperación del efectivo, dentro del balance general se colocan las cifras netas que vendrían a ser los valores razonables de las cuentas por cobrar comerciales, para la gerencia de Backus la

42 Estados Financieros Consolidados del 2019 de Backus.

43 Deloitte. NIIF 9 Instrumentos Financieros

estimación de estas cuentas cubre el riesgo de crédito, especialmente por la diversificación de clientes y la poca concentración que presentan.

Cuentas por Cobrar Comerciales	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Facturas por Cobrar	331,061	300,299	256,267	308,046	228,793	203,326
Letras por Cobrar	1,785	1,828	1,096	397	20	75
Estimación de Cobranza dudosa	-46,876	-20,246	-25,547	-12,854	-3,945	-4,900
Total CxC Comerciales	285,970	281,881	231,816	295,589	224,868	198,501

Otras Cuentas por Cobrar	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Otras Cuentas por Cobrar	30,862	69,012	32,248	39,721	35,757	45,610
Estimación de Cobranza dudosa	-6,114	-2,273	-6,411	-5,807	-16,335	-18,057
Total Otras Cuentas por Cobrar	24,748	66,739	25,837	33,914	19,422	27,553

Total CxC sin relacionadas	363,708	371,139	289,611	348,164	264,570	249,011
Total Estimación de Cobranza dudosa	-52,990	-22,519	-31,958	-18,661	-20,280	-22,957
% Participación sobre CxC	-14.6%	-6.1%	-11.0%	-5.4%	-7.7%	-9.2%
% Participación sobre Activos Corrientes	-7.5%	-2.4%	-3.1%	-0.8%	-0.8%	-0.8%

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2014 al 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

Como se observa, el promedio de cobranza dudosa de los últimos 6 años es de 9% frente a las cuentas por cobrar totales y 2.6% sobre los activos corrientes, por lo que el riesgo de crédito se considera como no representativo.

1.2.Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez se produce cuando alguna de las partes no posee liquidez suficiente para asumir obligaciones financieras por lo que puede recurrir a liquidación de sus activos, esta situación se conoce como iliquidez.

Backus supervisa las proyecciones de flujo de caja según sus requisitos de liquidez para asegurar cubrir las necesidades operacionales, adicional a esto, se consideran los planes de financiamiento para poder cumplir con los ratios financieros meta. El control de excedentes se dirige a cuentas de depósitos a plazo, ordenando los vencimientos para cubrir las necesidades acordadas vayan llegando.

Dentro de las principales cuentas del pasivo al cierre del 2019, el 89% corresponde a deuda con vencimiento menor a 1 año, lo que respondería a la poca utilización de líneas financieras que la compañía ha venido utilizando.

Pasivos corrientes 2019.

Pasivos Financieros Corrientes S/ (000)	Menos de 1 año	1-2 años	2-5 años	>5 años	2019
Cuentas por pagar comerciales	S/ 1,100,214	S/ -	S/ -	S/ 163,484	S/ 1,263,698
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	S/ 228,283	S/ -	S/ -	S/ -	S/ 228,283
Otras cuentas por pagar	S/ 568,911	S/ -	S/ -	S/ 84,536	S/ 653,447
Instrumentos Financieros derivados	S/ 15,918	S/ -	S/ -	S/ -	S/ 15,918
Total	S/ 1,913,326	S/ -	S/ -	S/ 248,020	S/ 2,161,346

Fuente: Estados Financieros Consolidados del 2019 de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Elaboración propia.

1.3.Riesgo de mercado

El riesgo de mercado, o riesgo sistemático⁴⁴, es el riesgo que refleja la posibilidad en la que un inversionista o empresa experimente pérdidas a través de factores o variables que afecten a todo el sistema financiero, por lo que es el riesgo que no se puede eliminar (por diversificación) debido a que nace de factores externos a una organización o individuos.

1.3.1. Riesgo de precios

Backus posee distintos análisis para la evaluación del riesgo de precio, considera una exposición limitada en relación a la cartera de inversiones que cotizan en bolsa (activos financieros a valor razonable a través de resultados que representan el 0.27% del total de activos al cierre del 2019) y por otro lado enfrenta una mayor exposición por la compra de materia prima utilizada para la producción (principalmente el maíz y aluminio); sin

⁴⁴ Investopedia: What is Market Risk? - <https://www.investopedia.com/terms/m/marketrisk.asp>

embargo, la gerencia considera que este riesgo se gestiona de forma adecuada por dos motivos:

- El poder de negociación corporativo que posee dentro del mercado.
- Se poseen contratos con *commodities* de aluminio y maíz sin fines especulativos con bancos internacionales de primer nivel.

1.3.2. Riesgo de tipo de cambio

El riesgo de tipo de cambio es aquel que se genera por las fluctuaciones del dólar o euro en relación con sol (en Perú), el riesgo aumenta según la volatilidad de esta equivalencia. Algunas actividades de Backus están expuestas a este riesgo, por lo que suscribe contratos de moneda futuros o forwards⁴⁵, contratos donde dos partes realizan intercambios de activos o divisas en un futuro a tipos de cambio fijos, Backus cubre sus flujos de efectivo anticipados con este tipo de contratos con un horizonte no mayor a 18 meses; sin embargo, al cierre del 2019, si el sol se hubiera depreciado/apreciado un 5% con relación al dólar, la compañía hubiese perdido/ganado S/12.7 millones (0.63% de la utilidad neta) y S/7.6 millones en el 2018 (0.42% de la utilidad neta), por lo que este tipo de riesgo no sería material para Backus.

1.3.3. Riesgo de tasas de interés

El riesgo de tasa de interés⁴⁶ es aquel riesgo relacionado con las fluctuaciones que sufren los tipos de interés en activos y pasivos, los cuales pueden tener incidencia directa sobre los resultados económicos de la compañía. Backus posee baja exposición a este tipo de riesgo debido a su bajo nivel de endeudamiento actual, sin embargo, enfrenta riesgo sobre

45 Investopedia: Forward Swap - <https://www.investopedia.com/terms/f/forwardswap.asp>

46 Economipedia: Riesgo de tipo de interés - <https://economipedia.com/definiciones/riesgo-tipo-interes.html>

sus flujos de efectivo a valor razonable si es que se presentan fluctuaciones dentro del tipo de cambio.

2. Riesgos no financieros

Existen otros riesgos que no tienen un origen financiero, pero que de la misma manera pueden generar pérdidas a la compañía. A continuación, se describirán aquellos que tienen una mayor relevancia para Backus.

2.1. Riesgos operativos

El riesgo operativo se encuentra presente en todas las actividades involucradas en la cadena de valor de Backus, dado que pueden ocurrir fallas en sus procesos que pueden potencialmente generar pérdidas económicas, ya sea por errores humanos con los procedimientos, fallas en los equipos de producción o sistemas de información, o por cualquier tipo de externalidad que afecte la operación de la empresa.

- Riesgos en el proceso productivo: Interrupción del proceso de fabricación por fallas en equipos, falta de mantenimientos preventivos y correctivos, problemas de calidad.
- Riesgos con la mano de obra directa: Conflictos acorde al nivel de sindicalización, accidentes laborales y seguridad ocupacional.
- Riesgos en la cadena de abastecimiento de materia prima e insumos: Roturas de stock de materia prima e insumos por fallos en la planificación, problemas en la importación de materia prima, diferencias de inventario, etc.
- Riesgos en la distribución de mercadería: Robo de mercadería, siniestros de las unidades de transporte.
- Riesgo de desabasteciendo de agua: Interrupción en el proceso de extracción de agua del pozo, por fallas en equipos de bombeo, atasco de tuberías por falta de mantenimiento preventivos y correctivos.

Para mitigar estos riesgos, la compañía posee procesos específicos de auditoría y control interno, y cuenta con servicios de auditorías externas, no solo para identificar y reducir los errores en los procedimientos, sino también para prevenir fraudes. Asimismo, Backus maneja pólizas de seguro que permiten cubrir cualquier pérdida potencial generada por robos de bienes asociados a la operación (maquinaria, muebles, inventario, etc.), robo de mercadería durante el despacho de bebidas, incendios, explosiones, vandalismo y cualquier causa externa que pueda causar daños a la empresa.

2.2.Riesgos regulatorios

Para Backus, los cambios en la regulación peruana tienen una repercusión comercial muy significativa, afectando principalmente a los ingresos de la compañía.

- Regulación tributaria: Modificaciones en el impuesto selectivo al consumo (ISC) de bebidas alcohólicas que puedan afectar indirectamente al precio de venta hacia consumidor y, en consecuencia, a los volúmenes de venta.
- Regulaciones contra la comercialización de bebidas alcohólicas: Limitaciones en el expendio y/o consumo de bebidas alcohólicas por zonas, edades u horarios.

2.3.Riesgo reputacional

En el 2019, Backus consiguió por cuarto año consecutivo estar dentro del top 3 de empresas más responsables del Perú, ocupando el segundo puesto según Merco⁴⁷ (Monitor Empresarial Responsabilidad Social y Gobierno Corporativo). El análisis realizado por la empresa española Análisis e Investigación reúne más de 2,000 encuestas y 11 perspectivas reputacionales entre diferentes grupos, expertos en responsabilidad social, analistas financieros, periodistas, gobierno, ONG, sindicatos y líderes de opinión.

⁴⁷ Backus entre las tres empresas más responsables del Perú: <https://www.peru-retail.com/backus-entre-tres-empresas-responsables-peru/>

Las propuestas sociales de Backus fortalecen su imagen como empresa responsable frente al mercado, es por esto que este logro se consiguió gracias a que se resaltó el programa de capacitación a más de 5,000 microempresarios bodegueros, la promoción de consumo responsable, el uso eficiente de recursos hídricos y plataformas de voluntariado.

Si bien el riesgo reputacional es sumamente sensible frente a una compañía, Backus insiste en invertir constantemente para seguir mostrando una buena cara frente al mercado y a sus consumidores, por lo que la gerencia categoriza este riesgo como bajo pero sensible si es que se llega a presentar en algún momento.

Anexo 27. Factores para el CAPM y WACC.

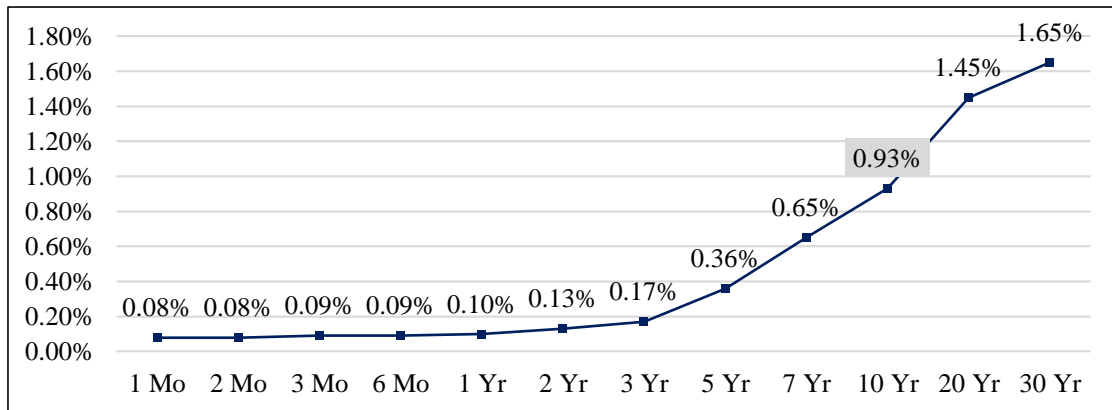
Para el cálculo del costo de oportunidad de capital (R_e o COK) se utilizó el Modelo de Valorización de Activos Financieros (Capital Asset Pricing Model o CAPM) adaptado a mercados emergentes: $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_p$. Mientras que para el cálculo del costo de capital promedio ponderado (WACC) se emplea la siguiente fórmula: $WACC = R_e \times E/(D+E) + R_d \times (1 - t) \times E/(D+E)$, donde:

- R_e : Costo de oportunidad de capital
- R_f : Tasa libre de riesgo
- $(R_m - R_f)$: Prima de mercado
- R_p : Riesgo país ajustado por volatilidad
- $R_d \times (1-t)$: Costo de endeudamiento después de impuestos
- E : Valor de mercado del patrimonio
- D : Deuda financiera neta

1. Tasa libre de riesgo (R_f)

Se utilizará el rendimiento corriente del bono soberano americano por ser “libre de riesgo”; además, será conveniente escoger una tasa de largo plazo, utilizando el rendimiento del bono de 10 años por tratarse de un instrumento más líquido; de acuerdo con la curva de rendimientos, al cierre de diciembre del 2020, la tasa sería 0.93%.

Curva de rendimientos de bonos del tesoro americano (31 de diciembre del 2020).



Fuente: U.S. Department of the Treasury - Daily Treasury Yield Curve Rates. Elaboración propia.

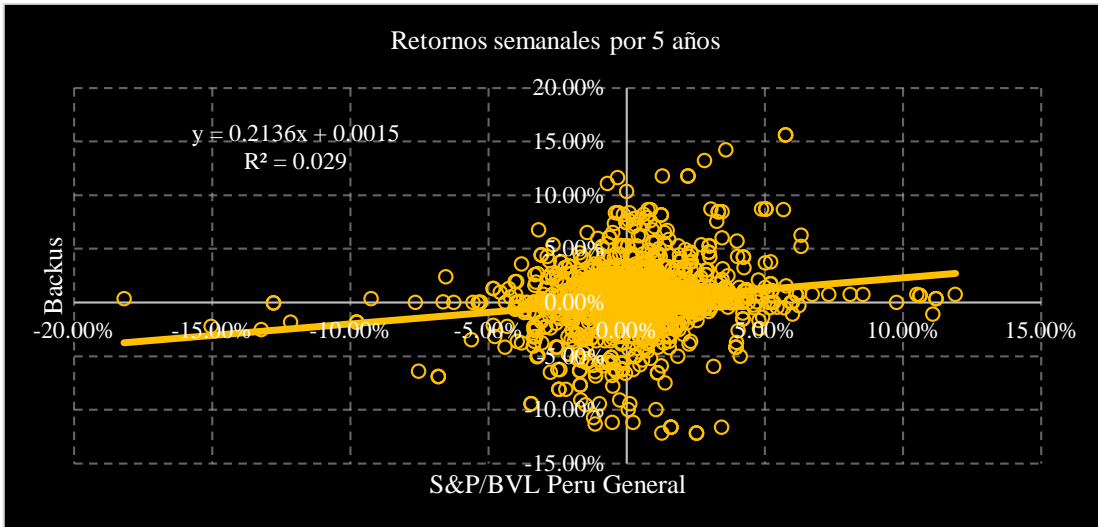
2. Beta (β)

Mide la sensibilidad del rendimiento de un activo financiero con relación a las fluctuaciones del mercado.

Beta según regresiones

Regresionando el rendimiento de la acción de Backus (BACKUSI1) con el rendimiento del mercado peruano (S&P/BVL Peru General), se obtiene que la pendiente de la recta de regresión será β (*raw beta*). La *raw beta* calculada será ajustada multiplicándola por $2/3$ y luego sumándole $1/3$. Este ajuste asume que la beta de la compañía en el tiempo tiende a 1 (converge al mercado).

Regresión del retorno de Backus con el retorno del mercado peruano (al 31 de diciembre).



Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

Dado que los retornos se pueden calcular para distintos intervalos de tiempo (diarios, semanales, mensuales) y durante periodos variados (durante los últimos dos o cinco años, por ejemplo), pueden obtenerse distintos *raw betas*; los cuales ya incorporan la estructura de capital de la compañía.

Cálculo de betas según intervalos de retorno y periodo de análisis (al 31 de diciembre del 2020).

Cálculos	Raw beta	Adjusted beta
Beta (2y-daily)	0.1032	0.4021
Beta (5y-daily)	0.1385	0.4256
Beta (2y-weekly)	0.2412	0.4941
Beta (5y-weekly)	0.2136	0.4758
Beta (2y-monthly)	0.3706	0.5804
Beta (5y-monthly)	0.3280	0.5520

Elaboración propia.

□ Beta según Damodaran

Por otro lado, otra alternativa de beta se obtiene de la clasificación de Damodaran, en donde Backus se ubica dentro de la industria de *Beverage (Alcoholic)* cuya beta desapalancada asciende a 0.67.

$$\beta_L = 0.67 \times (1 + 0.0023 \times (1 - 31.9\%)) = 0.6711$$

□ Beta según comparables (*Bottom up beta*)

Asimismo, se calcula una beta complementaria, a partir de las empresas comparables a Backus (*Bottom up beta*). De acuerdo con el profesor Aswath Damodaran⁴⁸, este enfoque provee el mejor estimado de la beta por tres razones: (i) la beta desapalancada se obtiene promediando diversas betas regresionadas de un mismo sector; así mismo, se reduce el ruido y las elevadas desviaciones estándar presentes en una sola beta regresionada para la compañía, (ii) si la compañía tuviese más de un giro de negocio, ponderar betas de distintos sectores reflejaría mejor su realidad, pues esta pudo haber cambiado a lo largo del tiempo, y (iii) mientras que la beta regresionada ya interioriza una relación deuda/patrimonio de la empresa, es mejor emplear una estructura de capital específica, dado que esta puede cambiar en cada periodo de análisis. Por lo explicado anteriormente, se ha definido emplear la beta obtenida a través de esta metodología como base para la valorización de la empresa.

Cálculo de betas según empresas comparables.

Empresa	País	Beta	D/E	Tax rate	Beta Desapalancada
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgium	1.272	0.700	26%	0.838
Heineken N.V.	Netherlands	0.786	0.346	27%	0.628
Molson Coors Brewing Company	United States	1.005	0.842	31%	0.637
Diageo plc	United Kingdom	0.754	0.249	21%	0.630
The Boston Beer Company, Inc.	United States	0.635	0.006	26%	0.632
Kirin Holdings Company, Limited	Japan	0.726	0.289	24%	0.595
Ambev S.A.	Brazil	0.735	0.019	20%	0.724
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	Chile	0.716	0.168	24%	0.635
Promedio					0.665

Fuente: Bloomberg (Adjusted betas, D/E), Tax rate (Estados Financieros de cada empresa). Elaboración propia.

Dado que los valores de mercado de la deuda financiera de Backus y capitalización bursátil, al 31 de diciembre del 2020, son de S/70.5 y S/30,145 millones respectivamente

⁴⁸ Damodaran, Aswath. Estimating Risk Parameters. Stern School of Business, New York.

y, considerando una tasa impositiva efectiva de 31.9%, la beta apalancada de la empresa sería:

$$\beta_L = 0.665 \times (1 + 0.0023 \times (1 - 31.9\%)) = 0.666$$

3. Prima de mercado (Rm – Rf)

Es el exceso esperado del retorno del mercado y conocido también como *Equity Risk Premium* (ERP). Se utilizará el “ERP Implícito” que proviene derivando el ROE requerido que resuelve la siguiente ecuación del modelo de dividendos descontados:

$$\text{Valor de mercado} = \frac{\text{Dividendos esperados el siguiente periodo}}{\text{ROE requerido} - \text{Tasa de crecimiento esperada}}$$

Este ROE representa el retorno del mercado, pero calculado a partir de proyecciones futuras, y se le resta la tasa libre de riesgo para obtener el exceso de retorno (Rm – Rf). Como consecuencia del Covid-19, Damodaran ha calculado un *COVID adjusted ERP*, ya que este escenario cambia los dividendos y *buybacks* esperados:

Cálculo del ERP implícito a diciembre del 2020.

	Últ 12m	1	2	3	4	5	Perpetuidad
Expected Earnings	163.00	138.55	152.62	168.12	185.20	204.01	205.90
Expected cash payout (dividends + buybacks) as % of earnings	87.96%	89.10%	90.23%	91.36%	92.49%	93.63%	93.63%
Expected Dividends + Buybacks =	127.78	123.44	137.71	153.60	171.30	191.00	192.78
Expected Terminal Value =						4,084.33	
Present Value =		116.84	123.37	130.25	137.49	3,248.05	
Tasa de descuento (Rm)	5.65%						
Present Value (Valor intrínseco del índice)	3,756						

S&P 500	3,756
--------------------	--------------

Fuente: Damodaran Online. Elaboración propia.

Al cierre de diciembre del 2020, este ERP ajustado es de 4.72% (Rm – Rf: 5.65% - 0.93%).

4. Riesgo país (Rp)

Se tomará el EMBIG Perú, que viene a ser el indicador que mide la diferencia de los rendimientos de los bonos soberanos peruanos con los del tesoro americano. Este valor (132 pbs, al 31 de diciembre del 2020) se ajustará con un factor de volatilidad relativa del mercado de acciones respecto a los bonos soberanos peruanos.

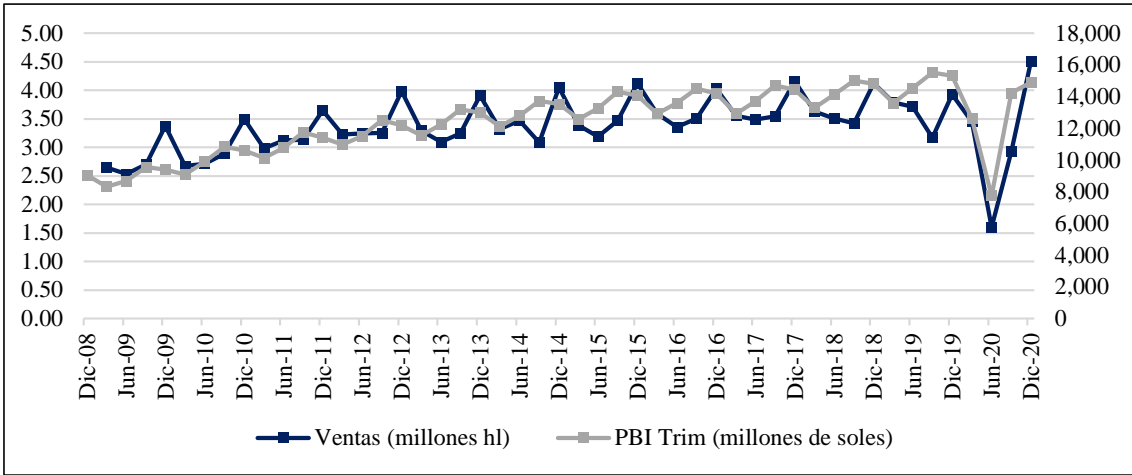
$$\text{EMBIG} \times (\sigma \text{ Equity} / \sigma \text{ Bond}) = 1.32\% \times 1.74 = 2.29\%$$

Anexo 28. Supuestos de proyecciones.

1. Ventas

A lo largo de los años, se observa que el ciclo del negocio cervecero en el Perú se encuentra muy correlacionado con el PBI del sector comercio; por ello, se planteó regresionar las variaciones de las ventas trimestrales de la industria (en millones de hl) con las variaciones del PBI real trimestral del sector en mención.

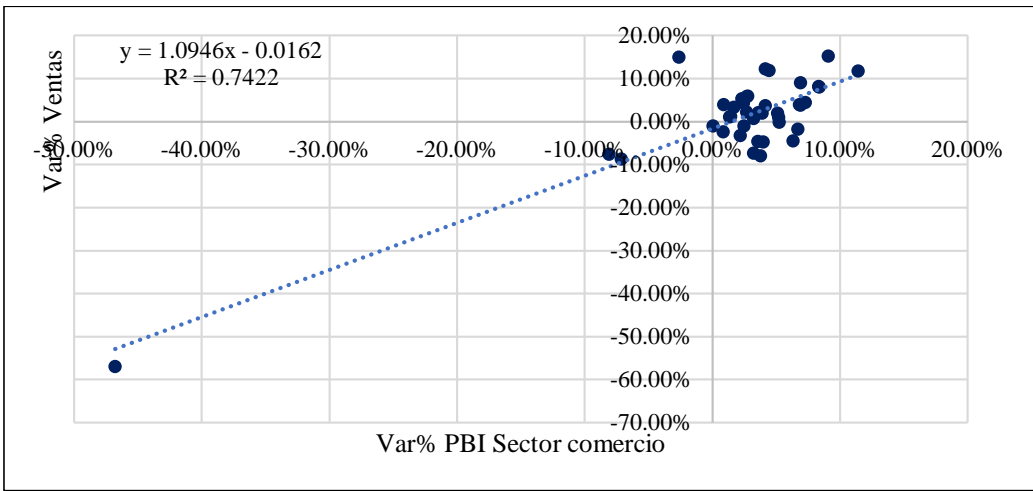
Relación entre los ingresos de la industria y el PBI del sector comercio (series trimestrales).



Fuente: Euromonitor – Beer in Peru | BCRP Series trimestrales PBI sectoriales. Elaboración propia.

De la ecuación de regresión lineal obtenida y con las proyecciones macroeconómicas 2021 - 2024 del Ministerio de Economía y Finanzas⁴⁹ y estimaciones a largo plazo del Centro Nacional de Planeamiento Estratégico⁵⁰ (CEPLAN) se determinaron las variaciones de venta proyectadas desde el 2021 al 2030.

Regresión entre la variación de ventas y variación del PBI del sector comercio.



Año	Var% PBI del sector comercio	Var% Ventas
2021	13.9%	12.1%
2022	4.7%	2.7%

49 Ministerio de Economía y Finanzas. Marco Macroeconómico Multianual 2021 – 2024. Agosto 2020.

50 CEPLAN. Perú: Proyecciones macroeconómicas al 2030. Marzo 2019.

2023	4.5%	2.5%
2024	4.0%	2.0%
2025	4.3%	2.3%
2026	4.3%	2.3%
2027	4.5%	2.5%
2028	4.5%	2.5%
2029	4.5%	2.5%
2030	4.5%	2.5%

Elaboración propia.

Con las proyecciones de las variaciones de venta de cerveza se pudieron determinar los volúmenes de venta de la industria para los años 2021 – 2030; así mismo, empleando las proyecciones de la población nacional de acuerdo con el INEI⁵¹, se estimó cuál será el comportamiento del consumo per cápita de cerveza en el Perú en el futuro.

Proyección del volumen de ventas de la industria cervecera y Backus (2021 – 2030).

Año	Mercado certero (millones hl)	Población (millones hab)	Consumo per cápita (litros/hab)	Market share Backus	Cerveza Backus (millones hl)
2008	10.47	28.56	36.6	90.5%	9.47
2009	11.25	28.79	39.1	90.7%	10.20
2010	11.78	29.03	40.6	90.3%	10.63
2011	12.89	29.26	44.1	91.3%	11.77
2012	13.70	29.51	46.4	93.0%	12.75
2013	13.54	29.77	45.5	93.6%	12.67
2014	13.92	30.09	46.3	95.4%	13.28
2015	14.17	30.47	46.5	95.7%	13.56
2016	14.48	30.93	46.8	99.0%	14.33
2017	14.74	31.44	46.9	99.0%	14.59
2018	14.68	31.99	45.9	98.9%	14.52
2019	14.60	32.51	44.9	96.9%	14.14
2020	12.50	32.97	37.9	95.9%	11.99
2021	14.01	33.04	42.4	95.0%	13.31
2022	14.40	33.40	43.1	95.0%	13.68
2023	14.76	33.73	43.8	95.0%	14.03
2024	15.07	34.04	44.3	95.0%	14.31
2025	15.42	34.35	44.9	95.0%	14.65
2026	15.78	34.66	45.5	95.0%	14.99
2027	16.18	34.96	46.3	95.0%	15.37
2028	16.59	35.24	47.1	95.0%	15.76
2029	17.02	35.52	47.9	95.0%	16.16
2030	17.45	35.79	48.8	95.0%	16.58

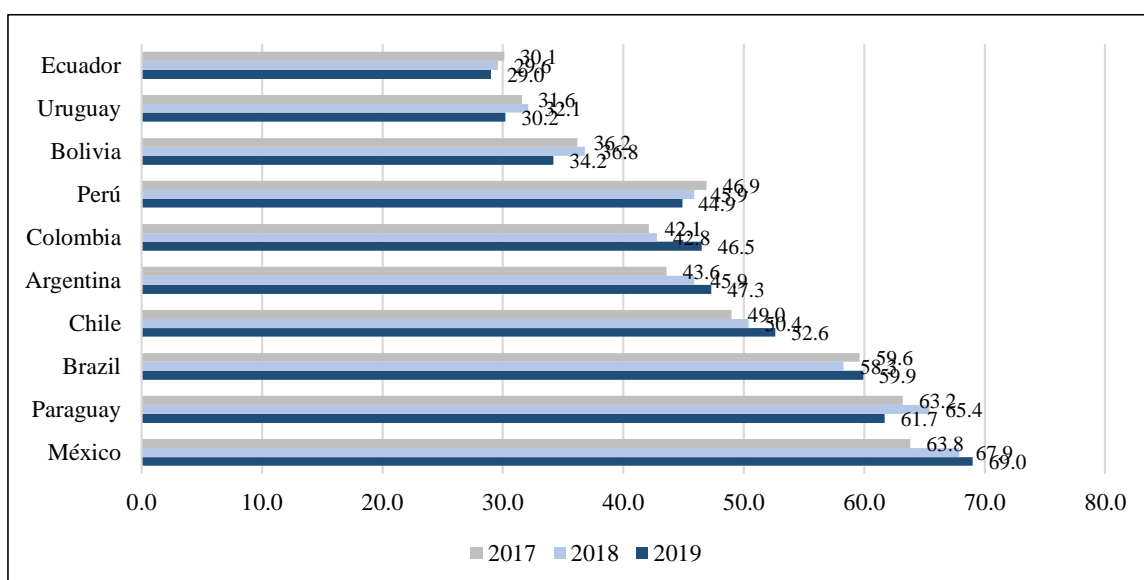
51 Instituto Nacional de Estadística e Informática - Perú: Estimaciones y Proyecciones de Población Nacional, 1950 - 2070. Boletín de Análisis Demográfico N° 38.

Elaboración propia.

Históricamente, el consumo per cápita de cerveza peruano es muy inferior al de varios de los países latinoamericanos, representando un estímulo para la aparición de nuevos participantes nacionales y extranjeros. Por ello, las proyecciones de consumos per cápita pasarían de 42.4 (2021) a 48.8 (2030) litros de cerveza por habitante, mostrando un crecimiento anual promedio de +1.6% (CAGR 2010 – 2019: +1.1%).

En este sentido, estas cifras se encuentran alineadas al desarrollo y penetración de mercados de nuevos y actuales participantes dado este contexto de aprovechamiento de oportunidades en la industria.

Consumo per cápita de cerveza en Latinoamérica (2017 – 2019)



Fuente: Euromonitor – Beer in World. Elaboración propia.

Para el cálculo de los volúmenes de venta de cerveza de Backus, se consideró mantener un 95% de cuota de mercado como parte de la estrategia defensiva (F2, A1) de la matriz cruzada del FODA.

Por otra parte, según la estrategia de supervivencia (D1, A2, A5) del FODA, Backus debería potenciar su portafolio de bebidas no alcohólicas; por ello, se consideraron crecimientos en los volúmenes de venta en las gaseosas (+2.8% CAGR 2013 – 2019), aguas (+4.5% CAGR 2011 – 2019) y malta (+5.6% CAGR 2010 – 2019), partiendo del 2019 como año base. En general, la compañía pasaría de vender un volumen del 14.7% de bebidas no alcohólicas sobre el total de bebidas en el 2019 a 17.7% a finales del 2030.

Proyección del volumen de ventas de otras bebidas en Backus (2021 – 2030).

Año	Volumen de venta (millones hl)					Mix de ventas			
	Principal Cerveza	Otras bebidas			Total Otras bebidas	Cerveza	Gaseosas	Aguas	Malta
2009	10.20	0.61	0.29	0.04	0.93	91.6%	5.6%	2.7%	0.4%
2010	10.63	0.70	0.42	0.07	1.19	90.0%	6.2%	3.8%	0.7%
2011	11.77	0.83	0.60	0.13	1.56	88.3%	6.6%	4.8%	1.1%
2012	12.75	0.91	0.87	0.20	1.98	86.5%	6.7%	6.4%	1.5%
2013	12.67	1.06	0.99	0.16	2.21	85.2%	7.7%	7.2%	1.2%
2014	13.28	1.25	1.11	0.19	2.55	83.9%	8.6%	7.7%	1.4%
2015	13.56	1.27	1.33	0.22	2.82	82.8%	8.6%	8.9%	1.6%
2016	14.33	1.22	1.48	0.20	2.89	83.2%	7.8%	9.3%	1.4%
2017	14.59	1.18	1.44	0.15	2.77	84.1%	7.5%	9.0%	1.0%
2018	14.52	1.08	1.37	0.13	2.58	84.9%	6.3%	8.0%	0.8%
2019	14.14	1.04	1.29	0.11	2.44	85.3%	6.3%	7.8%	0.7%
2020	11.99	0.88	1.09	0.10	2.07	85.3%	6.3%	7.8%	0.7%
2021	13.31	1.07	1.34	0.12	2.53	84.0%	6.7%	8.5%	0.8%
2022	13.68	1.10	1.40	0.13	2.63	83.9%	6.7%	8.6%	0.8%
2023	14.03	1.13	1.47	0.13	2.73	83.7%	6.7%	8.8%	0.8%
2024	14.31	1.16	1.53	0.14	2.84	83.5%	6.8%	8.9%	0.8%
2025	14.65	1.19	1.60	0.15	2.95	83.3%	6.8%	9.1%	0.8%
2026	14.99	1.23	1.67	0.16	3.06	83.1%	6.8%	9.3%	0.9%
2027	15.37	1.26	1.75	0.17	3.18	82.9%	6.8%	9.4%	0.9%
2028	15.76	1.30	1.83	0.18	3.30	82.7%	6.8%	9.6%	0.9%
2029	16.16	1.34	1.91	0.19	3.43	82.5%	6.8%	9.7%	0.9%
2030	16.58	1.37	1.99	0.20	3.56	82.3%	6.8%	9.9%	1.0%

Elaboración propia.

Para proyectar los ingresos de bebidas de Backus, se calcularon los precios promedio de las cervezas y otras bebidas del año 2020, y se les aplicó un crecimiento inflacionario para los próximos años. Finalmente, para los ingresos totales de la empresa, se consideró que los ingresos por alquileres, venta de maíz y materiales representarán el 1%.

Proyección de ingresos de Backus (2021 – 2030).

Año	Cerveza			Otras bebidas			Ingresos total bebidas (miles de soles)	Total ingresos (miles de soles)
	Volumen (mill hl)	Precio prom (soles/hl)	Ingresos (miles de soles)	Volumen (mill hl)	Precio prom (soles/hl)	Ingresos (miles de soles)		
2020	11.99	325.30	3,900,097	2.07	179.43	372,137	4,272,234	4,314,745
2021	13.31	331.81	4,417,017	2.53	183.02	463,639	4,880,656	4,929,955
2022	13.68	338.44	4,629,229	2.63	186.68	491,029	5,120,258	5,171,978
2023	14.03	345.21	4,842,033	2.73	190.41	520,076	5,362,108	5,416,271
2024	14.31	352.12	5,039,508	2.84	194.22	550,880	5,590,388	5,646,856
2025	14.65	359.16	5,260,718	2.95	198.10	583,551	5,844,269	5,903,302
2026	14.99	366.34	5,491,639	3.06	202.07	618,204	6,109,843	6,171,559
2027	15.37	373.67	5,744,088	3.18	206.11	654,963	6,399,051	6,463,688
2028	15.76	381.14	6,008,142	3.30	210.23	693,957	6,702,099	6,769,797
2029	16.16	388.76	6,284,334	3.43	214.43	735,326	7,019,660	7,090,566
2030	16.58	396.54	6,573,224	3.56	218.72	779,217	7,352,440	7,426,708

Elaboración propia.

2. Costo de ventas

Para el costo de ventas del periodo 2021 – 2025, se consideró un margen bruto estimado de 72.8%, calculado a partir de los márgenes históricos del 2015 al 2019. No obstante, para el periodo 2026 – 2030, el costo considerará adicionalmente la depreciación incremental originada por la ampliación de planta que se activará en el 2026.

3. Gastos operativos

Para proyectar los rubros que conforman los gastos operativos y otros gastos / ingresos se empleó un ratio promedio histórico (2017 – 2019) de dichos rubros sobre el total de ingresos de Backus.

Supuestos de gastos operativos (2021 – 2030).

% sobre ventas	2017	2018	2019	Prom 2017 - 2019
Gastos de ventas y distribución	-21.9%	-17.5%	-16.7%	-18.7%
Gastos administrativos	-10.7%	-8.2%	-6.5%	-8.5%
Otros ingresos operativos, neto	1.4%	1.6%	0.4%	1.1%
Otros gastos	-1.1%	-1.0%	-1.2%	-1.1%

4. CAPEX y depreciación incremental

Para la proyección de la inversión en propiedad, planta y equipos (PP&E) se empleó el ratio histórico (2015 – 2019) de inversión en PP&E sobre ventas, es decir 5.6%.

Adicionalmente, se observa que, de acuerdo con las proyecciones de despacho de cerveza, será necesaria una ampliación significativa de la capacidad instalada de Backus (15.6 millones de hl al cierre del 2020). Tomando como referencia la inversión en el 2011 por S/202 millones para ampliar la capacidad de planta en 1 millón de hl, se estima que un incremento de la capacidad de 2.4 millones de hl para el año 2026 (llegando a 18 millones de hl anuales de cerveza) implicaría una inversión de S/484.8 millones. Así mismo, se considera que dicha ampliación se ejecutaría durante el periodo 2024 – 2025 y que el monto requerido se obtendrá vía emisión de bonos corporativos a 10 años.

Por último, se distribuyó el total de la inversión en PP&E a cada rubro de acuerdo con la composición histórica. Los mismos supuestos se aplicaron para las inversiones en intangibles.

Proyección del CAPEX en miles de soles (2021 – 2030).

Rubro	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Terrenos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Edificios	1,968	5,660	6,572	6,895	7,221	7,528	7,870	8,228	8,617	9,025	9,453	9,901
Maquinaria y Equipo	0	4,394	5,102	5,353	5,606	5,844	6,110	6,387	6,690	7,006	7,338	7,686
Muebles y Enseres	20,683	20,201	23,458	24,610	25,772	26,869	28,089	29,366	30,756	32,212	33,739	35,338
Unidades de transporte	39,433	16,040	18,626	19,540	20,463	21,335	22,304	23,317	24,421	25,577	26,789	28,059
Equipos de cómputo	0	1,915	2,224	2,333	2,443	2,547	2,663	2,784	2,916	3,054	3,199	3,350
Cajas y envases retornables	83,059	75,189	87,314	91,600	95,927	100,010	104,552	109,303	114,477	119,899	125,580	131,533
Equipos diversos	7,015	6,649	7,722	8,101	8,483	8,845	9,246	9,666	10,124	10,603	11,106	11,632

Obras en curso	140,712	108,026	125,446	131,605	137,821	386,089	392,614	157,040	164,473	172,263	180,425	188,978
Total	292,870	238,073	276,464	290,037	303,736	559,067	573,448	346,092	362,474	379,640	397,628	416,478
% PP&E / Ventas	5.1%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	9.9%	9.7%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%

Rubro	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Marcas	1,659	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Software generado intern	0	6,471	11,150	11,697	12,250	12,771	13,351	13,958	14,619	15,311	16,036	16,797
Otros intangibles	6,491	814	1,402	1,471	1,540	1,606	1,679	1,755	1,838	1,925	2,016	2,112
Total	8,150	7,285	12,552	13,168	13,790	14,377	15,030	15,713	16,457	17,236	18,053	18,909
% Intangibles / Ventas	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

Asimismo, para el cálculo de la depreciación y amortización incremental, producto del CAPEX proyectado, se utilizaron tasas de depreciación y amortización promedio según la política de activo fijo que posee la empresa.

Tasas de depreciación y amortización promedio (2021 – 2030).

Propiedad, planta y equipo	Tasa depreciación promedio
Terrenos	0.0%
Edificios	5.0%
Maquinaria y Equipo	10.0%
Muebles y Enseres	10.0%
Unidades de transporte	10.0%
Equipos de cómputo	25.0%
Cajas y envases retornables	20.0%
Equipos diversos	10.0%
Obras en curso	0.0%

Intangibles	Tasa amortización promedio
Marcas	0.0%
Software generado internamente	18.2%
Otros intangibles	18.2%

Posteriormente, con el valor del CAPEX proyectado y las tasas de depreciación/amortización, además de la depreciación y amortización del año 2020, se construyó la depreciación y amortización total (existente + incremental) desde el 2021 al 2030.

5. Capital de trabajo

Para proyectar las cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar de los años 2021 al 2030 se utilizaron el promedio de días de inventario (61 días, promedio 2017 – 2019), cuentas por cobrar (17 días, promedio 2017 – 2019) y cuentas por pagar (263 días, 2017 – 2019).

Supuestos para el cálculo de capital de trabajo (2021 – 2030).

Ratios de actividad	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Días de cuentas por cobrar comerciales	13	10	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Días de inventarios promedio	63	82	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Días de cuentas por pagar comerciales	308	369	263	263	263	263	263	263	263	263	263	263

Se calculó la variación de capital de trabajo para poder incluirlo en la metodología del cálculo del flujo de caja mediante el método indirecto).

Proyección del capital de trabajo en miles de soles (2021 – 2030).

Capital de trabajo	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cuentas por cobrar	223,008	233,956	245,007	255,438	267,038	279,173	292,387	306,234	320,744	335,950
Inventarios	222,881	233,822	244,867	255,291	266,885	291,601	304,808	318,647	333,149	348,346
Cuentas por pagar	966,517	1,013,965	1,061,859	1,107,065	1,157,341	1,264,521	1,321,793	1,381,806	1,444,692	1,510,593
Capital de trabajo	-520,628	-546,187	-571,985	-596,336	-623,418	-693,747	-724,598	-756,924	-790,799	-826,297
Variación del WK	397,129	-25,559	-25,799	-24,351	-27,082	-70,329	-30,850	-32,327	-33,875	-35,498

Anexo 29. Proyección de estados financieros y ratios.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Activos corrientes											
Efectivo y equivalentes de efectivo	532,231	479,913	545,603	843,833	864,486	607,863	700,458	741,558	771,545	789,888	796,030
Cuentas por cobrar comerciales	116,837	223,008	233,956	245,007	255,438	267,038	279,173	292,387	306,234	320,744	335,950
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	2,403,171	2,159,655	2,202,848	2,246,905	2,291,843	2,337,680	2,384,434	2,432,122	2,480,765	2,530,380	2,580,988
Otras cuentas por cobrar	24,281	28,104	28,666	29,239	29,824	30,421	31,029	31,650	32,283	32,928	33,587
Inventarios	293,804	222,881	233,822	244,867	255,291	266,885	291,601	304,808	318,647	333,149	348,346
Gastos contratados por anticipado	57,704	58,858	60,035	61,236	62,461	63,710	64,984	66,284	67,609	68,962	70,341
Total activos corrientes	3,428,028	3,172,419	3,304,931	3,671,087	3,759,343	3,573,597	3,751,678	3,868,809	3,977,083	4,076,051	4,165,241
Activos no corrientes											
Activos financieros a valor razonable a través de resultados	6,469	6,598	6,730	6,865	7,002	7,142	7,285	7,431	7,579	7,731	7,886
Activos biológicos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Propiedades de inversión	9,154	9,337	9,524	9,714	9,909	10,107	10,309	10,515	10,725	10,940	11,159
Propiedades, planta y equipo, neto	2,222,922	2,209,386	2,209,423	2,223,159	2,492,226	2,775,674	2,756,004	2,752,715	2,766,593	2,798,459	2,849,175
Intangibles	496,273	490,057	482,063	472,184	460,278	446,292	430,132	411,724	390,962	367,733	341,923
Activo por impuesto a la renta diferido											
Total activos no corrientes	2,734,818	2,715,379	2,707,740	2,711,923	2,969,415	3,239,216	3,203,730	3,182,385	3,175,859	3,184,863	3,210,142
Total activos	6,162,846	5,887,798	6,012,671	6,383,010	6,728,758	6,812,813	6,955,409	7,051,194	7,152,942	7,260,914	7,375,383
Pasivos corrientes											
Obligaciones financieras	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846	17,846
Cuentas por pagar comerciales	1,328,398	966,517	1,013,965	1,061,859	1,107,065	1,157,341	1,264,521	1,321,793	1,381,806	1,444,692	1,510,593
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	134,670	137,363	140,111	142,913	145,771	148,687	151,660	154,693	157,787	160,943	164,162
Pasivo por impuesto a las ganancias	478,028	487,589	497,340	507,287	517,433	527,782	538,337	549,104	560,086	571,288	582,713
Otras cuentas por pagar	537,870	548,627	559,600	570,792	582,208	593,852	605,729	617,844	630,200	642,804	655,661
Provisiones	172,900	176,358	179,885	183,483	187,153	190,896	194,713	198,608	202,580	206,632	210,764
Provisión por beneficios a los empleados	5,259	5,364	5,471	5,581	5,693	5,806	5,922	6,041	6,162	6,285	6,411
Total pasivos corrientes	2,674,971	2,339,664	2,414,219	2,489,761	2,563,168	2,642,209	2,778,730	2,865,929	2,956,467	3,050,490	3,148,150
Pasivos no corrientes											
Obligaciones financieras	52,641	64,636	64,636	307,036	525,196	474,023	422,850	371,676	320,503	269,330	218,156
Otras cuentas por pagar a largo plazo	225,766	230,281	234,887	239,585	244,376	249,264	254,249	259,334	264,521	269,811	275,207
Provisión por beneficios a los empleados	36,699	37,433	38,182	38,945	39,724	40,519	41,329	42,156	42,999	43,859	44,736
Provisiones	75,283	76,789	78,324	79,891	81,489	83,119	84,781	86,477	88,206	89,970	91,770
Pasivo por impuesto diferido	190,415	194,223	198,108	202,070	206,111	210,234	214,438	218,727	223,102	227,564	232,115
Total pasivos no corrientes	580,804	603,363	614,137	867,527	1,096,897	1,057,158	1,017,647	978,370	939,330	900,533	861,984

Total pasivos	3,255,775	2,943,027	3,028,356	3,357,288	3,660,065	3,699,367	3,796,377	3,844,298	3,895,797	3,951,024	4,010,134
Patrimonio neto											
Capital emitido	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722	780,722
Capital adicional	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685	64,685
Acciones de inversión	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515	569,515
Acciones en cartera	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737	-1,737
Otras reservas de capital	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782	243,782
Otras reservas de patrimonio	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735	17,735
Resultados acumulados	1,202,396	1,202,396	1,239,496	1,278,430	1,319,212	1,361,547	1,405,651	1,450,575	1,497,764	1,547,325	1,599,368
Resultados del Ejercicio		37,100	38,933	40,783	42,335	44,104	44,924	47,189	49,560	52,043	54,643
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	2,877,098	2,914,198	2,953,132	2,993,914	3,036,249	3,080,353	3,125,277	3,172,466	3,222,027	3,274,070	3,328,712
Participaciones no controladoras	29,973	30,572	31,184	31,808	32,444	33,093	33,754	34,430	35,118	35,821	36,537
Total patrimonio neto	2,907,071	2,944,771	2,984,316	3,025,722	3,068,693	3,113,446	3,159,032	3,206,896	3,257,145	3,309,890	3,365,249
Total pasivos y patrimonio neto	6,162,846	5,887,798	6,012,671	6,383,010	6,728,758	6,812,813	6,955,409	7,051,194	7,152,942	7,260,914	7,375,383

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas netas	4,314,745	4,929,955	5,171,978	5,416,271	5,646,856	5,903,302	6,171,559	6,463,688	6,769,797	7,090,566	7,426,708
Costo de ventas	-1,315,706	-1,341,413	-1,407,266	-1,473,737	-1,536,478	-1,606,256	-1,755,009	-1,834,496	-1,917,786	-2,005,066	-2,096,528
Utilidad bruta	2,999,039	3,588,542	3,764,711	3,942,534	4,110,378	4,297,047	4,416,550	4,629,192	4,852,011	5,085,500	5,330,180
Gastos de ventas y distribución	-887,669	-922,077	-967,344	-1,013,036	-1,056,163	-1,104,128	-1,154,301	-1,208,940	-1,266,193	-1,326,189	-1,389,059
Gastos administrativos	-383,397	-417,978	-438,498	-459,210	-478,759	-500,502	-523,245	-548,013	-573,966	-601,162	-629,661
Otros ingresos operativos, neto	80,139	54,904	57,599	60,320	62,888	65,744	68,732	71,985	75,394	78,966	82,710
Otros gastos	-35,063	-55,262	-57,975	-60,713	-63,298	-66,173	-69,180	-72,454	-75,886	-79,481	-83,249
Utilidad operativa	1,773,049	2,248,129	2,358,494	2,469,895	2,575,046	2,691,988	2,738,555	2,871,770	3,011,360	3,157,635	3,310,920
Ingresos financieros	21,611	22,043	22,484	22,934	23,392	23,860	24,337	24,824	25,321	25,827	26,344
Costos financieros	-25,255	-25,760	-26,275	-26,801	-38,921	-49,829	-47,270	-44,711	-42,153	-39,594	-37,035
(Pérdida) ganancia neta por diferencia en cambio	-19,084	-19,466	-19,855	-20,252	-20,657	-21,070	-21,492	-21,922	-22,360	-22,807	-23,263
Utilidad antes del impuesto a las ganancias	1,750,321	2,224,946	2,334,848	2,445,776	2,538,860	2,644,950	2,694,131	2,829,961	2,972,168	3,121,061	3,276,965
Impuesto a las ganancias	-545,989	-709,886	-744,952	-780,344	-810,043	-843,892	-859,583	-902,921	-948,293	-995,799	-1,045,541
Utilidad neta	1,204,332	1,515,059	1,589,896	1,665,432	1,728,817	1,801,058	1,834,547	1,927,040	2,023,874	2,125,262	2,231,424
EBITDA	2,090,836	2,556,896	2,669,656	2,783,565	2,891,329	3,011,004	3,136,190	3,272,397	3,415,121	3,564,678	3,721,402

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Utilidad Operativa	2,248,129	2,358,494	2,469,895	2,575,046	2,691,988	2,738,555	2,871,770	3,011,360	3,157,635	3,310,920
(+) Depreciación y amortización	308,768	311,162	313,669	316,283	319,016	397,635	400,627	403,761	407,043	410,481
(-) Variación neta en el capital de trabajo	-132,016	7,732	7,616	5,804	8,165	51,034	11,169	12,251	13,398	14,612
<i>Cambio en CxC</i>	-132,367	55,880	56,882	57,178	59,283	60,771	62,823	64,448	66,123	67,851
<i>Inventarios</i>	-70,923	10,942	11,044	10,425	11,594	24,716	13,207	13,839	14,502	15,197
<i>Cambio en CxP</i>	-335,307	74,555	75,542	73,407	79,041	136,520	87,199	90,538	94,023	97,660
Impuestos	-709,886	-744,952	-780,344	-810,043	-843,892	-859,583	-902,921	-948,293	-995,799	-1,045,541
Flujo de caja Operativo	1,714,994	1,932,437	2,010,836	2,087,090	2,175,277	2,327,640	2,380,644	2,479,079	2,582,277	2,690,472
Gastos de capital	-289,329	-303,523	-317,851	-573,776	-588,816	-362,150	-379,282	-397,235	-416,047	-435,760
Gastos de capital (Ampliación)										
Flujo de caja de inversión	-289,329	-303,523	-317,851	-573,776	-588,816	-362,150	-379,282	-397,235	-416,047	-435,760
Obligaciones financieras	-3,717	-3,791	-3,867	-15,528	-25,969	-22,933	-19,887	-16,832	-13,767	-10,692
Dividendos pagados	-1,477,959	-1,550,963	-1,624,649	-1,686,482	-1,756,954	-1,789,623	-1,879,851	-1,974,314	-2,073,219	-2,176,781
Financiamiento externo	22,559	10,775	253,390	229,370	-39,739	-39,511	-39,277	-39,039	-38,797	-38,549
Financiamiento interno	599	611	624	636	649	662	675	689	702	716
Flujo de caja financiero	-1,458,518	-1,543,369	-1,374,503	-1,472,004	-1,822,013	-1,851,404	-1,938,340	-2,029,497	-2,125,080	-2,225,306
Saldo de efectivo	-32,853	85,545	318,482	41,310	-235,552	114,086	63,022	52,347	41,150	29,406
Saldo de caja inicial	532,231	479,913	545,603	843,833	864,486	607,863	700,458	741,558	771,545	789,888
Dif. Cambio	-19,466	-19,855	-20,252	-20,657	-21,070	-21,492	-21,922	-22,360	-22,807	-23,263
Saldo de caja final	479,913	545,603	843,833	864,486	607,863	700,458	741,558	771,545	789,888	796,030

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Margen Bruto	73.8%	69.5%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%	71.6%	71.6%	71.7%	71.7%	71.8%
Margen Operativo	49.7%	41.1%	45.6%	45.6%	45.6%	45.6%	45.6%	44.4%	44.4%	44.5%	44.5%	44.6%
Margen Neto	35.2%	27.9%	30.7%	30.7%	30.7%	30.6%	30.5%	29.7%	29.8%	29.9%	30.0%	30.0%
Margen EBITDA	54.9%	48.5%	51.9%	51.6%	51.4%	51.2%	51.0%	50.8%	50.6%	50.4%	50.3%	50.1%

Análisis Dupont	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Rotación de activos	0.98	0.70	0.84	0.86	0.85	0.84	0.87	0.89	0.92	0.95	0.98	1.01
Margen neto	35.2%	27.9%	30.7%	30.7%	30.7%	30.6%	30.5%	29.7%	29.8%	29.9%	30.0%	30.0%
Apalancamiento financiero	2.71	2.12	2.00	2.01	2.11	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.19	2.19

ROE	93.6%	41.4%	51.4%	53.3%	55.0%	56.3%	57.8%	58.1%	60.1%	62.1%	64.2%	66.3%
ROA	34.6%	19.5%	25.7%	26.4%	26.1%	25.7%	26.4%	26.4%	27.3%	28.3%	29.3%	30.3%
ROIC	88.5%	38.9%	48.1%	49.7%	47.8%	46.4%	48.5%	49.4%	51.8%	54.2%	56.8%	59.4%

Cash Flow ratios

CFO/Utilidad neta

CFO/Activos totales

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Liquidez corriente	1.02	1.28	1.36	1.37	1.47	1.47	1.35	1.35	1.35	1.35	1.34	1.32
Prueba ácida	0.93	1.15	1.24	1.25	1.35	1.34	1.23	1.22	1.22	1.21	1.20	1.19
Ratio de efectivo	0.19	0.20	0.21	0.23	0.34	0.34	0.23	0.25	0.26	0.26	0.26	0.25

Ratios de solvencia	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ratio Deuda - Patrimonio	0.04	0.02	0.03	0.03	0.11	0.18	0.16	0.14	0.12	0.10	0.09	0.07
Ratio Deuda LP - Patrimonio	0.03	0.02	0.02	0.02	0.10	0.17	0.15	0.13	0.12	0.10	0.08	0.06
Apalancamiento Financiero	2.71	2.12	2.00	2.01	2.11	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.19	2.19

Ratios de cobertura	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cobertura de intereses	157.7	82.8	99.3	101.6	103.9	74.3	60.4	66.3	73.2	81.0	90.0	100.5
(Ebitda / Gastos financieros)												
Deuda / EBITDA	0.03	0.03	0.03	0.03	0.12	0.19	0.16	0.14	0.12	0.10	0.08	0.06

Cash Flow ratios

CFO/Deuda

CFO/Dividendos pagados

Ratios de actividad	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Rotación de inventarios	5.8	4.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Días de inventario	63	82	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Rotación de CxC	28.8	36.9	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1
Días de cobranza	13	10	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Rotación de CxP	1.2	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Días de pago	308	369	263	263	263	263	263	263	263	263	263	263
Ciclo de conversión de efectivo	-233	-277	-186	-186	-186	-186	-186	-186	-186	-186	-186	-186

