

Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Finanzas, Banca y Seguros

Valoración de las acciones de la empresa cervecera Ab InBev

Presentado por:

Eduardo Santos Serrano

Tutelado por:

Juan Antonio Rodríguez Sanz

Valladolid, 11 de julio de 2024

RESUMEN

Este trabajo se centra en el estudio de la empresa Anheuser Busch InBev N.V./S.A. (más conocida como AB InBev), principal proveedora de cerveza a nivel mundial, con el objetivo de averiguar cuál es su valor en bolsa a través del uso de herramientas de análisis fundamental como son el descuento de flujos de caja, descuento de dividendos o el uso de múltiplos comparables como el PER.

Para ello se realizará un análisis contextual del sector de la distribución y venta de cerveza, dónde se puede ver una recuperación paulatina desde la pandemia del COVID-19, pasando finalmente al análisis de los estados financieros de AB InBev y estimando los flujos de caja necesarios para realizar la valoración.

Palabras clave: valoración de empresas, AB InBev, flujos de caja, múltiplos comparables.

Códigos JEL: G12, G30.

ABSTRACT

This work focuses on the study of the company Anheuser Busch InBev N.V./S.A. (better known as AB InBev), the main beer supplier worldwide, with the purpose of finding out what its stock market value is using fundamental analysis tools such as discounted cash flows, discounted dividends or the use of comparable multiples such as PER.

To do this, a contextual analysis of the beer distribution and sale sector will be carried out, where a gradual recovery can be seen since the COVID-19 pandemic, finally moving on to the analysis of the financial statements of AB InBev and estimating the necessary cash flows. to carry out the assessment.

Keywords: company valuation, AB InBev, cash flows, comparable multiples.

JEL codes: G12, G30.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	METODOLOGÍA.....	2
3.	MARCO TEÓRICO	3
3.1.	Métodos basados en el balance (valor patrimonial).....	4
3.2.	Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)	6
3.3.	Métodos basados en el descuento de dividendos	7
3.4.	Métodos basados en el descuento de flujos (<i>cash flows</i>).....	8
4.	CASO PRÁCTICO. AB INBEV.....	12
4.1.	Análisis del sector	12
4.2.	Historia de AB InBev	15
4.3.	Composición accionarial.....	17
4.4.	Estrategia de la compañía	18
4.5.	Análisis económico y financiero	20
5.	VALORACIÓN AB INBEV	23
5.1.	Valoración a través del descuento de flujos de fondos	23
5.1.1.	Descuento de flujos de caja del capital	26
5.2.	Valoración a través del descuento de dividendos.....	28
5.3.	Valoración a través de múltiplos comparables	30
6.	CONCLUSIONES.....	33
7.	BIBLIOGRAFÍA	34

1. INTRODUCCIÓN

El valor que le atribuimos a un bien o servicio se trata de algo subjetivo, puesto que depende de aspectos tales como la satisfacción que nos aporte o la utilidad que nos dé, siendo por ello que no necesariamente coincidirán el valor con el precio que se haya establecido.

Lo mismo ocurre en los mercados financieros con las acciones de las empresas, cuyo precio de cotización se establece en función de las compras y ventas realizadas entre todos los participantes del mercado.

Dichos participantes pueden verse guiados por el valor que les atribuyen a las acciones en base a los distintos métodos de análisis que se hayan podido llevar a cabo y su estrategia de inversión o ya sea por modas, influencias o sesgos.

En este caso la empresa cotizada que se ha escogido es Ab InBev por tratarse de la empresa más relevante en el sector de la elaboración y venta de cerveza, siendo la principal productora mundial y con diferencia, pues se calcula que abarca un cuarto de la cuota de mercado total.

Por ponerla en contexto, esta se encuentra en términos de EBITDA a la par con empresas como son Nestlé, Coca Cola, PepsiCo o Unilever, ubicándose entre las empresas de consumo más grandes del mundo, siendo su principal producto la cerveza y, sin embargo, todo ello puede pasarnos desapercibido al concebir esta bebida como algo cotidiano que tomamos en comidas o al juntarnos con familiares y amigos.

El trabajo se centra en la presentación de los principales métodos de análisis fundamental existentes para la valoración de empresas, así como en la valoración de la empresa Ab InBev utilizando algunos de estos métodos del mismo modo que se podría valorar otras empresas cotizadas.

Y en última instancia comprobar si la empresa se encuentra infravalorada o sobrevalorada por el mercado.

2. METODOLOGÍA

En primer lugar, se desarrolla el marco teórico en materia del análisis fundamental dónde se repasarán los métodos principales que existen para la valoración de empresas, centrándonos en su mayoría en los métodos de descuento de flujos de caja.

Acto seguido irá la presentación del sector de la cerveza y la evolución que ha experimentado estos últimos años, teniendo como elemento irruptor la pandemia de COVID-19.

Se repasará la situación del mercado y perspectivas a futuro del mismo, la historia de la empresa Anheuser Busch InBev N.V./S.A., su composición accionarial y la estrategia actual que tiene la misma, así como un breve análisis de sus estados económico y financiero.

Seguido tendrá lugar la estimación del valor de sus acciones por tres métodos distintos: descuento de flujos de caja, descuento de dividendos y por múltiplos comparables.

La metodología seguida para la realización del trabajo ha sido de carácter inductivo, procediendo, en un primer momento, con la recolección de los datos necesarios para posteriormente analizarlos y con ellos aplicar distintos métodos de valoración de empresa, sacando nuestras propias conclusiones al final del proceso.

El enfoque de la investigación ha sido mixto, debido a que se han analizado diversos métodos de valoración, en una primera instancia, partiendo de una investigación bibliográfica de distintos autores dentro de esta disciplina.

En cuanto al estudio empírico, se ha procedido con la valoración de la empresa. Para ello se han empleado las siguientes fuentes de datos: Orbis, Yahoo! Finance, Morningstar, el blog de Aswath Damodaran, Statista, Wikipedia y la propia página web corporativa de la compañía AB InBev; de donde se han extraído los datos más recientes de la empresa, siendo procesados con la herramienta Excel para el desarrollo de los cálculos requeridos y la elaboración de tablas y gráficos con los que ilustrar la información recabada.

3. MARCO TEÓRICO

La valoración de empresas toma sentido en el momento en que el precio y el valor no coinciden. Mientras que el precio se reduce a la cantidad a pagar por un bien o un servicio acordada por compradores y vendedores de un mercado determinado y en un momento dado, el valor intrínseco del mismo puede variar en función de la utilidad o satisfacción que los participantes perciban que aporta.

El valor está determinado por múltiples factores, como pueden ser: necesidad, deseo, circunstancia (económica, disponibilidad del bien, ...), conocimientos acerca del producto o servicio, entre otras.

Llevándolo a la empresa estos factores pueden ser hacia dónde va el futuro del mercado, la estrategia de la cúpula directiva para los próximos años, lo atractivo que pueda ser su competencia, economías de escala, legislación entre otros.

Debido a todo esto, abordamos como algo imprescindible la valoración de empresas mediante el análisis fundamental para tratar de estimar el auténtico valor o valor intrínseco de las acciones de una empresa.

Esto nos puede ayudar en multitud de casos, como los mencionados en Valoración de Empresas y Sensatez, por Pablo Fernández (2013):

- Las *operaciones de compraventa*: la valoración indicará al comprador el precio máximo a pagar, mientras que para el vendedor representará el precio mínimo para vender.
- La *valoración de empresas cotizadas en bolsa*: comparar el valor resultante con la cotización de la acción en el mercado, con ello tomar decisiones en cuanto a la composición y concentración de la cartera, valorando varias empresas y evaluando su desempeño, desarrollando así nuestra estrategia de inversión.
- *En la salida de empresas a bolsa*: mediante la valoración se justifica el valor de las acciones a su salida al público.
- *Herencias o sucesiones, así como testamentos*: la valoración permite comparar el valor de las acciones con el de los demás bienes.

- *Sistemas de remuneración basados en creación de valor*: mediante la valoración de una empresa podemos cuantificar la generación de valor a cargo de directivos y empleados para saber qué recompensas otorgar.
- *Identificar y jerarquizar a los impulsores de valor*: reconocer aquellas fuentes que crean o destruyen valor en una empresa para saber cómo reorientar las mismas.
- *Decisiones sobre la continuidad de la empresa*: mediante la valoración se puede obtener información que ayude en la toma de decisiones sobre si seguir con el negocio, venderlo, buscar fusionarse o adquirir otras empresas.
- *Planificación estratégica*: la valoración ayudará en la decisión sobre qué productos vender, a qué mercados abrirse y a qué tramo de clientes dirigir la empresa entre otras.
- *Procesos de arbitraje y pleitos*: la valoración pasa a ser herramienta indispensable en litigios regidos por un árbitro neutral (compraventa de empresas, división de patrimonios, resolución de contratos, ...).

Con todo ello, podemos decir que la valoración de empresas tiene por objetivo conocer el valor de esta, así como de sus impulsores de valor con la finalidad de que tanto directivos como inversores particulares tomen una decisión óptima en cuanto a si invertir o desinvertir.

Acto seguido se procede con la enumeración de los algunos de los métodos de valoración más populares.

3.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Según Pablo Fernández (2013) “Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio y consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance, en sus activos y pasivos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática ...”

Es decir, estos métodos carecen de visión a futuro, se basan en el histórico de la empresa, encontrándose de este modo desvinculados con los mercados de valores, puesto que los precios en estos funcionan mediante expectativas a futuro.

Del mismo modo, tampoco toman en cuenta factores que pueden impactar sobre el valor de la empresa como pueden ser: el estado del sector, la situación interna de la organización o recursos humanos, contratos con clientes y proveedores, entre otros que no se ven reflejados en los estados financieros.

Valor Contable

Consiste en la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el patrimonio neto (capital y reservas), también referenciado como valor en libros, recursos o fondos propios.

Valor contable ajustado

Partiendo del método anterior y ajustando el valor de los activos y pasivos a su valor de mercado, se corrige la diferencia del valor en libros con la de mercado, alcanzando el patrimonio neto ajustado. Aunque el éxito de este método sea ciertamente limitado.

Valor de liquidación

Sólo admitido para el caso específico de liquidar una empresa mediante la venta de los activos y pago de deudas (indemnizaciones, gastos fiscales, proveedores, ...). Se parte del patrimonio neto ajustado, al que se restan los gastos estimados de liquidación del negocio.

De este modo se obtiene un valor mínimo de la empresa, que, de continuar la actividad, ésta siempre debería mostrar un valor por encima del calculado (si resultara menor que el de liquidación, entonces esa empresa debería considerar el cierre).

Valor substancial

El valor que aquí se obtiene indica la inversión indispensable que debiera realizarse para constituir una empresa con las mismas condiciones a la valorada (y bajo la premisa de continuidad de la actividad, precisamente lo contrario que en el caso de valor de liquidación). En esta valoración no se incluyen aspectos que no participen de la explotación: terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc. Existen tres clases de valor substancial:

- Valor substancial bruto: el valor del activo a precio de mercado.

- Valor sustancial neto o activo neto corregido: siguiendo la dinámica del valor contable ajustado, es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible, dando así el patrimonio neto ajustado.
- Valor sustancial bruto reducido: se trata del valor sustancial bruto al que se le resta sólo el valor de la deuda sin coste (como pueden ser los proveedores).

3.2. Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)

Mediante estos métodos se puede realizar una valoración rápida de las empresas multiplicando un ratio comparable o coeficiente (múltiplo) que tengamos previamente estudiado, por alguna de las magnitudes de la empresa (beneficios, facturación, ventas, etc.).

Para valorar una empresa por múltiplos, debemos utilizar múltiplos de empresas comparables.

A pesar de sus carencias, es muy popular su uso entre los inversores ya que permite realizar juicios rápidos sobre la infravaloración o sobrevaloración de una empresa con respecto al resto del mercado.

Algunos de los múltiplos más populares son:

- $PER = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Beneficio neto}} = \frac{\text{Valor de la acción}}{\text{Beneficio por acción}}$

- $\text{Precio}/\text{Ventas}$, que se puede descomponer en otros dos:

$$\text{Precio}/\text{Ventas} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio}} \times \frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}}$$

- $\text{Valor de la empresa}/\text{Ventas}$
- $\text{Valor de la empresa}/\text{EBITDA}$ (*Beneficio Antes de Intereses e Impuestos*)
- $\text{Valor de la empresa}/\text{Cash Flow Operativo}$

3.3. Métodos basados en el descuento de dividendos

Los dividendos se tratan de pagos periódicos que reciben los accionistas, de manera que al ser el único flujo periódico que obtienen, se puede afirmar que “el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella.” (P. Fernández, 2013).

Para el caso en que el valor del dividendo es siempre el mismo (perpetuidad), trayendo el valor de dichos dividendos al presente el valor de la acción se expresaría de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_e}$$

Siendo:

- DPA, el dividendo por acción repartido por la empresa.
- K_e , la rentabilidad exigida por los accionistas, que también se puede encontrar como “coste de capital de los recursos propios”.

También se puede plantear matemáticamente la situación en que los dividendos crezcan a una tasa anual constante de forma indefinida (g), dando como resultado:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA_1}{(K_e - g)}$$

Siendo DPA_1 el dividendo del próximo periodo, que se calcula como:

$$DPA_1 = DPA_0 \times (1 + g)$$

Rentabilidad esperada por el accionista, K_e

El K_e se estima a través del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) es un modelo financiero que determina el rendimiento esperado de una inversión, teniendo en cuenta el riesgo de la misma. Se expresa tal que:

$$K_e = R_f + \beta_i \times (E(R_m) - R_f)$$

Siendo:

- R_f , la tasa libre de riesgo: el rendimiento de un activo libre de riesgo, siendo el más común los Bonos del Estado a 10 años de países como Alemania o Estados Unidos, debido a su estabilidad.
- β_i , beta: es el riesgo sistemático del activo en comparación del mercado (el valor para el mercado es de 1).
- $(E(R_m) - R_f)$, la prima de riesgo: diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo. Representa la compensación adicional que requieren los inversores por invertir en un activo distinto del activo libre de riesgo.

Tasa de crecimiento internamente sostenible, g

La g se ha estimado promediando la tasa de crecimiento internamente sostenible obtenida para distintos años a través del ratio de reparto de dividendos:

$$g = ROE \times b = ROE \times (1 - Payout)$$

Siendo:

- ROE, el Return On Equity o rentabilidad financiera: beneficio económico obtenido a partir de los recursos propios.

$$ROE = \text{Beneficio neto}_t / \text{Patrimonio}_{t-1}$$

Siendo el "Patrimonio $_{t-1}$ " aquel conformado al final del periodo anterior o, lo que es lo mismo, al inicio de este.

- Payout, corresponde a la parte del dividendo que se reparte entre los accionistas, el porcentaje que supone el mismo dentro de las EPS (Earning Per Share), las ganancias por acción que ha tenido la empresa.
- b o $(1 - Payout)$, es la tasa de retención, la parte porcentual de las EPS que se queda en la empresa.

3.4. Métodos basados en el descuento de flujos (*cash flows*)

Tiene la mejor conceptualización de todos los métodos de valoración al partir de la premisa de que el valor de una empresa (y por tanto de sus acciones) proviene de la capacidad de esta de generar dinero (suponiendo su continuidad); esto conlleva

estimar los flujos de efectivo futuros para descontarlos a una tasa de rentabilidad esperada (tasa de descuento) y coherente con el riesgo estimado de tales flujos.

El punto de partida de los diversos métodos basados en el descuento de los flujos parten de la siguiente ecuación (Fernández, 2013):

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

Siendo:

- V, el valor actual de los flujos.
- CF_n , flujos esperados generados por la empresa en el año n
- K, la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos
- VR_n , el valor residual, el valor esperado de la empresa en el año n

El valor residual en el año n coincide con el valor actual de los flujos de caja a obtener a partir del momento n. Siendo:

$$Valor\ residual = \frac{CF_n \times (1 + g)}{(K - g)}$$

Los diferentes flujos de fondos que se pueden calcular para este método de valoración y sus correspondientes tasas de descuento se dividen en los siguientes:

Tabla 1. Flujos de fondos y sus tasas de descuento

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac: Flujo para los accionistas	K_e : Rentabilidad exigida por los accionistas
CFd: Flujo para la deuda	K_d : Rentabilidad exigida de la deuda
FCF: Flujo de fondos libres, Free Cash Flow	WACC, K_{FCF} : Rentabilidad exigida ponderada por la deuda y el valor de las acciones
CCF: Flujo de fondos del capital, Capital Cash Flow	$WACC_{BT}$, K_{CCF} : WACC antes de impuestos

Fuente: elaboración propia

El Cash Flow de la deuda (CFd)

Corresponde al flujo neto de tesorería atribuible a los acreedores, se calcula sumando los intereses que corresponden pagar por la deuda más las devoluciones del principal.

$$CFd = \text{Intereses} - \Delta\text{Deuda}$$

Su tasa de descuento, K_d (Rentabilidad exigida de la deuda) se trata del tipo de interés a pagar.

El Cash Flow para los accionistas (CFac)

Según P. Fernández (2013) “Es, en definitiva, el flujo que se reparte a los accionistas de la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en RNC (NOF) y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda).”

$$CFac = FCF - \text{Intereses pagados} \times (1 - T) + \Delta\text{Deuda}$$

Siendo:

- T, la tasa impositiva

Al actualizar el flujo para los accionistas estamos valorando directamente las acciones de la empresa (E).

El Capital Cash Flow (CCF)

Se denomina de esta manera a la suma del Cash Flow de la deuda más el Cash Flow para los accionistas.

$$CCF = CFac + CFd$$

Su tasa de descuento, $WACC_{BT}$ (Wieghted Average Cost of Capital Before Taxes) se calcula ponderando la rentabilidad exigida de la deuda y de los accionistas en función de la estructura financiera de la empresa. Se hace de esta manera por ser un flujo que tiene en cuenta la empresa en su conjunto.

Se calcula de la siguiente manera:

$$WACC_{BT} = \frac{E_0 \times K_e + D \times K_d}{E_0 + D}$$

Siendo:

- E_0 , el valor de mercado de sus recursos propios iniciales
- D , el valor de mercado de su deuda

Al descontar los flujos del CCF lo que obtenemos es el valor de la empresa (EV), que se compone de recursos propios (E) y el valor de mercado de su deuda (D).

$$EV = E + D$$

Si lo que se quiere es el valor de las acciones (en caso de estar cotizada en bolsa), habría que restar la deuda para obtener el valor de mercado de sus recursos propios (la capitalización bursátil obtenida) y después dividirlo entre el número de acciones de la compañía.

El Free Cash Flow (FCF)

Es el flujo generado por las operaciones de la empresa, sin tener en cuenta el endeudamiento de la empresa (deuda financiera) y tras haber satisfecho el pago de impuestos y cubierto las necesidades operativas de fondos (NOF) y de inversión en activo fijo, sin tener en cuenta la financiación en forma de deuda (como si la empresa se financiara sólo con acciones).

$$NOF = \text{Tesorería} + \text{Deudores} + \text{Inventarios} - \text{Proveedores}$$

Su tasa de descuento, WACC (Wiegthed Average Cost of Capital) se calcula de la siguiente manera:

$$WACC = \frac{E_0 \times K_e + (1 - T) \times D \times K_d}{E_0 + D}$$

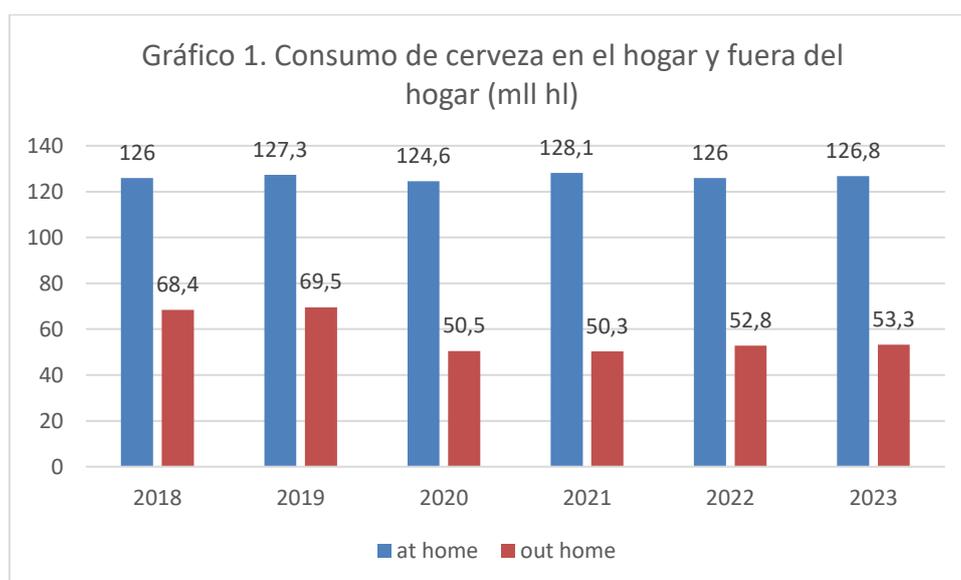
Al descontar los flujos del FCF obtenemos nuevamente el valor de la empresa (EV), que se compone de recursos propios (E) y el valor de mercado de su deuda (D).

Del mismo modo que con el CCF, si lo que se quiere es el valor de las acciones habría que restar la deuda para obtener el valor de la capitalización bursátil obtenida y después dividirlo entre el número de acciones de la compañía.

4. CASO PRÁCTICO. AB INBEV

4.1. Análisis del sector

La industria cervecera está ampliamente desarrollada y establecida a lo largo del mundo, adquiriendo el estatus de tercera bebida más consumida del mundo (por detrás del agua y del té), pero al no tratarse de un bien de primera necesidad y de alto componente social, hemos podido ver cómo el Covid-19 afectó al consumo de la misma.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

La tendencia en la producción de cerveza venía siendo creciente todos estos años hasta el momento de darse la pandemia y el consecuente confinamiento, más o menos estricto según las leyes en cada país. No pudiendo salir la gente de sus casas, un producto cuyo consumo se encuentra enormemente ligado a eventos sociales o actos como pueden ser reuniones con familiares y amigos vio reducido su consumo en el 2020 en un 2,7 % en el ámbito doméstico (venta minorista vía centros comerciales, comercio electrónico, tiendas de conveniencia o canales similares) y hasta un 37,62% fuera de los hogares (ventas a hoteles, restaurantes, catering, cafés, bares y demás servicios de hostelería) respecto al periodo anterior.

A medida que se ha podido superar la pandemia, los niveles de consumo se han recuperado paulatinamente con perspectiva de poderse alcanzar pronto los niveles prepandemia.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

Cabe resaltar (véase Gráfico 2) la cada vez mayor popularidad de las versiones sin alcohol o bajo nivel de alcohol por un cambio de mentalidad de los consumidores hacia formas de vida más saludables al disponer de más y mejor información sobre buenos hábitos de consumo que promueven los distintos organismos públicos. Pasaron de representar un 2,67% del consumo total en 2018 a un 4,16% en 2023.

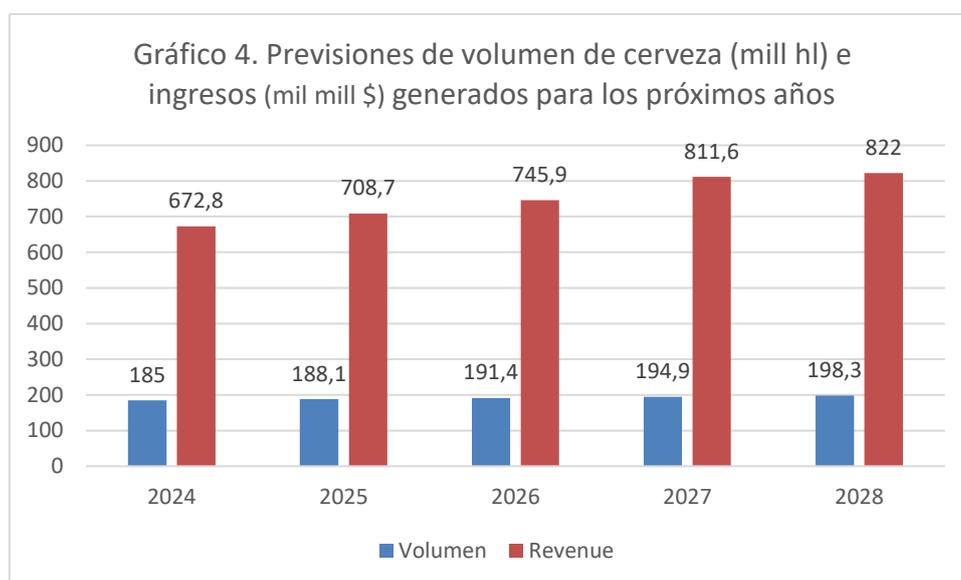
Eso supone un crecimiento anualizado del 7,6 % (CAGR, Compound Annual Growth Rate) o casi doblar producción en cinco años, teniendo un aumento total del 44,23 %, superándose las cifras previas a la pandemia.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

En cuanto los ingresos (Gráfico 3), se estima que el sector de la cerveza generó unos 630,4 mil millones de dólares en el año 2023 alrededor del globo, una vez más, sin llegar a alcanzar los niveles prepandemia vistos en el 2019, momento en el que se alcanzaron los 641,2 mil millones de dólares.

Sin embargo, existe la expectativa de que los ingresos aumenten anualmente un 4,12% (CAGR) entre 2024 y 2028 (Gráfico 4), llegando a generar la industria torno a 822 mil millones de dólares para ese momento y superando los niveles prepandemia ya en el 2024 con 672,8 mil millones de dólares estimados.

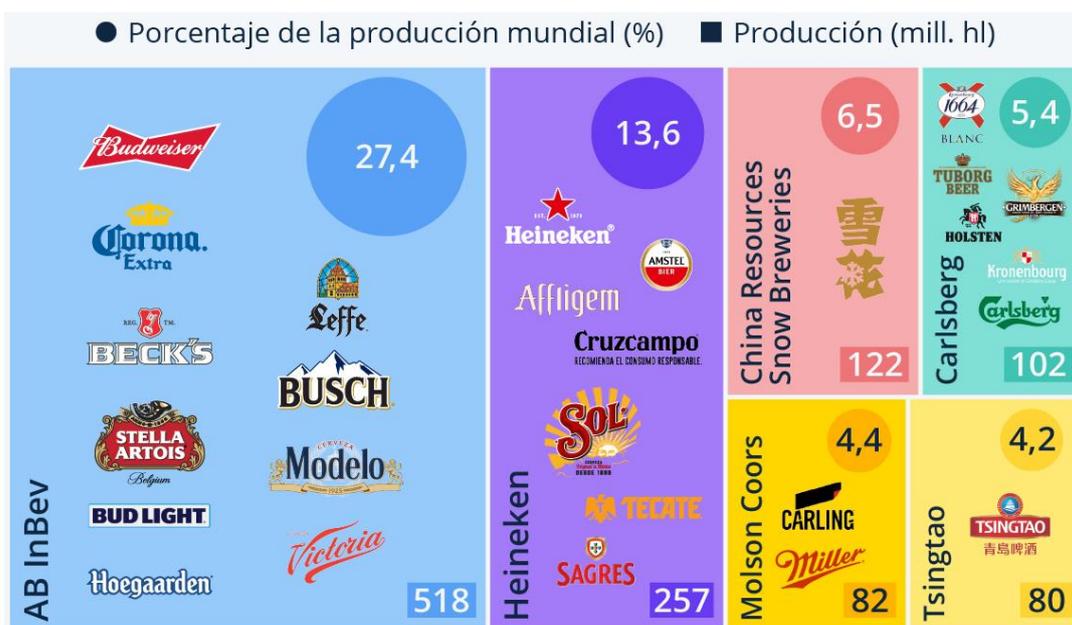


Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

Una vez dentro del sector, podemos ver cómo se reparten el mercado entre los principales competidores (Ilustración 1), de manera que AB InBev es el que ostenta mayor poder de mercado con, aproximadamente, un 25% de la cuota de mercado global, y siendo su competidor más directo Heineken International, con una cuota en torno al 13,6%.

Entre los seis grupos que aparecen en la imagen, están representadas casi dos terceras partes de la producción mundial de cerveza, siendo China Resorces Snow Breweries y Cerveza Tsingtao dos grupos cerveceros chinos que representan el 10% del volumen mundialmente producido.

Ilustración 1 Principales empresas del sector y sus cuotas de mercado



Fuente: Statista

4.2. Historia de AB InBev

Anheuser-Busch InBev N.V./S.A. se trata nada menos que de la mayor fabricante de cerveza del mundo, cubriendo aproximadamente un 25 % de la cuota de mercado mundial y manteniendo esta posición de líder ya desde el 2004, incluso antes de consolidarse como la empresa que conocemos hoy día.

Manteniendo su sede actual en Lovaina, Bélgica, cimienta su historia sobre las consecutivas fusiones de multitud de cerveceras repartidas a lo largo y ancho del globo, siendo que podemos establecer su origen con la fusión de las dos primeras cerveceras de relevancia:

- Interbrew, creada en 1987 con la fusión de las dos cerveceras más grandes de Bélgica, Artois (con sede en Lovaina, datada en el 1366) y Piedboeuf, con sede en Jupille.
- AmBev (Companhia de Bebidas das Américas), creada en el 1999 con la fusión de las dos cerveceras más grandes de Brasil en su momento, Antarctica (fundada en 1882) y Brahma (fundada en 1888).

De la fusión de estas dos se origina InBev, con una transacción valorada en 11.500 millones de dólares, momento en el que pasaron las compañías de ostentar las

posiciones tercera y quinta más grandes del mundo, respectivamente, a ser la primera tras su unión.

Con el pasar de los años, siguieron las compras, como en 2006 la de Fujian Sedrin (colocando a InBev como la tercera productora de cerveza más grande dentro de China) o en 2007 la de Lakeport en Canadá, también aumentando su paquete de acciones en Quinsa, con presencia en Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.

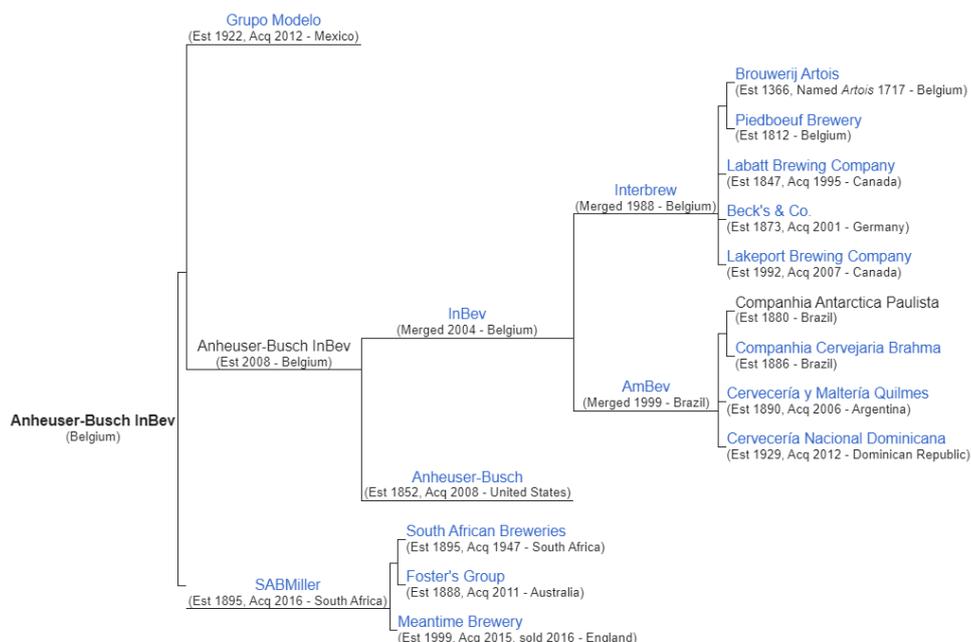
Fue en el 2008 que se dio la fusión entre InBev y Anheuser-Busch (fundada originalmente como Anheuser & Co. En St. Louis, Misuri, Estados Unidos en el 1860) dando lugar a la que ahora conocemos como Anheuser-Busch InBev (AB InBev) tras una transacción de 52.000 millones de dólares.

Además de la empresa cervecera más grande del mundo, en su momento, se convirtió en la quinta compañía de bienes de consumo más grande del mundo.

Siguiendo su ruta de compras, en octubre de 2016 se hacía con su mayor rival, la sudafricana SABMiller, por 69 mil millones de libras (106 mil millones de dólares).

SABMiller presentaba una fuerte presencia en Sudáfrica, pero también poseía empresas como la Cervecería Bavaria en Colombia y subsidiarias en Centroamérica.

Ilustración 2 Evolución y fusiones realizadas por AB InBev



Fuente: Wikipedia

4.3. Composición accionarial

A 1 de enero de 2024 el capital emitido asciende a 1.736 millones de dólares (USD), dividiéndose entre 1.737.197.263 Acciones Ordinarias en circulación y 282.044.710 Acciones Restringidas (emitidas como parte de la combinación con SABMiller) que permanecen en circulación de vez en cuando desde el 11 de octubre de 2021 (quinto aniversario de la fusión con SABMiller) para poder convertirse en Acciones Ordinarias a elección de los titulares en una relación uno a uno, no pudiéndose negociar en ninguna bolsa de valores y estando sujetas a restricciones de transferencia. En la fecha indicada, las Acciones Ordinarias representaban el 86.03% del capital, mientras que las Acciones Restringidas representaban el 13.97% del capital, ascendiendo el monto total a 2.019.241.973 acciones.

El precio de las acciones de Ab InBev mantuvo una evolución favorable hasta 2016 al elevarse las expectativas de crecimiento de la empresa tras la fusión con SabMiller (octubre de 2016), atribuyéndose una primera caída en la cotización de sus acciones a la subida del dólar que supuso una disminución de sus ingresos en el extranjero y una posterior caída a causa del shock que supuso la pandemia a la economía global, viéndose industrias como la cervecera (u otras de carácter recreativo) especialmente afectada. Desde entonces el valor en bolsa se ha recuperado paulatinamente del mismo modo que se ha ido saliendo de la pandemia del COVID-19 y la empresa ha empezado a recuperar sus niveles de actividad habituales.

Actualmente las acciones de AB InBev cotizan en varios mercados de valores alrededor del mundo, algunas de los más importantes son los siguientes:

- Bolsa de Valores de Bruselas (Euronext Brussels): al tener AB InBev su sede principal en Bélgica, que forma parte del Euronext.
- Bolsa de Nueva York (NYSE): se negocian en forma de American Depositary Receipts (ADR).
- Bolsa de Valores de Johannesburgo (JSE): AB InBev tiene una presencia importante en Sudáfrica (siendo de allí la adquirida SABMiller, quien fue su mayor competidor en su momento).
- Bolsa de Sao Paulo (B3): siendo Brasil un país donde también tiene mucha historia la empresa, puesto que de allí era una de las dos cerveceras que se fusionaron originalmente para dar lugar a AB InBev.

Ilustración 3 Anheuser-Busch InBev SA/NV (ABI.BR), euros



Ilustración 4 Anheuser-Busch InBev SA/NV (BUD.NYSE), dólares



Fuente: Yahoo! Finance

4.4. Estrategia de la compañía

Actualmente la estrategia de AB InBev se sostiene sobre tres propuestas:

- Ser líderes en su categoría y seguir creciendo en cuota de mercado.
- Digitalizar y monetizar su ecosistema
- Optimización del negocio

Ser líderes y seguir creciendo en cuota de mercado a través de su portfolio de cervezas premium, siendo que Ab InBev dispone de ocho de las diez marcas de cerveza más valiosas del mundo como son: Corona, Budweiser, Modelo, Brahma, Michelob Ultra, Bud Light, Skol y Stella Artois, las denominadas premium, con las que pretende hacer frente a la moda de las cervezas artesanas.

Adicionalmente la empresa dispone de otras veinte marcas icónicas con ingresos de mil millones de dólares.

Su conjunto de marcas sumado a su promoción en los principales eventos deportivos del mundo, cómo son los Juegos Olímpicos, la Copa del Mundo de la FIFA,

la Copa América, la NFL, UFC y NBA posicionan a la empresa en la mente de los consumidores y afianza su posición como líder de la industria.

Con la digitalización y monetización del ecosistema AB InBev está logrando una mayor distribución de sus marcas, reducir los costes del servicio y mejorar la relación con clientes y consumidores al tener mayor conocimiento sobre los mismos.

Sus enseñas de comercio electrónico directo con el consumidor (DTC, Direct to Consumer): Zé Delivery, TaDa y PerfectDraft están disponibles en 21 mercados, con un volumen de 69 millones de pedidos y unos ingresos de 550 millones de dólares en 2023, un 15 % más respecto a 2022.

También su Marketplace BEES, que alcanzó 3,7 millones de usuarios activos mensuales y un volumen de negociación de mercancías de 39,8 mil millones de dólares en valor bruto.

En lo que respecta a la optimización del negocio con el objetivo de maximizar la creación de valor a largo plazo la empresa pasa por tres áreas: la asignación óptima de recursos, la gestión robusta del riesgo y mantener una estructura de capital eficiente.

Frente a empresas de la competencia, que pueden realizar monitorización de datos de forma semanal y mensual, AB InBev realiza una monitorización diaria, con lo que poder optimizar dicha asignación de recursos, llevándolo a gastar 11,6 millones de dólares en capex, ventas y marketing.

La gestión robusta del riesgo se da mediante la reducción de la deuda, disminuyendo la deuda bruta en 1,8 mil millones de dólares, alcanzando los 78,1 mil millones, resultando una relación de deuda neta/EBITDA de 3,38 veces a 31 de diciembre de 2023. Obteniendo con ello calificaciones crediticias de Baa1 a A3 por Moody's y de BBB+ a A- por S&P.

Con todo esto logra una mayor flexibilidad en lo que respecta a decisiones de asignación de capital, que aprovecha AB InBev para incrementar el reparto de dividendos y premiar a los accionistas con un programa de recompra de acciones por valor de mil millones de dólares.

4.5. Análisis económico y financiero

La compañía opera en cinco segmentos repartidos alrededor del mundo, agrupados por zonas geográficas distinguimos: Norteamérica, Centroamérica, Sudamérica, EMEA (Europa, Oriente Medio y África) y APAC (Asia y Oceanía).

A mayores se encuentra el segmento denominado “Exportaciones globales y Holdings” (E&H) que no se caracteriza por estar delimitado geográficamente, sino que se trata de ventas realizadas desde oficinas centrales y toda la parte del negocio volcada en la exportación.

Cada una de las direcciones regionales de la empresa son responsables de gestionar el rendimiento, los riesgos subyacentes y la eficacia de las operaciones, utilizan indicadores como el EBIT y el EBITDA normalizados como medidas del desempeño del segmento y para adoptar decisiones sobre la asignación de recursos.

Tabla 2 Volumen de cerveza producido por AB InBev en cada región del mundo (mll hl)

	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
Mundial	560		561		531		582		595		585	
Norteamérica	111	19,8%	108	19,3%	107	20,2%	107	18,4%	103	17,3%	90	15,4%
Centroamérica	129	23,0%	134	23,9%	121	22,8%	141	24,2%	148	24,9%	149	25,5%
Sudamérica	136	24,3%	140	25,0%	144	27,1%	157	27,0%	164	27,6%	162	27,7%
EMEA	87	15,5%	86	15,3%	76	14,3%	87	14,9%	91	15,3%	90	15,4%
APAC	96	17,1%	93	16,6%	82	15,4%	88	15,1%	89	15,0%	93	15,9%
E&H	1	0,2%	1	0,2%	1	0,2%	2	0,3%	1	0,2%	0	0,0%

Fuente: Elaboración propia

Durante el 2023 el número de consumidores se mantuvo estable en la mayoría de los mercados o aumentó. Las innovaciones en marca, paquetería y producto impulsaron una mayor participación de consumidores en mercados clave como Sudáfrica, México y Brasil entre otros.

Fueron las marcas globales (las denominadas premium) aquellas que crecieron más en ingresos, con un 18,2 % fuera de sus mercados de origen. Lideradas por Corona con un crecimiento de 22,1 %, Budweiser aumentando sus ingresos en un 17,1 %, Stella Artois un 18,8 % y Michelob Ultra un 7,5 %.

Cabe resaltar el crecimiento del portfolio global de cervezas sin alcohol por encima de las expectativas, con Budweiser Zero y Corona Cero a la cabeza, especialmente esta

última duplicaba en 2023 el volumen fabricado respecto al año anterior y siendo la cerveza con mayor crecimiento, dentro de su segmento, en Reino Unido.

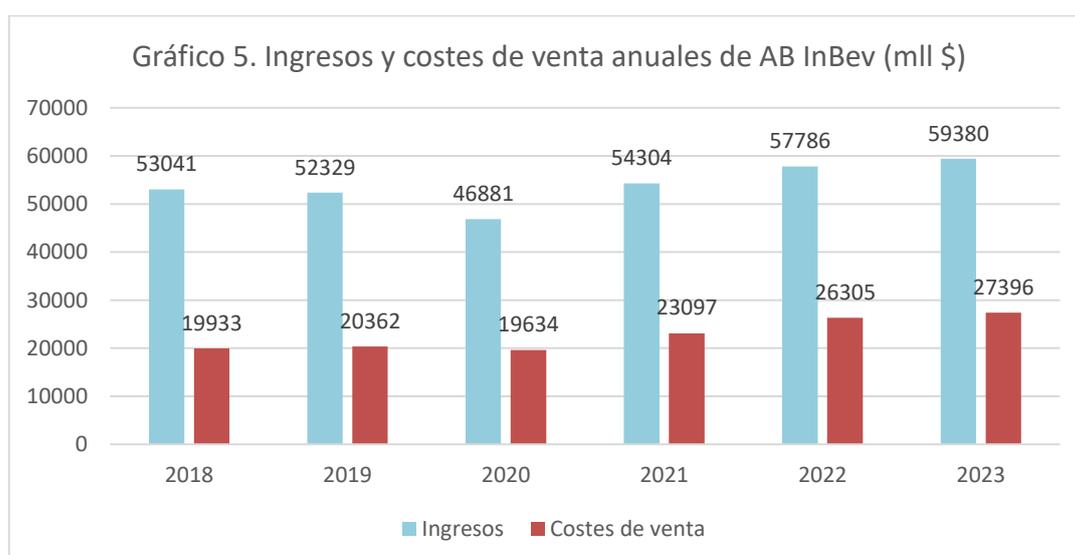
En 2015 AB InBev ya se marcó el objetivo de que su portfolio de cervezas sin y con bajo contenido de alcohol (0,5 % ABV) representaran el 20 % del volumen global de cerveza para 2025 como muestra de diferenciación y liderazgo en este tipo de productos. Aun no alcanzando sus objetivos, en 2023 el 54 % del volumen de su cartera de cervezas tenía menos de un 4,5 % de alcohol por volumen (ABV).

Tabla 3 EBITDA normalizado de AB InBev por cada región del mundo (mill \$)

	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
Mundial	21732		21078		17321		19209		19843		19976	
Norteamérica	6199	29,3%	6185	28,4%	6172	34,3%	6131	30,2%	6057	29,1%	4727	22,4%
Centroamérica	6033	28,5%	6356	29,2%	5014	27,9%	6126	30,2%	6564	31,5%	7715	36,6%
Sudamérica	4696	22,2%	4145	19,1%	3179	17,7%	3125	15,4%	3511	16,8%	3884	18,4%
EMEA	3184	15,0%	2781	12,8%	1895	10,5%	2598	12,8%	2612	12,5%	2570	12,2%
APAC	2178	10,3%	2287	10,5%	1737	9,7%	2321	11,4%	2104	10,1%	2186	10,4%
E&H	-558		-676		-677		-1093		-1004		-1106	

Fuente: Elaboración propia

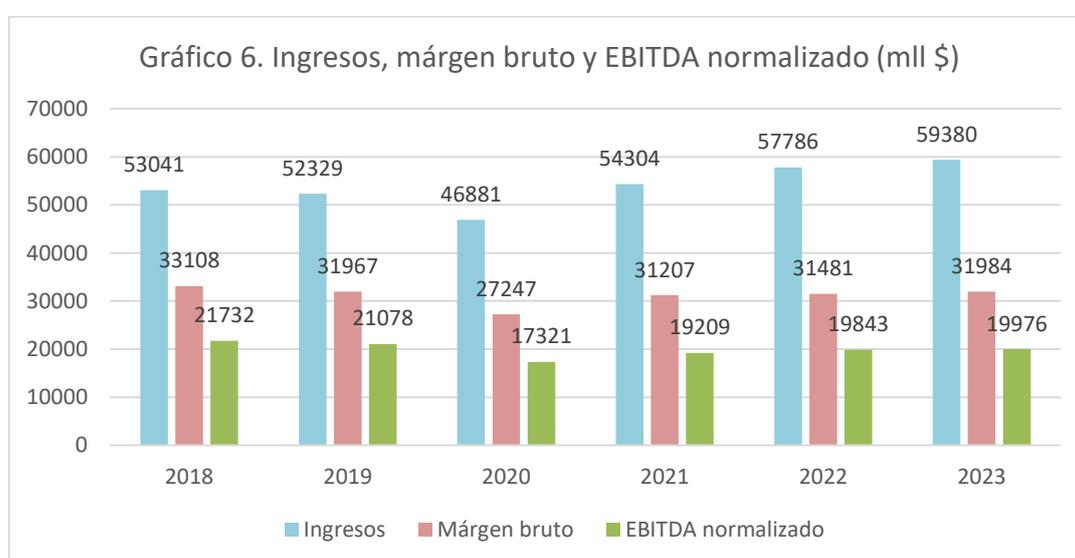
El mercado que más ganancias generó fue Centroamérica, pues es en estas economías emergentes donde más rápido y con mayor facilidad puede expandirse debido a la menor competencia y al “saber hacer” que posee ya la empresa. Por el contrario, en las economías desarrolladas la estrategia pasa por mantener la cuota de mercado a través del poder de las marcas y la promoción anteriormente descrita.



Fuente: Elaboración propia

El nivel de ingresos de la compañía rápidamente pudo recuperar y rebasar los niveles prepandemia. Sin embargo, existe también un mayor coste de ventas; mientras que en 2018 y 2019 estos representaban el 37,58 % y 38,91 % de los ingresos totales, para 2023 alcanzaron un 43,13 % de los mismos.

La principal causa de este aumento de los costes se le puede achacar al periodo de inflación por el que atravesamos, producto de la pandemia de COVID-19, pero también por causa de la guerra de Ucrania y Rusia. Todo ello se traduce en un encarecimiento de las materias primas y en particular de los cereales, ingrediente principal de la cerveza, lo que afecta especialmente al sector.



Fuente: Elaboración propia

El aumento de los costes de venta acaba llevando a que el EBITDA normalizado pase de suponer torno al 40 % en 2018 y 2019 a un 33,64 % en 2023 pese a que ingresos hayan sido mayores.

Tabla 4 Ratios de solvencia y retorno sobre el activo y el capital de AB InBev

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Razón corriente	3,99	5,33	8,61	17,01	22,53	5,86
Test ácido	3,06	2,66	7,13	13,15	16,08	4,45
Test super ácido	1,54	1,34	4,95	8,59	9,69	2,59
Total de la Deuda (mll \$)	111.581	102.974	98.559	88.777	79.909	78.150
ROE (beneficio neto _t /patrimonio neto _{t-1})	5,45%	12,76%	1,66%	5,96%	7,52%	6,34%
ROA (beneficio neto _t /activo total _{t-1})	1,78%	3,92%	0,59%	2,06%	2,74%	2,51%

Fuente: Elaboración propia

En términos de solvencia, AB InBev demuestra una gran capacidad para hacer frente a sus deudas en el corto plazo, ya sea con su activo corriente (razón corriente), con las partes más líquidas del mismo (test ácido) o simplemente con el efectivo y equivalente de efectivo disponibles (test super ácido).

Además de centrar sus esfuerzos estos últimos años en la reducción de la deuda adquirida.

En términos de retorno sobre el capital (ROE) o sobre los activos con los que opera la empresa (ROA), AB InBev ha demostrado ser capaz de recuperar rápidamente niveles previos a la pandemia.

5. VALORACIÓN AB INBEV

A lo largo de este capítulo se procederá con la valoración de la empresa AB InBev mediante diferentes métodos de valoración de empresas con el objetivo de obtener su valor intrínseco.

Se pasa a considerar como fecha de valoración el 31 de diciembre de 2023 (29 de diciembre de 2023, puesto que fue el último día de cotización por coincidir fin de semana y encadenar con el festivo de año nuevo).

5.1. Valoración a través del descuento de flujos de fondos

Se considera el método más correcto por el que valorar una empresa que tenga expectativas de continuar con su actividad en el tiempo y con ello seguir trayendo flujos de tesorería.

Antes de desarrollar dicho método, se calcularán dos métricas importantes para su desarrollo como son:

- La rentabilidad esperada por el accionista (o rentabilidad exigida a las acciones), K_e .
- La tasa de crecimiento internamente sostenible (o de crecimiento a perpetuidad), g .

Rentabilidad esperada por el accionista, K_e

Para el caso de AB InBev las variables toman los siguientes valores:

Tabla 5 Cálculo de la rentabilidad esperada por el accionista

R_f , tasa libre de riesgo	3,88 %
β_i , beta	0,99
$(E(R_m) - R_f)$, la prima de riesgo	4,6 %
K_e , rendimiento esperado	8,43 %

Fuente: elaboración propia

La tasa libre de riesgo es la rentabilidad de los Bonos del Estado a 10 años de los Estados Unidos a fecha 31 de diciembre del 2023.

La beta se trata de la beta apalancada de AB InBev estimada por Yahoo Finanzas para un horizonte temporal de 5 años.

La prima libre de riesgo se ha extraído de las tablas de riesgos desarrolladas por Aswath Damodaran en su blog. Aunque la sede de la cervecera se encuentre en Bélgica, este no es su principal mercado, siendo que actúa a nivel mundial. Por ello se toma la prima de riesgo asociada a los Estados Unidos, al ser esta más representativa del mercado mundial.

También aporta una mayor coherencia con el resto de las variables al tomarse todas respecto al mercado norteamericano.

Tasa de crecimiento internamente sostenible, g

En primer lugar, se ha estimado el ROE de AB InBev, así como la tasa de retención de las ganancias por acción (EPS), multiplicando ambas métricas, se obtiene la tasa de crecimiento internamente sostenible estimada para cada uno de los años.

Tabla 6 Cálculo de la tasa de crecimiento internamente sostenible para varios años

Año (t)	2019	2020	2021	2022	2023
Tasa de crecimiento (g)	11,18 %	0,24 %	4,58 %	5,45 %	4,26 %
Tasa de retención (b)	87,66 %	14,29 %	76,82 %	72,39 %	67,17 %
Dividendo (\$)	0,57	0,6	0,54	0,82	0,87
EPS (\$)	4,62	0,7	2,33	2,97	2,65
ROE	12,76 %	1,66 %	5,96 %	7,52 %	6,34 %
Beneficio neto t (mll \$)	9.171	1.405	4.670	5.969	5.341
Patrimonio $t-1$ (mll \$)	71.889	84.553	78.351	79.340	84.278

Fuente: Elaboración propia

Podemos ver cómo al cierre de 2019, AB InBev presentaba unas ganancias por acción de 4,62 dólares, cifras que no se han repetido después a razón de la pandemia del COVID-19, cuyas mayores repercusiones se dieron a partir de marzo del 2020 con periodos de cuarentena y distintas restricciones en cuanto a horarios, movilidad geográfica y consumo alrededor del mundo, hechos que afectan sobremanera a un producto como es la cerveza, tan asociada al ocio.

Por todo ello se dieron en el 2020 unas ganancias por acción de 0,7 dólares y, sin embargo, la compañía no decidió suspender ni reducir el dividendo, manteniéndose en 0,6 dólares por acción. Seguramente procurando mantener la confianza de los inversores aún en una situación tan delicada como fue la pandemia y sostenido por lo solvente que lleva siendo la empresa todos estos años.

Estos hechos dan lugar a tasas de crecimiento tan dispares como lo son la de 2019 y 2020 (11,18% y 0,24% respectivamente), pero que vuelven a homogeneizarse para el periodo 2021-2023.

Con ello, pasamos a promediar la tasa de crecimiento internamente sostenible con diferente número de años y así ver con cual se trabajaría mejor.

Tabla 7 Promedios de la tasa de crecimiento internamente sostenible

Promedio 19-23	Promedio 20-23	Promedio 21-23
5,14%	3,63%	4,76%

Fuente: Elaboración propia

Mientras que la tasa del 5,14% es la que más datos toma y por ello se podría considerar más representativa, también es la más grande de las tres y se trata de una tasa elevada para una perpetuidad.

La tasa del 4,76%, siendo la que menos datos toma, también podría alegarse que es la más representativa al eliminar datos tan extremos como los ya mencionados para 2019 y 2020, siendo más representativa de la media.

Sin embargo, la tasa seleccionada en este caso es la del 3,63%, puesto que se puede considerar la mejor opción si se siguen las recomendaciones dadas por Damodaran "... una empresa no puede crecer para siempre a una tasa superior a la tasa de crecimiento de la economía en la que opera. De hecho, una regla práctica para

la tasa de crecimiento estable es que no debería superar la tasa libre de riesgo usada en la valoración... cómo las empresas suelen ir pasando de altos crecimientos a crecimientos estables, tenemos que asignarles las características propias de las compañías en crecimiento estable; como regla general, sus niveles de riesgo deberían tender hacia los del mercado (beta uno)... una empresa en crecimiento estable debería reinvertir lo suficiente como para mantener la tasa de crecimiento asumida.” (El Pequeño Libro de la Valoración de Empresas, 2021).

Recapitulando, al establecerse la tasa libre de riesgo como la rentabilidad de los Bonos del Estado a 10 años de los Estados Unidos, con un valor del 3,88%, podemos afirmar que es propicio asignarle el valor de 3,63% a la tasa de crecimiento internamente sostenible, g.

Con todo ello también nos aseguramos de cumplir con cierto principio de prudencia al momento de valorar la empresa.

5.1.1. Descuento de flujos de caja del capital

Dentro de la metodología del descuento de flujos, se ha optado por el descuento del flujo de caja del capital (o Capital Cash Flow, CCF).

Se determina el valor de la compañía mediante la suma de los valores actuales de los flujos de fondos que se esperan generar en el futuro, descontándolos a una tasa que refleje el coste de financiación que tiene el capital de la empresa.

La tasa de descuento que se emplea para el Capital Cash Flow se trata del $WACC_{BT}$ (Wiegthed Average Cost of Capital Before Taxes) o K_{CCF} , que pondera el coste de financiación entre accionistas (rentabilidad esperada por el accionista, K_e) y acreedores (coste de la deuda, K_d).

$WACC_{BT}$ (Wiegthed Average Cost of Capital Before Taxes)

Habiendo calculado la rentabilidad esperada por el accionista previamente y teniendo el resto de los datos, se calcula el $WACC_{BT}$:

Tabla 8 Cálculo del WACC Before Taxes

K_e , rendimiento esperado	8,43 %
K_d , intereses de la deuda	4,85 %
Deuda (mll \$)	7.8150

Merca (mll \$)	112.143,2
EV (mll \$)	190.293,2
WACC _{BT}	6,96 %

Fuente: Elaboración propia

Se estimarán los flujos de fondos para un plazo de tres años, desde el 2024 hasta el 2026, a lo que luego se añadirá el valor residual estimado para todos los flujos a partir de ese último año.

Debido a cómo se presenta la información en los reportes anuales de AB InBev, la forma de obtener los distintos flujos de caja del capital ha sido de la siguiente manera: al flujo de caja operativo se le ha sumado el flujo de caja de inversión y se le ha restado la variación de efectivo y equivalentes de efectivo, finalmente se le han sumado los intereses pagados en el periodo, puesto que en las cuentas anuales presentan el flujo de caja operativo con ellos restados.

Tabla 9 Cálculo del Capital Cash Flow entre los años 2019 y 2023 (mll \$)

	2019	2020	2021	2022	2023
Flujo de caja operativo	14.036	10.891	14.799	13.298	13.265
Flujo de caja de inversión	-4.931	6.336	-5.878	-4.620	-4.354
Variación en efectivo y equivalentes de efectivo	350	8.752	-2.677	-1.942	315
Intereses pagados	4.450	4.340	3.987	4.133	3.877
Capital Cash Flow	13.205	12.815	15.585	14.753	12.473

Fuente: Elaboración propia

Para la estimación de los flujos futuros que van desde el 2024 al 2026 se plantean dos escenarios:

- El primero atiende a la evolución de los distintos flujos de caja del capital entre los años 2019 y 2023, obteniendo que tiene un CAGR (Compound Annual Growth Rate) del -1,42 %, con lo que los flujos evolucionarán de forma decreciente, estando en la tesitura de que la empresa ha tenido un mal desempeño durante estos primeros años.
- El segundo escenario atiende a las expectativas de crecimiento puestas en común por un grupo de diecisiete analistas independientes para los próximos años, situándose estas alrededor de un CAGR del 7 %, dando un escenario con desempeño positivo de la empresa.

De este modo se construyen los flujos y el valor residual, junto con la suma de sus valores actualizados a la tasa K_{CCF} .

Tabla 10 Proyecciones de los CCF para los próximos años, valor residual y suma de los flujos actualizados (mll \$)

Escenarios	Flujos actualizados	2024	2025	2026	Valor residual
CAGR -1,42 %	335.502,8255	12.296,430	12.122,360	11.950,754	371.591,764
CAGR 7 %	392.600,9466	12.309,013	13.170,643	14.092,588	438.189,067

Fuente: Elaboración propia

La suma de los flujos actualizados equivale al valor de la compañía a 31 de diciembre de 2023, al que se debe restar el valor de la deuda que tiene AB InBev para obtener la capitalización bursátil estimada para la misma.

Tabla 11 Estimación de la capitalización bursátil (mll \$)

Escenarios	Valor de la empresa	Valor de la deuda	Capitalización bursátil
CAGR -1,42 %	335.502,825	78.150	257.352,825
CAGR 7 %	392.600,947		314.450,947

Fuente: Elaboración propia

Dividiéndolo por el número de acciones daría el precio por acción.

Tabla 12 Estimación del valor de la acción

Escenarios	Precio por acción
CAGR -1,42 %	127,45 \$
CAGR 7 %	155,73 \$

Fuente: Elaboración propia

De este modo obtenemos que el valor estimado para las acciones de AB InBev a 31 de diciembre de 2023 para estos dos escenarios varía entre 127,45 y 155,73 dólares, dependiendo del desempeño que tuviera la empresa estos próximos años.

Ambos resultados estando muy por encima del precio al que cotizaba la empresa por aquel momento, 64,62 dólares por acción, lo que indicaría que AB InBev se encuentra muy infravalorada si nos ceñimos al descuento del flujo de caja del capital.

5.2. Valoración a través del descuento de dividendos

Recapitulando sobre los dividendos repartidos estos últimos años, podemos ver cómo la empresa tiene una tendencia creciente en lo que respecta al reparto de dividendos, no siendo tan relevante el Payout, puesto que en un año como 2020,

donde las ganancias por acción (EPS) sufrieron un descenso drástico, la empresa no redujo de igual modo su dividendo, esto debido a la solvencia de la empresa y como un método de transmitir confianza a los accionistas, contrarrestando así el pánico que pudo infundir la pandemia y la parálisis de la economía global.

Tabla 13 Análisis de los flujos de dividendos entre los años 2019 y 2023

Año (t)	2019	2020	2021	2022	2023
Payout	12,34 %	85,71 %	23,18 %	27,61 %	32,83 %
Dividendo (\$)	0,57	0,6	0,54	0,82	0,87
EPS (\$)	4,62	0,7	2,33	2,97	2,65
Rentabilidad por dividendo	0,69 %	0,86 %	0,89 %	1,36 %	1,3 %

Fuente: Elaboración propia

A pesar de todo lo dicho, la rentabilidad por dividendo que ofrece sigue siendo muy baja; lo que también podría verse como un punto positivo si es que la empresa está destinando recursos a seguir desarrollando el negocio y demuestra un fuerte potencial de apreciación del precio de la acción.

Una vez vista su evolución histórica, se procede al descuento de dividendos esperados (Div. E.) a la tasa K_e del 8,43 % entre los años 2024 y 2026, así como del valor residual para el resto de los años a partir del 2026 calculado a través del Modelo de Gordon-Shapiro con una tasa de crecimiento interno sostenible del 3,63 %.

Tabla 14 Previsiones de reparto de dividendos, estimación del valor residual y del valor de la acción

Flujos actualizados / Valor de la acción	Div. E. 2024	Div. E. 2025	Div. E. 2026	Valor residual
26,66 €	1,06 €	1,26 €	1,39 €	26,24 €

Fuente: Elaboración propia con datos de dividendmax

Debido a que la información encontrada era en euros, se le aplicó el tipo de cambio de 1,105 \$/€ que establece la base de datos Orbis a fecha 31 de diciembre de 2023. Dando como resultado un precio de 29,46 \$ por acción para la fecha estudiada.

Al contrario que en el caso de descuento de flujos de caja del capital (CCF), esta vez diríamos que las acciones se encuentran muy sobrevaloradas por el mercado. Tal divergencia podría verse explicada a la baja rentabilidad por dividendo que se explicaba anteriormente y al pretexto de que el dividendo fuera la única fuente de valor para el accionista.

5.3. Valoración a través de múltiplos comparables

El análisis de AB InBev por este método se realizará a través de tres de los múltiplos más habituales: EV/Ventas, EV/EBITDA y PER.

Para ello se ha reunido un grupo de siete empresas, siendo estas las principales competidoras de AB InBev a nivel mundial en producción de cerveza y que, a la vez, se encuentran cotizadas en bolsa. Todos los datos para la comparación han sido extraídos de la base de datos Orbis, configurando “El grupo de comparación estándar basado en NACE Rev. 2 clasificación industrial: 1105 - Fabricación de cerveza”.

Tabla 15 Datos sobre el valor de la empresa, deuda neta, capitalización bursátil, ventas, EBITDA y PER (magnitudes monetarias en ml \$)

	Valor de la Empresa	Deuda Neta	Cap. Bursátil (E ₀)	Ventas	EBITDA	PER
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	179.912	67.769	112.143	59.380	19.216	21,00
HEINEKEN N.V.	76.045	17.526	58.518	33.550	6.724	22,99
ASAHI GROUP HOLDINGS LTD	28.231	9.445	18.786	19.513	2.810	16,25
KIRIN HOLDINGS COMPANY LIMITED	16.943	3.636	13.307	15.040	1.974	16,76
MOLSON COORS BEVERAGE COMPANY	17.655	5.355	12.300	11.702	2.272	12,96
CARLSBERG A/S	16.827	3.813	13.014	11.548	2.379	10,06
BEIJING ENTERPRISES HOLDINGS LIMITED	10.764	6.384	4.380	10.538	958	6,22
CONSTELLATION BRANDS, INC.	57.155	11.727	45.429	9.962	3.686	26,30
			277.878			

Fuente: Elaboración propia

En un primer momento se han obtenido los principales múltiplos (EV/Ventas, EV/EBITDA y PER), los cuales se han ponderado a razón del peso de la capitalización bursátil de cada una de las empresas para la obtención de los múltiplos medios del sector.

Cabe resaltar el caso de Carlsberg, en el que se usa el “resultado de actividades ordinarias” para el cálculo de su PER, puesto que el resultado de su ejercicio 2023 fue en realidad negativo debido a la pérdida de la parte de su negocio que operaba en Rusia. El 16 de julio, el gobierno ruso emitió un decreto presidencial por el cual

transfería temporalmente la gestión del negocio en Rusia a la Agencia Federal de Gestión de Propiedad del Estado Ruso.

Tabla 16 Múltiplos comparables ponderados y medias ponderadas del sector

	Ponderación	VE/Ventas Pond.	VE/EBITDA Pond.	PER Pond.
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	40,36 %	1,22	3,78	8,47
HEINEKEN N.V.	21,06 %	0,48	2,38	4,84
ASAHI GROUP HOLDINGS LTD	6,76 %	0,10	0,68	1,10
KIRIN HOLDINGS COMPANY LIMITED	4,79 %	0,05	0,41	0,80
MOLSON COORS BEVERAGE COMPANY	4,43 %	0,07	0,34	0,57
CARLSBERG A/S	4,68 %	0,07	0,33	0,47
BEIJING ENTERPRISES HOLDINGS LIMITED	1,58 %	0,02	0,18	0,10
CONSTELLATION BRANDS, INC.	16,35 %	0,94	2,54	4,30
TOTAL	100 %	2,94	10,64	20,66

Fuente: Elaboración propia

Como resultado se han obtenido un VE/Ventas medio ponderado de 2,94, VE/EBITDA medio ponderado de 10,64 y un PER medio ponderado de 20,66.

A priori se pueden observar la gran diferencia entre los distintos múltiplos o que el PER medio del sector se puede considerar un tanto elevado, así como el gran peso que tiene la propia AB InBev dentro del mercado, suponiendo ella sola torno al 40% de la capitalización bursátil total.

Acto seguido se multiplican el múltiplo de ventas medio ponderado, el múltiplo EBITDA medio ponderado y el PER medio ponderado por sus respectivos, que son las ventas, el EBITDA y el beneficio neto (5.341 millones de dólares) de AB InBev, obteniendo el valor de la empresa (o el valor de capitalización bursátil en el caso del PER, al que se le sumaría la parte de la deuda para obtener el valor de la empresa).

Tabla 17 Valor de la empresa y capitalización bursátil de AB InBev (mll \$) según los distintos múltiplos

EV M. Ventas	EV M. EBITDA	EV M. PER
174.633,46	204.418,86	178.099,36
E ₀ M. Ventas	E ₀ M. EBITDA	E ₀ M. PER
106.864,46	136.649,86	110.330,36

Fuente: Elaboración propia

Con ello obtenemos que el valor de AB InBev varía entre los 174.633,46 millones de dólares y los 204.418,86 millones de dólares, siendo relativamente próximos los valores atribuidos por el múltiplo de ventas y PER.

Si dividimos la capitalización bursátil obtenida por el número de acciones (2.019.241.973 acciones), tenemos que cada una de las acciones recibe un valor de entre 52,92 y 67,67 dólares.

Tabla 18 Valor de la acción de AB InBev ponderando previamente para la media de los múltiplos del sector

e ₀ M. Ventas	e ₀ M. EBITDA	e ₀ M. PER
52,92 \$	67,67 \$	54,64 \$

Fuente: Elaboración propia

Si decidimos quitar a AB InBev de la ponderación inicial por considerar excesivo su peso dentro del mercado, los resultados obtenidos seguirían siendo muy parecidos.

Tabla 19 Valor de la acción de AB InBev sin ponderar previamente para las medias de los múltiplos del sector

e ₀ M. Ventas	e ₀ M. EBITDA	e ₀ M. PER
51,15 \$	75,89 \$	54,03 \$

Fuente: Elaboración propia

Se puede considerar mínima la variación de los resultados tanto si se toma en cuenta AB InBev para la ponderación cómo si no en los casos de múltiplo de ventas y PER, siendo lo máximo una variación del 12,14% en el valor atribuido a las acciones a través del múltiplo EBITDA.

Se tratan de un buen indicio unos resultados tan parejos, siendo que la estimación por múltiplos precisamente sufre de dar resultados muy dispares en su valoración.

Además de parejas entre sí, las valoraciones son próximas al valor de 64,62 dólares al que cotizaban las acciones de AB InBev en la bolsa de Nueva York, NYSE (57.62 EUR en el Euronext Bruselas) a 31 de diciembre de 2023 con una variación de alrededor del +/- 18 % los valores más extremos.

Todo esto nos daría a entender que las acciones de la empresa están o correctamente valoradas para el múltiplo EBITDA o sobrevaloradas para el resto de los casos siempre que nos fiáramos de estos métodos de valoración.

6. CONCLUSIONES

El objetivo principal de este trabajo es mostrar distintos procesos de valoración de una empresa cotizada cómo es Anheuser Busch InBev N.V./S.A. (AB InBev) por diversos métodos cómo son el descuento de flujos de fondos en su vertiente del descuento de flujos de caja del capital, el descuento de dividendos o la valoración por métodos basados en la cuenta de resultados, utilizándose los múltiplos comparables para poner en perspectiva los resultados obtenidos anteriormente.

Según los distintos métodos de valoración se han podido observar situaciones de todo tipo, desde la sobrevaloración por el método de descuento de dividendos, múltiplos de ventas o PER, pasando por la valoración correcta por el múltiplo EBITDA a la infravaloración según el método del descuento de flujos de caja del capital.

Si nos ceñimos a los procesos más rigurosos y mejor fundamentados de valoración como son los de descuentos de flujos de fondos, podemos afirmar que AB InBev estaría infravalorada por el mercado con un valor intrínseco superior al precio al que cotizaba la empresa para la fecha de estudio, 31 de diciembre de 2023.

Esta postura queda respaldada a través de las múltiples ventajas competitivas que muestra la empresa, empezando por su cuota de mercado, que abarca en torno a una cuarta parte del mismo, de modo que una de cada cuatro cervezas que se consumen en el mundo pertenece a AB InBev. Además, debe tenerse en cuenta que la empresa ostenta esta posición de liderazgo con un amplio portfolio de marcas ya asentadas y de reconocimiento mundial.

A esto se le suman sus esfuerzos en publicidad y promoción de sus cervezas en eventos multitudinarios, manteniendo sus marcas en una posición de privilegio en la mente de los consumidores de los mercados desarrollados.

Como otro de los elementos que contribuyen al liderazgo de AB InBev, podemos destacar su intensa estrategia de penetración en nuevos mercados en vías de desarrollo a través de marcas de renombre tanto regionales como de exportación. Es destacable, asimismo, la innovación tecnológica incorporada a la utilización de nuevas formas de distribución y consumo de la cerveza, creando ecosistemas y generando sinergias con las que abaratar costes y tener un mejor contacto con el consumidor.

Por último, debemos mencionar la fuerte apuesta y liderazgo del segmento de cervezas sin alcohol o con baja graduación, siguiendo las tendencias del mercado cada vez más orientada hacia estas opciones.

En la dimensión económico-financiera, destaca la relación que la empresa mantiene entre el EBITDA y el nivel de deuda. La disminución de esta última en el transcurso de los últimos años le ha permitido mejorar posiciones y reconocimiento de las agencias de calificación. De esta manera, la cervecera ha podido permitirse destinar mayor cantidad de recursos a la retribución de los accionistas.

Uno de los acontecimientos que más impacto tuvo a nivel planetario, como es la pandemia del COVID-19, lejos de considerarse como algo perjudicial por tener AB InBev la solvencia necesaria cómo para poder sortearla, posibilitó el refuerzo de ventajas competitivas al acelerar la incorporación de las innovaciones tecnológicas y practicar políticas de reestructuración de recursos. También debido a la pandemia se redujo significativamente la competencia, puesto que muchas pequeñas cerveceras en crecimiento que se habían aventurado en el sector durante estos últimos años terminaron por echar el cierre al ser golpeadas por la parada de la economía.

Por último, a título personal, el presente trabajo me ha permitido poner a prueba y ampliar mis conocimientos en lo referente a la valoración de empresas, pudiendo conocer distintos enfoques y la teoría que los sustenta, así como ver su desempeño en un caso real, ayudándome a mi desarrollo tanto a nivel personal como profesional.

7. BIBLIOGRAFÍA

Libros:

Damodaran, A. (2021). *El Pequeño Libro de la Valoración de Empresas*. Deusto

Fernández, P. (2013). *Valoración de Empresas y Sensatez*. Autopublicado. Se puede consultar en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2202141

Bedoya Gomez, L. M. (2020). *El Pequeno Libro de Las Finanzas Personales. El Pequeno Libro de Las Finanzas Personales*. Independently Published.

Webs:

Analysts & consensus estimates. (s/f). Ab-inbev.com. Consultado el 10 de mayo de 2024, de <https://www.ab-inbev.com/investors/analysts-consensus-estimates>

Anheuser-Busch InBev SA/NV (ABI) Dividends. (s/f). Dividendmax.com. Consultado el 20 de junio de 2024, de <https://www.dividendmax.com/belgium/euronext-brussels/beverages/anheuser-busch-inbev-sanv/dividends>

Beer - worldwide. (s/f). Statista. Consultado el 5 de abril de 2024, de <https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/beer/worldwide>

Cotización Anheuser-Busch InBev /. (s/f-b). Morningstar.es. Recuperado el 11 de julio de 2024, de <https://tools.morningstar.es/es/stockreport/default.aspx?tab=0&vw=pf&SecurityToken=0P0000KNDY%5D3%5D0%5DE0WWE%24%24ALL&Id=0P0000KNDY&ClientFund=0&CurrencyId=EUR>

Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. (s/f). Nyu.edu. Recuperado el 11 de julio de 2024, de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Para los reportes anuales de AB InBev desde 2018 a 2023. (s/f). Ab-inbev.com. Recuperado el 11 de julio de 2024, de <https://www.ab-inbev.com/investors/results-center>

Salas, E. A. B. (2023, agosto 3). *Los grandes conglomerados cerveceros.* Statista. <https://es.statista.com/grafico/30534/produccion-cervecera-y-marcas-destacadas-propiedad-de-los-grupos-cerveceros-mas-grandes-del-mundo/>

Wikipedia contributors. (2024, julio 3). *AB InBev.* Wikipedia, The Free Encyclopedia. https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=AB_InBev&oldid=1232419182

(S/f-a). Yahoo.com. Recuperado el 11 de julio de 2024, de <https://finance.yahoo.com/quote/BUD/>

(S/f-b). Yahoo.com. Recuperado el 11 de julio de 2024, de <https://finance.yahoo.com/quote/ABI.BR/>