



Universidad Nacional Autónoma de México
Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración

**El Resurgimiento del Gremio Cervecerero Artesanal en México y su
Entorno Financiero Nacional e Internacional**

T e s i s

Que para optar por el grado de:

Maestro en Finanzas

Presenta:

Luis Ramón Cázares Sánchez

Tutor:

DRA. María Luisa Saavedra García.

Facultad de Contaduría y Administración

Ciudad de México, febrero de 2017



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Contenido

| | |
|--|----|
| Introducción..... | 1 |
| I. OBJETIVO..... | 1 |
| II. ANTECEDENTES..... | 2 |
| II.I historia de la cerveza en México..... | 4 |
| III. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA..... | 7 |
| a) Justificación teórica:..... | 11 |
| b) Justificación Metodológica..... | 11 |
| c) Justificación práctica..... | 11 |
| A) hipótesis general..... | 12 |
| B) hipótesis específicas..... | 12 |
| IV. Metodología de la investigación..... | 13 |
| Capítulo 1: Generalidades del mercado cervecero mexicano..... | 15 |
| 1.1 actores principales..... | 15 |
| 1.2. Tasa Impositiva..... | 18 |
| 1.3. Tipo de Cambio y el efecto del barril de petróleo en el barril de Cerveza.... | 26 |
| 1.4. Datos contables de la “Cervecería Artesanal de México” tomados por cifras del gremio..... | 32 |
| Capítulo 2: El costo de crear una Microcervecería..... | 41 |
| 2.1. Precios de la cerveza industrial vs la artesanal e importadas..... | 43 |
| 2.2. El crédito pieza importante para crecer..... | 45 |
| Capítulo 3: Métodos tradicionales de Valuación de Empresas, WACC..... | 50 |
| 3.1 Costo de Capital..... | 50 |
| 3.2 Costo de Deuda. $i \times (1-T)$ | 54 |
| 3.3 Costos de las acciones preferentes rap..... | 55 |
| 3.4 Beta apalancada y desapalancada de una empresa..... | 55 |
| 3.5. Beta Empresa no pública..... | 59 |
| 3.6. Costo de las acciones comunes o K_e | 61 |
| 3.7. Capital Bursátil..... | 64 |
| 3.8. Valuación de empresas en mercados emergentes..... | 67 |
| Capítulo 4: Desarrollo de la Valuación en el gremio cervecero..... | 69 |

| | |
|--|-----|
| Capítulo 5. Otras herramientas para la valuación de las cervecerías..... | 87 |
| 5.1. EVA | 87 |
| 5.2. Cervecería Artesanal de México. | 91 |
| CONCLUSIONES..... | 97 |
| Bibliografía:..... | 100 |

INTRODUCCIÓN.

Este trabajo se realiza a partir de la problemática en que se encuentra el sector relativamente nuevo de la cerveza alternativa en nuestro México. Estudiando diversos factores para poder entender y desglosar mejor este problema y los factores que han determinado que el gremio tenga en conjunto cierta fuerza para darse a conocer a millones de clientes potenciales, pero a su vez por más grande que sea una sola cervecería artesanal está muy atrás de las 2 empresas comerciales que en sus inicios históricos no fueron tan diferentes a las actuales micro cervecerías, que nacieron en un país con abundante competencia regional y que al final por factores externos se creó el duopolio que hoy conocemos.

Toda esta investigación vista desde un enfoque financiero, tomando la valuación de ciertas empresas alternativas del mismo gremio cervecero nacional e internacional, por medio de diversos indicadores y así conocer el peso específico del total del gremio considerando las ventas y activos, para determinar si es una industria pujante y hasta qué punto los factores externos e internos de cada asociación o individuales pueden determinar que suceda lo que en un inicio con las cervecerías regionales de finales del siglo XIX, si por ejemplo se diera una fusión que tan probable sería que naciera una empresa fuerte que en el futuro fuese la nueva cervecería industrial mexicana o un efecto nuevo que se da en el mercado mundial y mexicano que es la adquisición de grandes empresas artesanales por parte de cervecerías comerciales para poder ingresar a competir en este sector Premium.

I. OBJETIVO.

Determinar los principales factores financieros, que afectan a la industria micro cervecera artesanal mexicana para su óptimo desarrollo en el mercado nacional, tomando ciertas empresas representativas del sector en zonas geográficas de mayor consumo del país y compararla con la de otros países donde dicha industria tenga mayor peso en su economía local. Con el fin de proponer estrategias financieras adecuadas para el sector cervecero en estudio.

II. ANTECEDENTES.

La cerveza se remonta a épocas antiguas de la humanidad, se cree que se empezó a consumir hace 10 mil años, el escrito más antiguo que habla de su elaboración y consumo proviene de la antigua sumeria, con granos que ellos nombraban en su lengua nativa, los cuales se desconocen y se encuentran en las tablillas de arcilla. (Verti, 2002).

Los últimos descubrimientos muestran el manejo de semillas de cebada por parte de los primeros humanos, dando origen a la sedentarización para poder cosechar este grano antes que cualquier otro. Se ponían las semillas en jarrones con agua y se dejaban reposar por días al aire libre, las levaduras salvajes hacían la fermentación, y después se consumía dicha bebida. (Bunting, 2011)

Milenios después en el antiguo Egipto, la cerveza fue más elaborada agregándole las primeras hierbas de aroma y de sabor amargo como el jengibre y el comino para darle un toque similar al de las cervezas actuales y fue endulzada con miel. (Verti, 2002).

Paso por diversas culturas antiguas, desde celtas, griegos, y llegando a los romanos, quienes organizaron los plantíos de la cebada por la Europa conocida, así se dio origen a los países tradicionalmente cerveceros, como Alemania, Inglaterra y Bélgica, y otros vinícolas como Francia e Italia. Esta distribución se dio por los climas fríos que eran propicios para el grano de cebada. (Verti, 2002).

Después de la caída del imperio romano, la cerveza fue una bebida con arraigo en los diversos pueblos nacientes como Britania y Germania, y más aún en la edad media, ya que por necesidad se tenía que tomar cerveza, debido a la suciedad en las aguas consumibles en la mayor parte de los poblados, provocando grandes enfermedades y pestes en la población, y la única forma de tomar líquido potable era haciéndolo cerveza (en esa época se desconocía el proceso de potabilización del agua). Algunos siglos después nacería una de las empresas más antiguas en funciones actualmente de la humanidad, la cervecería en el monasterio benedictino

Weihenstephan en Freising actual Alemania, con el mismo nombre la cual en el siglo octavo se empezó a lupulizar la cerveza, creando así las primeras recetas de cervezas modernas y para el año 1040 de nuestra era, el monasterio obtuvo el permiso de la ciudad de Freising (acta constitutiva) de hacer cerveza, dicha empresa está por cumplir mil años en este siglo. (Gómez, 2013)

En Bavaria el rey Guillermo IV en el siglo XV decreto la ley de pureza de la cerveza, la cual menciona que la cerveza pura debe contener: Agua, Cebada Malteada, lúpulo y levadura salvaje (Bunting, 2011).

En el año de 1810, se celebró la primera feria de la cerveza en Múnich, Alemania, para la festividad de la boda real de los monarcas de Bavaria Ludovico I y Teresa de Sachsen, al siguiente año al ver el éxito de dicha celebración se realizó nuevamente y así sucesivamente hasta nuestros días llamada Oktoberfest, actualmente es la feria de la cerveza más grande del planeta con 6.4 millones de visitantes, 6.7 millones de litros de cerveza vendidos, a un precio aproximado de entre 6 a 8 euros el litro, y solo ha sido suspendida en 2 ocasiones por las guerras mundiales (noriega, 2013)

A mediados del siglo XX la industria cervecera recibió un gran empuje gracias a los avances científicos y tecnológicos. Las grandes cervecerías de la época pagaron la investigación y desarrollo de nuevos métodos que dieran certeza al proceso que se llevaba a cabo dentro de la cerveza, el científico Louis Pasteur fue el encargado de llevar dicha investigación y desarrollo, creando así la Pasteurización que fue hecha para la cerveza y su levadura y no fue aplicada en lácteos como muchos se pueden imaginar. Así como la creación de los primeros refrigeradores artificiales desarrollaron nuevos estilos de cerveza llamadas Lager (Bunting, 2011)

Para las guerras mundiales la industria cervecera se vio seriamente afectada, más en la segunda guerra mundial, cuando casi la totalidad de Alemania quedo en ruinas y toda la industria bajo los escombros. Pero siguieron trabajando y rescataron sus empresas de dicho gremio para aun en nuestros días tener una tradición solida cervecera.

II.I HISTORIA DE LA CERVEZA EN MÉXICO.

La historia de la cerveza en nuestro país se debe a la llegada de los conquistadores españoles, aunque antes existían otras bebidas similares, no tenían el conocimiento de los ingredientes básicos de la cerveza como la malta y el lúpulo, ya que son insumos que se encuentran en Europa y no en América. (Reyna, 2013)

La primera cervecería en el nuevo continente se estableció en 1542, el rey Carlos V suscribió una Cédula en la cual le concedió a un ciudadano español Alonso Herrera el permiso para abrir su cervecería en la tierra recientemente conquistada, con la condición de que la corona recibiría parte de las ganancias, (un antecesor del IEPS), la nueva cervecería se estableció en los alrededores de la nueva Ciudad capital de la nueva España, con insumos y maestros cerveceros traídos de Europa, lamentablemente solo pudo funcionar la empresa aproximadamente 5 años más y cerró sus puertas, debido en gran medida a los costos altos de los insumos como la malta y el lúpulo ya que todo se tenía que traer en barco y la gente no comprara la cerveza por su elevado precio, y otro factor determinante fueron las bebidas alcohólicas que ya existían en las nuevas tierras como el pulque, la cual era una bebida tradicional de la época de los aztecas. Por consiguiente, durante toda la época de la conquista española, hasta principios de la época de la independencia, la cerveza fue importada embotellada, en barcos con características especiales para que pudiera soportar en buenas condiciones la cerveza durante el largo trayecto (Verti, 2002)

En los primeros años de la nación independiente ya como México, se crearon varias cervecerías por los empresarios extranjeros y nacionales como: Thomas Gillons y Charles Mairret de Inglaterra, Miguel Ramos Arizpe y Justino Tuallion de nuestro país, este último creó la cerveza más famosa de la época llamada Hospicio de pobres. La cerveza era producida con cebada malteada nacional secada al sol y agregándole piloncillo, así durante 80 años se produciría la cerveza, hasta la formación de la cervecería Toluca que realizó las primeras cervezas Lager de alta fermentación con refrigeradores, que son las actuales cervezas comerciales, para finales del siglo XIX la industria artesanal cervecera empezaba a crecer aunque aún

no era reflejo de la economía de la Ciudad de México, y se fue moviendo a diversas regiones como Guadalajara y Monterrey y hacia el sur como Yucatán y Chiapas. (Reyna, 2013)

Para la última década del siglo XIX, con la entrada masiva del ferrocarril por parte del presidente Díaz, la industria artesanal cervecera floreció por todo el país, trayendo maquinaria desde distintas partes de EUA llegando al Paso Texas y de allí a todo el país. Con un sin número de cervecerías artesanales en el país y nuevas tecnologías traídas de Alemania y llegadas a Veracruz, la industria creció para consolidarse y volverse parte de la economía del país y de la historia que se escribiría en la revolución. Para estos años nació la empresa que hoy tiene más antigüedad en México en este ramo la Cervecería Cuauhtémoc en Monterrey Nuevo León, la cual sería la primera en ser comercial. (Historia de la cerveza en México, 2011)

Durante el Porfiriato nacieron las grandes cervezas que hoy conocemos como productos de cervecerías regionales como la cerveza Pacifico, León y carta clara. Y se remodelo la planta de cerveza más grande del país en la ciudad de Orizaba Veracruz. (Historia de la cerveza en México, 2011)

Imagen Intro 1.Cervecería Moctezuma



Fuente: Cervecería Cuauhtémoc-Moctezuma, publica (1841)

Al empezar la revolución, muchas empresas cerveceras sufrieron como toda la economía del país, algunas desaparecieron y otras se fueron asociando para poder subsistir.

A continuación, se muestra en la imagen 1.1 un cartel de una cerveza de la época en la península de Yucatán, la Carta Clara, cerveza que fue regional a finales del siglo XIX e inicios del siglo XX, actualmente ya no existe dicha cerveza, ya que dio paso a la cerveza Montejo y la cerveza León que posteriormente fueron adquiridas por Grupo Modelo.

Imagen Intro 2 Carta Clara



Historia de la cerveza en México, 2011.

Para 1918 existían 36 fábricas de cerveza regionales las cuales siguieron fusionándose y ya para 1927 nació la empresa cervecera más grande comercial del país, Grupo Modelo la cual absorbió diversas cervecerías durante décadas, hasta que en la década de los 90s empezó a cotizar en la BMV con el nombre de pizarra Gmodelo, hoy ya no cotiza después de su adquisición por parte de Anheuser-Busch.

Para finales del siglo pasado en la república mexicana, nacieron un par de cervecerías artesanales, Cosaco y Casta, la primera aun funciona en su nicho de mercado, y la segunda desapareció después de ser adquirida por el grupo regiomontano Coca cola Femsa.

Así mismo en los inicios del nuevo siglo XXI nacieron las grandes cervecerías artesanales de la época actual, Mexicali, Tijuana, Minerva y Tempus, dando así la creación de la primera ola de cervecerías artesanales, dirigidas por empresarios y emprendedores que ya tenían una posición económica estable en otras industrias, lo que les dio el ánimo de traer un mercado a México con un alto riesgo, pero a la vez innovador de igual forma motivados por el movimiento en California, especialmente en San Diego, Cuna de la cerveza artesanal de Estados Unidos. (Craft Beer)

Al inicio de la segunda década del siglo XXI al 2014, se originó la segunda ola de cervecerías, caracterizadas por tener mayor facilidad para la adquisición de maquinaria, insumos y equipo especializado en cerveza. Fue emprendida por jóvenes en su mayoría de posiciones económicas estables entre la clase alta y media. A diferencia de la primera ola, estas cervecerías tienen equipos más pequeños para elaborar cerveza, pero de altísima calidad y estilos experimentales, teniendo estas cervecerías medallas y distinciones tanto en México como en el exterior.

La tercera ola, principalmente del 2015 a la fecha, está caracterizada por uniones de capitales con fines de lucro como prioridad, viendo en el negocio cervecero artesanal una oportunidad de obtener ganancias, dando lugar a cervecerías con alta capitalización, de tamaño medio, tecnología de punta y calidad competitiva, aunque se encuentran demasiado jóvenes para alcanzar niveles de la segunda ola.

En los últimos meses del 2015, la empresa mundial Anheuser Busch dueña de grupo modelo y de Budweiser, empezó la adquisición de cervecerías artesanales tanto en Estados Unidos como en México. Ha comprado principalmente cervecerías de la primera ola con prestigio ya establecido, entre ellas Tijuana, Mexicali y Cucapa.

III. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.

La situación actual del gremio cervecero artesanal, tiene diversos factores que hacen de ella una industria naciente y pujante, con un alto atractivo para nuevos

inversionistas ya que la industria artesanal en su conjunto representa el 1% de las ventas totales de la industria cervecera mexicana según dato de la ACERMEX (ASOCIACIÓN DE CERVECEROS MEXICANOS). Esto nos da una idea de lo mucho que hace falta por crecer para este gremio que en nuestro país se desarrolló desde finales de los 90s.

Se concentran 2 grandes asociaciones en el país de cerveceros artesanales la ACERMEX que está enfocada a las cervecerías de la región centro sur y occidente del país y la ACB (ASOCIACIÓN DE CERVECEROS DE LA BAJA) que tiene una mayor presencia en el norte del país y en las Baja Californias siendo este punto la puerta con mayor antigüedad por donde entro la cultura cervecera artesanal del país a finales del siglo pasado principalmente por las cervecerías de California USA y tomando la infraestructura vinícola que existe en la zona.

Hay aproximadamente 100 cervecerías artesanales registradas en algunas de estas 2 asociaciones. Pero hay muchas que no están bajo el amparo de este grupo “fuerte” de pymes de este ramo artesanal y que son mayoría las cuales se ven afectadas también por la carga tributaria excesiva del IEPS.

Otro papel importante lo tienen los intermediarios de granos que lo importan dependiendo de las demandas de los cerveceros artesanales y sus posibilidades ante la rigurosa ley de ingreso de cebada al país.

Todo esto hace un pequeño frente económico rival de las gigantes cervecerías mundiales dueñas del duopolio mexicano que son AB InBEV (Grupo Modelo) y Heineken (Cuauhtémoc Moctezuma)

PRONOSTICO:

Por la anterior descripción podemos distinguir ciertas carencias y debilidades del gremio artesanal, la tremenda imposición desequilibrada tributaria del 26.5% después de IVA no permite que dichas pymes puedan salir adelante y se queden estancadas en una posición de la cual difícilmente pueden salir.

Los contratos de exclusividad que tienen el duopolio ahorcan las opciones que tienen los microempresarios del gremio para poder vender sus productos y esto

obliga a crear lugares especializados, pero a precios elevados comparados con las cervezas importadas Premium. Manejando el duopolio más del 99.4% del mercado, valuado en más de 22 mil millones de USD al año.

La ignorancia de la mayoría de la población en nuestro país hacia este sector, impuesto por el duopolio con la clásica frase “es clara u oscura”, con sus 67 millones de clientes potenciales según cifras de la cervecería Cuauhtémoc Moctezuma y cada uno consumiendo en promedio 60 litros al año (Profeco, 2013), así como la problemática de la importación de granos de cebada que solo se pueden introducir ciertas toneladas al país, las cuales de un inicio son casi totalmente abarcadas por los insumos del duopolio, dejando poco margen de importación a los artesanos para poder traer variedad de granos de diversas partes del mundo.

Las piezas, tecnología, conocimiento e insumos son de importación totalmente ya que en nuestro país no se ha desarrollado una manufactura de piezas y de procesos de la cebada ni del conocimiento para poder desarrollar la industria como en otros países incluso con menor economía que la nuestra como Uruguay o Chile.

A la fecha se abrió una empresa maltera llamada San Mateo, la cual se encuentra ubicada en el Estado de Puebla y la cual produce malta base llamada 6h que es la calidad del grano que se da en nuestro país, aunque aún se encuentra en nivel experimental dando “buenos” resultados para quienes la han probado

CONTROL AL PRONÓSTICO:

Se requiere por lo anterior un mejoramiento en la organización del gremio principalmente en los más pequeños, para ello se implementarán diversas soluciones conforme los resultados de encuestas y análisis cuantitativo de datos obtenidos de las cervecías, que para este estudio sean representativas, nos vayan arrojando los resultados.

Productos sustitutos: la preferencia que tienen los clientes de ciertas zonas hacia las cervezas comerciales versus las artesanales y como estas últimas podrían disminuir el impacto de las comerciales.

Inversión inicial: con la cual se puede pasar de negocio casero a una microcervecera con un mayor volumen de producción y gastos en documentación.

Amenaza de entrada de nuevos competidores: se realizará un mapeo de las cervecerías registradas en las 2 asociaciones más importantes del país y en que regiones geográficas y socioeconómicas están teniendo mayor presencia. Y el impacto de la venta del duopolio a empresas extranjeras.

Economía escala: que porcentaje en promedio de las microcerveceras seleccionadas están por debajo de su capacidad total instalada lo que genera sobre costos de producción y costo fijo muy elevado, así como mayor impacto en la reducción de insumos y la volatilidad de la moneda nacional.

Diferenciación del producto: las marcas con mayor prestigio en calidad y peso en ventas dentro del gremio las cuales han dado ese reconocimiento a este nicho de industria y un estudio de sus balances contables para determinar que rubros son diferentes a las demás empresas del gremio que hagan de estas más exitosas y reconocidas.

Acceso a los canales de distribución: las dificultades que requiere sobrepasar un cervecero para que su producto llegue al cliente final por medio del distribuidor, en donde son factores las presentaciones del producto y el tipo de clientes que el distribuidor maneja, así como la desconfianza de algunos distribuidores de aceptar una asociación ya que por décadas estaban acostumbrados a las empresas comerciales conocidas.

Represalias de las empresas existentes: los métodos que utiliza el duopolio para obstaculizar la venta de los demás competidores como una bajada generalizada de precios, exclusividades, compras de cervecerías artesanales claves por parte de las industriales y las resoluciones ante la Comisión Federal de Competencia.

Barreras tributarias y administrativas: los requisitos de documentación, falta de información y las leyes mal formuladas que hacen del pago de impuestos una carga que afecta a las ventas e ingresos de los micro empresarios ya que son inequitativas porque fueron hechas para las 2 grandes compañías del sector.

JUSTIFICACIÓN.

a) JUSTIFICACIÓN TEÓRICA:

Esta investigación para su elaboración toma datos del sector cervecero por medio de encuestas a los agentes implicados, ya sean cerveceros o participantes en la cadena de suministros, así como la recaudación de datos directamente de ciertas empresas cerveceras de distintos tamaños como estados financieros y proyecciones sobre el mercado. A si mismo se va a conformar un cuerpo de conocimiento sobre este sector, que no existe en la actualidad en la industria en investigación de nuestro país y que sea de utilidad para plantear los problemas que está afrontando o que afronte en un futuro.

b) JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA.

Se propondrá una metodología de valuación de empresas de forma entendible para las partes interesadas, usando flujos descontados, múltiplos y correlaciones. Se observarán costos, gastos de la operación de una empresa cervecera imaginaria en nuestro país, con datos reales del sector comparándolos con una cervecera real estadounidense para determinar su competitividad y encontrar los factores que más afecten aparte de los impuestos y el tipo de cambio.

c) JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA.

La metodología propuesta será de gran ayuda al empresario de este sector para saber cómo determinar el posicionamiento financiero de su empresa, y a que fenómenos económicos puede ser susceptible y en qué grado le pueden afectar al mismo.

i. PREGUNTA GENERAL.

¿Cuáles son las áreas de oportunidad que deben de seguir los micro cerveceros de México, para tener un crecimiento sólido, y reducir factores externos e internos que se ven reflejados en su valuación financiera tanto de sucesos anteriores y futuros?

ii. PREGUNTAS ESPECÍFICAS.

1. ¿Cómo maximizar la inversión inicial para que no se dispare de una cervecería casera a una microcervecerías con toda su infraestructura?
2. ¿Los productores y las cervezas importadas tomando en cuenta los factores fiscales de la misma rama, son una competencia real dentro de un mercado o zona geográfica o no es significativa su oferta?
3. ¿Impacta de forma directa y significativa que la mayoría de estas microempresas tengan una menor producción a su capacidad instalada?
4. ¿Buscarán las cervecerías comerciales desaparecer a las artesanales con sus estrategias de compra a las más representativas del sector?

iii. HIPÓTESIS.

A) HIPÓTESIS GENERAL

Las microcervecerías en la república mexicana, podrán afrontar los factores internos y externos, uniéndose para exigir el cambio en las leyes del IEPS que más se adecuen a sus necesidades, tomando estrategias de prevención para no ser afectadas de forma drástica al tipo de cambio, teniendo una sana estrategia financiera con un límite de deuda que corresponda a sus necesidades por tamaños, expansiones, importaciones, exportaciones y creando principalmente productos de calidad que te impulsen a tener mayor número de clientes.

B) HIPÓTESIS ESPECÍFICAS

- Tomando en cuenta tus costos de producción de ser un pequeño cervecero casero a pasar a ser un cervecero artesanal, ya que, por volumen al comprar más, los costos directos e indirectos disminuyen haciendo una cerveza rentable
- Los productores al tener un nicho de mercado aun tan pequeño y con poco desarrollo nacional tienden a ser competencia directa entre ellos mismos, hasta que el mercado no madure y sea superior a la oferta de los productos, de igual forma pasa con las cervezas importadas que nos impactan de forma directa a nuestras ventas.

- Al ser cervecerías pequeñas, el tener parte de los activos en desuso, por ejemplo, maquinas productoras de capacidad elevada y con una oferta mucho menor crean costos elevados indirectos como la electricidad, la renta y el transporte de su producto, el cual se abarataría teniendo una óptima capacidad instalada.
- Cada día las cerveceras comerciales compran cervecerías locales para así tener presencia en mercados Premium, en nuestro país sucedió en la década del 2000 un caso similar por lo que se considera que es una estrategia de las comerciales para desaparecer a mediano y largo plazo a las independientes.

IV. Metodología de la investigación.

Este trabajo es de tipo descriptivo y también tiene un alcance correlacional.

Se describirán los fenómenos que se dan en el mercado cervecero, así como las características de cada participante y rasgos importantes de cada evento que sucede dentro del gremio.

Así también, establecerá si existe relación entre los eventos y fenómenos que afectan a la industria en un contexto particular y el desarrollo del sector, así como si se pueden predecir dichos fenómenos que han sucedido en otros lugares o tiempo atrás y si se puede repetir en un tiempo futuro.

Así mismo el diseño de la investigación es longitudinal, dado que recabaremos datos de diferentes puntos en el tiempo para poder evaluar la evolución de algunas empresas representativas del sector cervecero, como el empleo, precio unitario de sus productos, sus ventas y crecimiento en activos del 2009 al 2015, para poder así tener una mejor perspectiva de la situación de dicho gremio.

Se recopilará la información de las cervecerías seleccionadas y que sea factible su estudio en diversas zonas geográficas del país representativas como Baja California y Distrito Federal. Los datos deben ser recopilados por medio de estados financieros, así como de noticias del sector que puedan influir en el rumbo de la valuación y desarrollo de este mercado.

Después de recopilarse la información pertinente se requerirá ordenar de tal forma que pueda ser útil y se organizara para empezar a determinar los primeros factores y múltiples que puedan arrojar ciertos resultados de primera mano y su comparación entre empresas del mismo sector quitando el factor del tamaño y poniéndolas en un mismo plano, así como determinar estadísticamente cuanto afecta la problemática interna de todas las cervecerías artesanales mexicanas en una sola de carácter ficticio tomando en cuenta las regiones geográficas y si afectan o no en el desempeño de dicha industria como una sola empresa.

Se abordarán con mayor profundidad los datos recolectados, usando métodos de valuación tanto contable como el de flujo de efectivo descontado, por su fácil entendimiento para los que va dirigida esta investigación, será la más usada, ya que si se muestra un método con alto grado de complejidad se crearían mayores interrogantes que respuestas para los interesados en la investigación.

Se darán resultados concretos y proyecciones de la industria a corto y mediano plazo, el tamaño hipotético de una empresa cervecera regional si se unieran algunas micro cervecerías para medir la factibilidad de tener una nueva cervecería comercial, si se tiene mayor rentabilidad y agilidad seguir con la misma estrategia de micro cervecerías artesanales y regionales o por ultimo saber si la estrategia tomada por las grandes cervecerías comerciales afecta en corto, mediano y largo plazo el desarrollo de esta industria, y al final poder dar una conclusión sólida que sea de ayuda para los interesados en esta tesis.

CAPÍTULO 1: GENERALIDADES DEL MERCADO CERVECERO MEXICANO.

Este capítulo estudia las generalidades del mercado nacional, desde la perspectiva de los actores principales, su posición en el mercado geográfico, tasa impositiva.

1.1 ACTORES PRINCIPALES

- 1) Anheuser Busch, es la mayor compañía de cerveza en el mundo con base en Bélgica. Tiene más de 200 cervezas en su portafolio las dos más famosas son la Budweiser y la Corona. Cuenta con operaciones en América, Europa y Asia Pacifico, tiene en total 117,632 empleados al primero de enero del 2013. Sus ventas al 31 de diciembre del 2012 fueron de 39,758 millones de dólares, el 20 de junio del 2013 se cerró la operación de la compra total de G modelo por 20,100 millones de USD, haciendo de esta la compra más grande en la historia del país e ingreso de inversión extranjera directa en una sola operación. (AlnBev SWOT analysis, 2013)
- 2) Heineken, una de las mayores compañías cerveceras del mundo, tiene su base en Ámsterdam, Holanda. Opera en Europa, América, África, Medio Oriente y Asia Pacifico, empleo en total a 76,191 personas al 31 de diciembre del 2012. Tuvo ingresos por 23,636.9 millones de USD en el año 2012, un incremento del 7.4% con respecto al 2011. En el 2010 adquirió a CM de Femsa en 7 mil 347 millones de USD. (Heineken SWOT analysis, 2013)
- 3) Grupo Modelo, principal participante del mercado tiene su planta matriz en el Distrito Federal,(hoy CDMX) inaugurada en 1925 inicialmente por la cerveza Corona y la negra modelo, actualmente pertenece a la empresa Belga Anheuser-Busch InBev, contaba con el 57% del mercado total a inicios del 2013, emplea a más de 37,379 personas en el país al 31 de diciembre del 2012, para el mismo año obtuvo ganancias por 12343.7 millones de pesos, un incremento del 4.4% con respecto al 2011, tiene una capacidad instalada de 71.5 millones de hectolitros y exporta a más de 180 países sus productos

como son: Corona extra, Corona light, Modelo Especial, Victoria, Estrella, Pacifico, León, Montejo, Pacifico, etc. (G modelo, swot análisis,2013)

- 4) Cuauhtémoc Moctezuma, segunda cervecería con mayor posicionamiento en el mercado mexicano, fundada en 1890 en Monterrey Nuevo León, cuenta con más de 17 mil empleados, su mayor planta se encuentra en Orizaba Veracruz, CM tiene una capacidad de más de 30 millones de Hectolitros y cuenta con el 43% del mercado nacional, sus principales productos son: Tecate, Sol, Indio, Carta Blanca, Bohemia, Noche Buena, y actualmente es una empresa de la compañía Heineken (DeLise, 2012).
- 5) Cervecería Primus, creada en el 2007 con sede en la Ciudad de México y su planta operativa se encuentra en San Juan del Rio, Querétaro. Cuenta con varios puntos de venta en la ciudad de México y el país, y es junto con Cervecería Minerva los que encabezan la ACERMEX.
- 6) Cervecería Ramuri, de Tijuana Baja California, una de las micro cervecerías con los estándares de calidad más altos del país, haciendo de esta cervecería una de las mejores o talvez la mejor en cuanto a calidad se refiere.
- 7) Cervecería Canneria, de Ensenada Baja California, es una de las empresas de este sector más representativas debido a su importancia estratégica, en su constante expansión y es una de las que dirige a la ACABC (Asociación de Cerveceros de la Baja California), por consiguiente, marca la tendencia hacia donde se dirige el gremio en la parte norte del país. (Talamante, 2012).
- 8) ACB, es la Asociación de Cerveceros de la Baja, es una asociación dividida en 3 delegaciones, Tijuana, Ensenada, Mexicali. Su principal función es atender los problemas generales del gremio en su zona para que las autoridades correspondientes solucionen el problema, se da una membresía mensual aproximada de 300 usd para ser socio. La asociación como ente legal y como una AC. Baja recursos del gobierno federal para poder apoyar hasta al más pequeño de los socios, apoyar en las importaciones de insumos

y materiales del extranjero hacia los demás micro cerveceros inclusive si no son de la Asociación, y han creado el festival más grande de cerveza artesanal en México llamado el Ensenada Beer Fest en número de visitantes y volumen de venta. Ellos por ultimo desarrollan estadísticas y extraen datos de otras asociaciones mundiales y las comparten con sus asociados para poder tener un análisis horizontal con respecto a otros países principalmente Estados Unidos. (ACB, 2013)

La anteriormente llamada Comisión Federal de Competencia (hoy COFECE), ante una denuncia presentada por las empresas SabMiller y Tempus, realizó toda una averiguación en contra de las empresas Cuauhtémoc Moctezuma y Grupo Modelo tardando el caso 3 años y dando la resolución el 27 de junio del 2013, en donde menciona que la exclusividad es del 20% del total de restaurantes y bares que tienen actualmente las empresas acusadas y que permite a los restaurantes y bares poder adquirir las cervezas artesanales sin miedo a alguna práctica monopólica ya que cualquier desobediencia en la resolución se hará acreedora la empresa responsable a una multa del 8% del total de las ventas anuales de la misma, (CFC, 2013).

El Pleno de la CFC decidió tres puntos respecto al tema:

1. Las cervezas artesanales gozarán de acceso abierto e irrestricto a todos los restaurantes, bares y cantinas. Los contratos de exclusividad que celebren Modelo y Cuauhtémoc con estos establecimientos no podrán, bajo ninguna circunstancia, limitar la venta de cerveza artesanal de productores de pequeña escala en el territorio nacional.
2. Todos los contratos de exclusividad deberán ser escritos, transparentes y de duración limitada, con reglas claras para la rescisión del contrato. Sin contrato escrito, no podrá haber obligación de exclusividad. Modelo y Cuauhtémoc deberán publicitar estas condiciones en diarios de circulación nacional y directamente ante las propias tiendas de abarrotes, restaurantes, bares y cantinas a las que surten, y

se establecerá una línea telefónica gratuita para resolver dudas y quejas por parte de éstos.

3. Los contratos de exclusividad no podrán rebasar el 25 por ciento del total de los establecimientos a los que les venden las empresas, porcentaje que se reducirá gradualmente a 20 por ciento en cinco años. Así se asegura que los contratos de exclusividad no se constituyan en una barrera a la entrada de otros competidores, que tendrán acceso al resto de los establecimientos, así como condiciones propicias para disputar los establecimientos con contratos firmados bajo condiciones claras y transparentes. Al mismo tiempo, se reconocen los beneficios para el consumidor que estos contratos pueden tener cuando son eficientes (por ejemplo, cuando se da financiamiento para mejora o ampliación de los puntos de venta de cerveza) y limitados en su cobertura. (Sin embargo.mx, 2013)

Aunque aún no se da la resolución de maltas e insumos, la cual Grupo Modelo está acusada de acaparar la entrada de insumos sin aranceles que son 3 mil toneladas, lo que deja a las cervecerías sin malta libre de arancel para importar lo que aumenta en un 200% los precios de dichos granos y hojas que vienen el 80% de Europa y el 20% de Estados Unidos, lo cual impacta de manera directa a los costos teniendo un margen de entre 31 a 80 pesos la botella de 350 ml (Bibian, 2013).

Según los últimos datos arrojados en el país las grandes cervecerías industriales produjeron 65,625,000.00 hectolitros de cerveza en el 2014 y 97 millones de hectolitros en el 2015 (Acermex,2016).

1.2. TASA IMPOSITIVA.

Son obligaciones de los mexicanos, Contribuir para los gastos públicos, así de la federación como del distrito federal o del estado y municipio en que residan, de la manera proporcional y equitativa que dispongan las leyes (constitución política de los Estados Unidos Mexicanos, fracción IV, 2014).

Las personas físicas y morales, están obligadas a contribuir para los gastos públicos conforme a las leyes fiscales respectivas (CFF, Art. 1, 2014). Los tipos de

contribuciones son: impuestos, aportaciones de seguridad social, contribuciones de mejoras y derechos (CFF, Art 2, 2014).

Los impuestos son Directos e indirectos:

Los Directos gravan al ingreso, riqueza, capital o el patrimonio y afectan en forma directa al sujeto del impuesto, por lo tanto, no se presente el fenómeno de la traslación. Ejemplo el ISR.

Los Indirectos son aquellos que recaen sobre los gastos de producción y consumo, por lo que corresponde su principal característica es que son trasladables hasta el consumidor final. Ejemplo el IVA y el IEPS.

Los impuestos tienen 2 propósitos los fiscales y los extra fiscales. Los fiscales hacen referencia a la obtención de recursos que el sector público necesita para cubrir las necesidades financieras.

Los extra fiscales, se refieren a la producción de ciertos efectos que pueden ser económicos, sociales, culturales, políticos, etc.

El ISR, los sujetos obligados son las personas físicas y morales en los siguientes casos:

Las residentes en México, respecto de todos sus ingresos, cualquiera que sea la fuente de ubicación de donde procedan.

Los residentes en el extranjero que tengan un establecimiento permanente en el país, respecto de los ingresos atribuibles a dicho establecimiento.

Los residentes en el extranjero, respecto de los ingresos procedentes de fuentes de riqueza situadas en territorio nacional

El IVA, los sujetos obligados son las personas físicas y morales residentes en territorio nacional, así como los residentes en el extranjero que por los ingresos que efectivamente obtengan de las siguientes actividades:

- Enajenación de bienes
- Prestación de servicios independientes
- Otorgamiento o uso de goce temporal de bienes

- Importación de bienes o servicios.

El IEPS, están obligados al pago de este impuesto, las personas físicas y morales que realicen los actos o actividades siguientes:

La enajenación en territorio nacional o, en su caso, en la importación de bebidas con contenido alcohólico y cerveza.

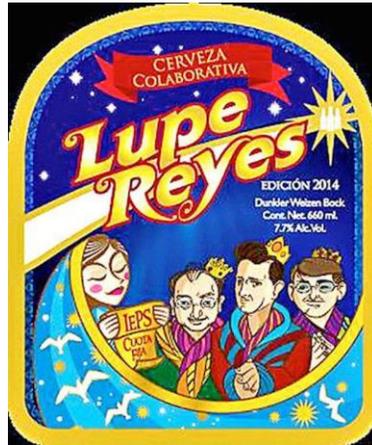
Los que realicen prestaciones de servicios por los que se genere algún tipo de comisión, mediación, agencia, representación, correduría, consignación y distribución, con motivo de la enajenación de los bienes señalados en el inciso 1.

Para el IEPS la cerveza tiene la siguiente definición: bebida fermentada, elaborada con malta de cebada, lúpulo, levadura y agua con infusiones de cualquier semilla farinácea procedente de gramíneas o leguminosas, raíces o frutos feculentos o azúcares como adjuntos de la malta con adición de lúpulo o sucedáneos de este.

Cargo por envases y empaques que no sean retornables se consideras como parte del precio las cantidades que se carguen o cobren y sean necesarios para contener los bienes que se enajenen. (Ley de impuesto especial sobre producción y servicios, 2014)

Para finales del 2014 la ACERMEX protesto contra el IEPS, pidiendo una cuota fija, ya que las grandes cervecerías comerciales pagan por litro 3 pesos, mientras los artesanales pagan aproximadamente 9 pesos por litro, dicha protesta fue plasmada en una etiqueta navideña mostrada en la imagen 1.1.

Imagen Capitulo 1.1 Cerveza Lupe-Reyes



Fuente: Acermex, 2014.

Dicho impuesto favorece injustamente al duopolio cervecero ya que no se puede comparar una cerveza comercial de 355ml en 12 pesos mientras una artesanal está costando por más barata 45 pesos del mismo volumen.

Para diciembre del 2015 nuevamente la unión de empresas Minerva y Tempus sacaron al mercado la cerveza Lupe Reyes pidiendo una reducción del IEPS, pero esta vez se obtuvo una respuesta negativa generalizada por parte del gobierno. Para lo cual el Secretario de Hacienda y Crédito Público (Luis Videgaray Caso) menciona el día 27 de febrero del 2016, que nuestro país estaba solventando el problema económico que existe en el mundo con tanta solidez que las calificadoras habían ratificado la calificación del país, por lo cual no era momento de reducir impuestos.

La propuesta de la ACERMEX es la siguiente: que por cada unidad en hectolitros producidos por una cervecería artesanal sea su cuota fija de IEPS que tenga que pagar, así una cervecería pequeña pagara la cuota mínima de IEPS aproximadamente 300 pesos por hectolitro (100 litros), y así sucesivamente se irá incrementando.

E incluso sería con IEPS fijo un poco inequitativo, ya que en países donde la presencia de cerveza es mayor e histórica sus cuotas son mucho más bajas. Por ejemplo, en Estados Unidos, Alemania y República Checa, la cuota de IEPS por

hectolitro es en promedio 4 dólares, mientras que en México es de 76 USD por hectolitro, según datos de la ACERMEX.

Esto mismo nos lleva a ver las diferencias entre cervecerías mexicanas y de Europa o de Estados Unidos que, aunque hayan sido creadas simultáneas en la primera década del siglo XXI, las cervecerías extranjeras en sus países ya tienen una presencia mayor y cuentan con exportaciones sólidas, mientras las mexicanas luchan por hacer viable un impuesto inequitativo, entre otros factores que se irán desarrollando en la investigación.

TABLA 1.1. IEPS BOTELLA

| Conceptos | % | botella de 350 ml |
|--------------------------------|--------|-------------------|
| precio antes de impuestos | | \$ 20.00 |
| IVA | 16% | |
| precio después del IVA | | \$ 23.20 |
| IEPS | 26.50% | |
| precio después del IEPS | | \$ 29.35 |
| restaurante | 20% | |
| | | |
| precio final mínimo al cliente | | \$ 35 |

TABLA 1.2. IEPS BARRIL

| Conceptos | % | barril 60l |
|--------------------------------|--------|-------------|
| precio antes de impuestos | | \$ 1,400.00 |
| IVA | 16% | |
| precio después del IVA | | \$ 1,624.00 |
| IEPS | 21.50% | |
| precio después del IEPS | | \$ 1,973.16 |
| | | |
| | | |
| precio final mínimo al cliente | | \$ 1,973 |

En la tabla 1.2 el IEPS es menor, ya que el barril de cerveza es retornable y se reduce un 5% el IEPS, el mismo barril de cerveza es un activo fijo que entra en el rubro de planta y equipo.

Régimen de Incorporación Fiscal.

A partir del 10 de septiembre del 2014, se decretó en el diario oficial de la federación por parte del presidente de la republica la nueva ley de ingresos del estado que afecta a las personas físicas con el régimen de incorporación fiscal, al cual se le otorga un tributo de 10% sobre el valor de la cerveza.

Esto viene en apoyo a los pequeños productores de cerveza que no tienen la capacidad de ser personas morales, y con este reconocimiento por parte del

gobierno federal se les abre la puerta para la exportación de sus productos y certificados de origen.

Esto viene a dar una separación entre pequeños productores artesanales y las cervecerías independientes con mayor volumen y capacidad de venta. En la siguiente tabla se mostrará en comparación con las tablas 1 y 2.

TABLA 1.3. COSTO DE IEPS RIF

| Conceptos | | % | botella de 350 ml |
|--------------------------------|--|--------|-------------------|
| precio antes de impuestos | | | \$ 20.00 |
| IVA | | 16% | |
| precio despues del IVA | | | \$ 23.20 |
| IEPS | | 10.00% | |
| precio despues del IEPS | | | \$ 25.52 |
| restaurante | | 20% | |
| | | | |
| precio final minimo al cliente | | | \$ 31 |

Para el 1 de enero del año fiscal 2016, por decreto del C. Presidente de la república, Enrique Peña Nieto, la ley del RIF se modificó, para que aquellos que facturan hasta 300 mil pesos anualmente paguen IEPS e IVA del 0% con los más pequeños artesanos no tienen problemas con los efectos fiscales ya que de igual forma solo se paga el 10% de ISR, ya que la misma ley indica que por año se va incrementando dicho impuesto 10%, hasta llegar al 100%.

TABLA 1.4. COSTO DE IEPS E IVA RIF 1 DECRETO

| conceptos | | % | botella de 350ml |
|--------------------------------|--|-----|------------------|
| precio antes de impuestos | | | \$ 20.00 |
| IVA | | 0% | |
| precio despues del IVA | | | \$ 20.00 |
| IEPS | | 0% | |
| precio despues del IEPS | | | \$ 20.00 |
| restaurante | | 25% | |
| | | | 5 |
| | | | |
| precio final minimo al cliente | | | \$ 25.00 |

Como se puede observar en la tabla anterior, el beneficio fiscal de tasa cero en IVA y IEPS el precio de la cerveza es mucho menor y aun así el restaurantero o intermediario podrá ganar el mismo rango de utilidad teniendo un precio al público en general más económico y competitivo con respecto a las grandes cervecerías independientes registradas como personas morales ya que ellas tienen que pagar un 26.5% de IEPS y su IVA correspondiente del 16% pero, aquí la competitividad recae en el poder de compra que los cerveceros independientes tienen de insumos con precios preferenciales por toneladas de malta o grandes cantidades de lúpulo y levadura.

Imagen Capitulo 1.2. Fragmento original de insumos por rango de compra

DIVISIÓN INDUSTRIAL DE FÍSICOS UNIDOS, S.A. DE C.V.

Lista de precios autorizados Microcervecías

DIFUSA

RC 7.2.1-C
No. de edición: 02
Fecha de edición: Enero 2016

BESTMALZ
FOR THE BEST BEER

| Proveedor | Código de Producto | Nombre | LOVIBOND (°L) | Precio de Venta/Kg EUR >1000 KG | Precio de Venta/Kg EUR 250-1000KG | Precio de Venta/Kg EUR 0-250 KG |
|-----------|--------------------|-----------------|---------------|---------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| Best | BZ-HDBR | Heidelberg | 1.2-1.5 | 1.02 | 1.10 | 1.19 |
| Best | BZ-PILS | Pilsen Malt | 1.6-2.3 | 0.96 | 1.04 | 1.13 |
| Best | BZ-PALE | Pale Ale | 2.3-3.1 | 1.02 | 1.11 | 1.20 |
| Best | BZ-WHT | Wheat Malt | 1.8-2.7 | 1.04 | 1.13 | 1.22 |
| Best | BZ-DWHT | Wheat Malt Dark | 6.5-8 | 1.06 | 1.18 | 1.28 |

Fuente: Difusa, 2016

1.3. TIPO DE CAMBIO Y EL EFECTO DEL BARRIL DE PETRÓLEO EN EL BARRIL DE CERVEZA.

Al momento de comenzar la investigación, nos encontramos con un ambiente relativamente favorable para la proliferación de micro cervecías a lo largo del territorio nacional, empero en el transcurso de la elaboración de este documento las condiciones se han visto adversas por el entorno económico que atraviesa el país, algo similar a lo ocurrido a inicios del siglo XX en nuestro país.

El tipo de cambio en el año 2011 se mantenía estable, que según cifras de la ACERMEX de esa época a la fecha se han triplicado las micro cervecías y la producción casi tuvo el mismo comportamiento de 42 mil hectolitros en el año 2012 paso al 2014 a 105 mil hectolitros.

TABLA 1.5. HECTOLITROS PRODUCIDOS



Fuente: propia basado en Acermex, 2015

Empresas como las proveedoras de barriles de acero inoxidable han visto sus ingresos aumentar con la entrada de nuevos competidores locales al mercado artesanal y sus ventas por la caída del euro (ya que proviene de allá la mayor empresa de barriles) se han incrementado dando principal atención a este mercado por parte de la empresa matriz ampliando su fábrica en América (Zacatecas) y trayendo modelos de barriles de última generación.

TABLA 1.6. BARRIL CERVEZA VS BARRIL DE PETRÓLEO

| Barril | litros | Precio USD |
|----------------|--------|------------|
| Petróleo Brent | 159 | \$ 37.07 |
| Cerveza | 117.35 | \$ 218.01 |

Fuente: Elaboración propia basado al 3 marzo 2016

Si tomamos que la producción paso de 94 mil hectolitros a 105 mil hectolitros, según datos de la ACERMEX, y tomando como referencia que para hacer en promedio 1

hectolitro de cerveza se requieren 20 kilos de malta (dependiendo de la eficiencia de la maquina), podemos inferir que se consumieron las siguientes cantidades:

TABLA 1.7. MALTA CONSUMIDA

| concepto | 2013 | 2014 |
|---|----------|----------|
| Hectolitros | 94000 | 105000 |
| toneladas malta importadas consumidas | 1,880.00 | 2,100.00 |

Imagen Capitulo 1.3. Cervecería Artesanal Emperatriz



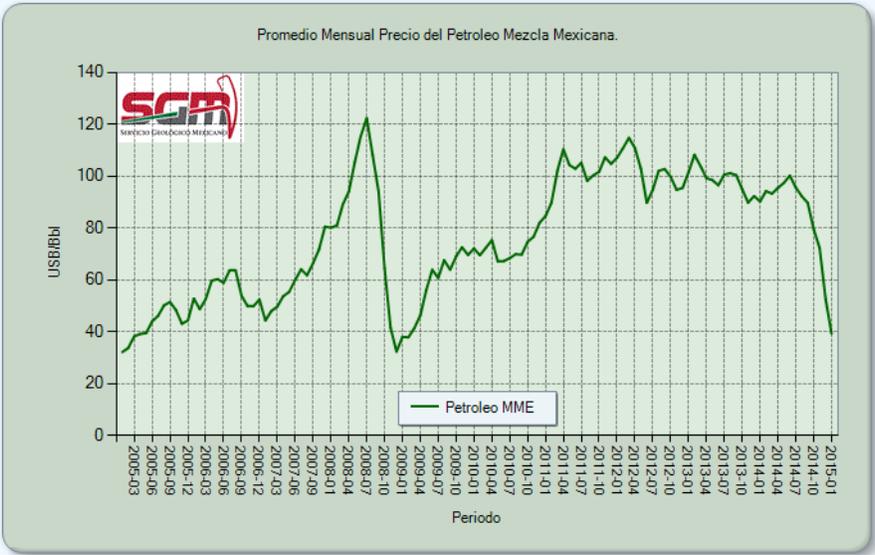
Ahora si bien durante todos estos años de fuerte crecimiento en el gremio artesanal, hay un factor externo que afecta a las micro cervecerías, y no solo a esta industria en nuestro país sino en general a todo el sistema económico de México, El barril de Crudo o petróleo.

A simple vista parecería que no afecta a la industria cervecera, pero como se mencionó en el punto anterior sobre el IEPS, el pago muy desigual de las micro

cervecerías que deben dar al fisco está relacionado con el precio del crudo, ya que las demandas de los artesanales de reducir dicho impuesto a uno con base fija, será indiscutiblemente desechado ya que la SHCP redujo fuertemente el gasto del gobierno al no recibir el ingreso que antes el petróleo le daba y por consiguiente no puede reducir ningún impuesto, por el contrario se esperaría un incremento, pero por ser un año electoral no es conveniente para los actores políticos, así que permanecerá estable hasta después de las elecciones.

En la tabla 1.8 podemos observar el impacto que ha tenido la caída del precio del barril de petróleo a nuestra moneda sumamente volátil, y entre más siga bajando el precio internacional del crudo nuestra moneda seguirá perdiendo terreno solo teniendo pequeñas recuperaciones por las subastas del banco de México.

TABLA 1.8. PRECIO PETRÓLEO



Fuente: Secretaria de Economía, 2015

Otro punto importante a notar es el cambio que se ocupa para comprar insumos ya sean de Estados Unidos o de Europa, las subidas en el tipo de cambio con respecto al dólar pueden dejar sin capitalización a cualquier negocio no importando si son cervecerías, ya que se deprecio 15% según cifras del periódico economista de enero a inicios de septiembre del 2016, aunado a la campaña presidencial de

Estados Unidos y que la moneda mexicana ha reaccionado negativamente a las propuestas del candidato republicano Donald Trump.

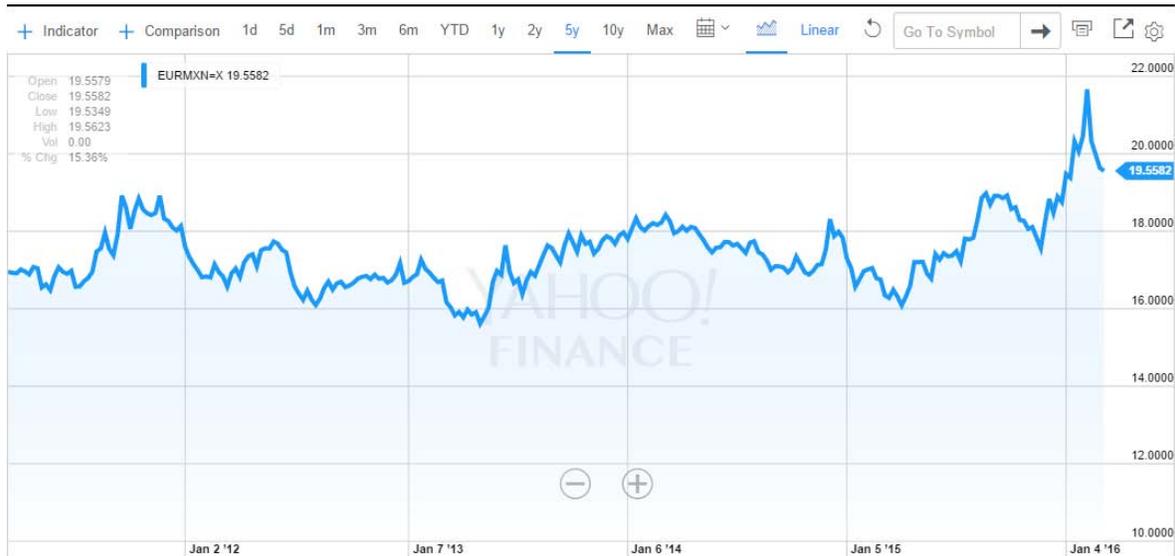
TABLA 1.9. USD/MXN



Fuente: Yahoo Finance (marzo, 2016)

En la tabla siguiente, 1.10, observamos como el peso mexicano ha permanecido mayormente estable con respecto a la moneda europea que, con el dólar, pero no por una fortaleza propia de nuestra economía, sino por la problemática que está teniendo Europa con su falta de liquidez, riesgo de deflación y un desbalanceo económico abismal entre algunos países de esa zona, ejemplo: Grecia y Francia.

TABLA 1.10 EUR/MXN

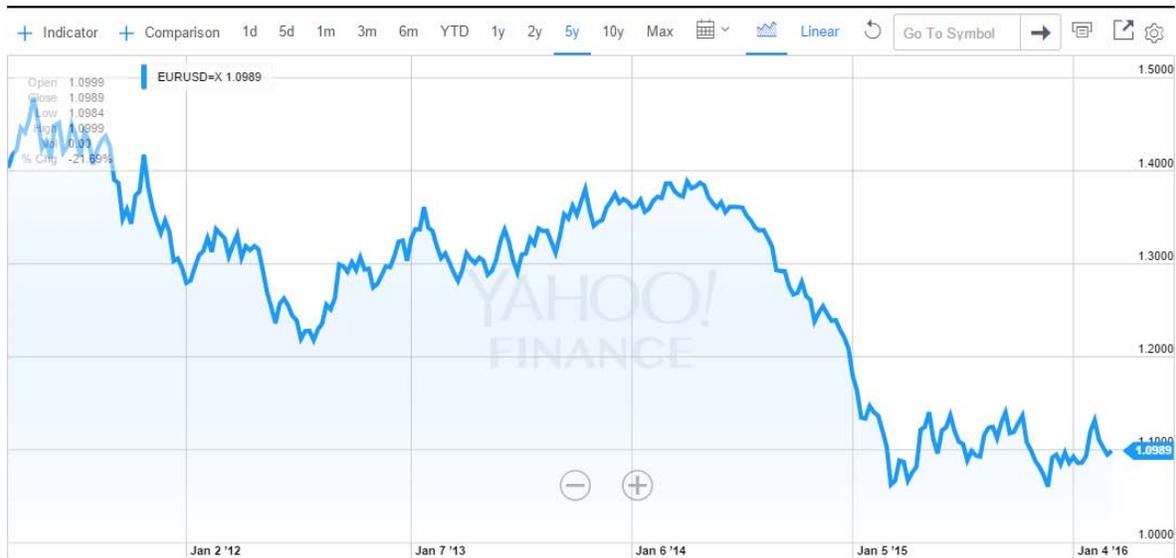


Fuente: Yahoo Finance (marzo, 2016)

En la tabla 1.9 y 1.10 dan la perspectiva que tienen que aguantar los cerveceros los cambios en los precios de los insumos, y tener diversas estrategias en sus inventarios, que muchos optan por traer cantidades fuertes en volumen pocas veces al año, pero no todos tienen la posibilidad de hacer esto, justamente los pequeños cerveceros dentro de los artesanales son más susceptibles al tipo de cambio.

Por ejemplo, un pedido hecho en el 2014 en la tienda “Sucervesita” trayendo diversos insumos (maltas, lúpulos, levaduras) costaba 13,159.43, y para el 2015 los mismos insumos cuestan 12,964.18. Donde a simple vista uno se da cuenta que salió más barato el presupuesto del 2015 al del 2014 pero es muy simple explicado con anterioridad, los artículos que la tienda “Sucervesita” importo de Estados Unidos se incrementaron un 7% aproximadamente su costo, mientras que los artículos traídos de Europa disminuyeron un 10%. Esto se puede observar con la tabla 1.11

TABLA 1.11 EUR/USD



Fuente: Yahoo Finance (marzo, 2015)

Lo cual nos reflejaría una tendencia más exacta si no hubiera influido el petróleo en los precios de los insumos cerveceros, dándonos una tendencia hipotética de crecimiento en importaciones y producción, al abaratare los costos.

1.4. DATOS CONTABLES DE LA “CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO” TOMADOS POR CIFRAS DEL GREMIO.

Tomaremos el hipotético caso de que todas las cervecerías artesanales en México formaran una sola cervecería con los datos que he recopilado de la ACERMEX, agencias noticiosas y las cifras de diversas empresas proveedoras de insumos, piezas y equipo.

Para entender la situación de las micro cervecerías del país unidas, tendríamos los datos que mostramos en la tabla 1.7, donde nuestra empresa habría producido 105 mil hectolitros en el 2014 y 94 mil hectolitros en el 2013, parece una cantidad bastante razonable de crecimiento si la midiéramos contra la producción total de hectolitros en la nación, contando al duopolio cervecero, sería del 0.16% (punto

dieciséis por ciento) del total de la participación del total de la industria cervecera mexicana con una producción de 65,625,000.00 hectolitros de cerveza en el 2014.

Los datos anteriores aunque nos muestran que si existiera la “cervecería Artesanal de México” iría creciendo a un ritmo moderado dentro del mercado mexicano, pero en comparación con otros países como Estados Unidos o la Unión Europea, el ritmo de la hipotética cervecería sería muy raquítico, ya que las cervecerías artesanales tanto de la Unión americana como Europa, que han nacido al mismo tiempo de las cervecerías artesanales mexicanas tienen una capacidad de producción similar a la de todas las cervecerías artesanales de nuestro país juntas y con una mayor organización en su estructura empresarial, por ejemplo la cervecería Brew Dog de Escocia que nació en el año 2007, y en la actualidad cuenta con una capacidad de producción de 100 mil hectolitros, muy similar a la cantidad que los artesanales del país producen todos en conjunto. (Martyn Cornell, 2014).

Si bien los escenarios entre México, Europa y Estados Unidos, son muy distintos, allá las empresas de dicho ramo tienen un riesgo menor ya que tienen a los productores y proveedores a la mano, y con mercados más especializados, maduros y conocedores del sector. Por ejemplo, es más fácil encontrar un crédito a una tasa óptima especial para este tipo de mercado, o como el caso de la empresa Samuel Adams que ha tenido la posibilidad de cotizar en la bolsa de Nueva York (NYSE) con la clave de pizarra “Boston Beer Co. Inc. (SAM)” y en la cual se ve su crecimiento en la tabla 1.12

TABLA 1.12. BOSTON BEER CO. INC (SAM)



Fuente: yahoo 2015.

En la tabla anterior podemos observar el crecimiento que ha tenido dicha empresa estadounidense pasando de 130 USD por acción a 320 USD por acción. Para darnos una idea de cuál grande fue su rendimiento la compararemos contra las gigantes tecnológicas Apple. Inc. y Facebook.

TABLA 1.13 BOSTON BEER CO. INC (SAM) VS AAPL VS FB



Fuente: yahoo 2015.

Podemos observar a simple vista que la acción de Samuel Adams tuvo un rendimiento superior al de Apple y esta 30% aproximada debajo de la de Facebook, más sin embargo se empieza a notar una tendencia de venta en la acción de Facebook, mientras que Samuel Adams y Apple sin duda alguna son compra.

Regresando al caso de “la cervecería artesanal de México” la empresa en su octavo año de vida (2015) mostro la siguiente información.

TABLA 1.14 BALANCE GENERAL CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO

| Balance General Cerveceria Artesanal de México | | |
|--|--------------------------|--------------------------|
| Periodo | 2014 | 2013 |
| | 31-dic | 31-dic |
| activos corrientes | | |
| Efectivo | \$ 3,520,000.00 | \$ 3,420,000.00 |
| Bancos | \$ 11,454,034.00 | \$ 6,786,098.00 |
| Cuentas por Cobrar | \$ 39,456,765.00 | \$ 26,899,999.95 |
| Inventario insumos | \$ 144,222,137.09 | \$ 135,852,380.95 |
| Total de activos circulantes | \$ 198,652,936.09 | \$ 172,958,478.90 |
| Inmuebles, mobiliario y equipo (neto) | \$ 105,346,987.00 | \$ 91,917,377.00 |
| Depreciacion Acumulada, Total | \$ 6,999,986.00 | \$ 6,266,671.00 |
| Intangibles, Neto | \$ 98,347,001.00 | \$ 85,650,706.00 |
| Total Activo | \$ 296,999,937.09 | \$ 258,609,184.90 |
| Cuentas por pagar | \$ 13,140,000.00 | \$ 11,392,000.00 |
| Impuestos por pagar | \$ 5,820,600.00 | \$ 4,898,000.00 |
| Otras Cuentas por pagar. | \$ 10,349,987.00 | \$ 8,467,908.00 |
| Total pasivos circulantes | \$ 29,310,587.00 | \$ 24,757,908.00 |
| Deuda a largo plazo total | \$ 65,765,976.00 | \$ 61,346,745.00 |
| Impuestos a las ganancias diferido | \$ 2,762,505.00 | \$ 1,588,000.00 |
| Otros pasivos | \$ 3,000,688.00 | \$ 2,234,370.00 |
| Total Pasivo | \$ 100,839,756.00 | \$ 89,927,023.00 |
| Capital contable | \$ 196,160,181.09 | \$ 168,682,161.90 |
| Capital social | \$ 117,140,674.20 | \$ 111,140,674.20 |
| Resultado de ejercicios anteriores | \$ 79,019,506.89 | \$ 57,541,487.70 |
| Total pasivo y Capital contable | \$ 296,999,937.09 | \$ 258,609,184.90 |

La tabla 1.14 muestra el balance general de la compañía cervecera hipotética que abarcaría la producción de todas las cervecerías artesanales del país en una sola. Para realizar los estados financieros se trabajaron con los resultados obtenidos por la industria artesanal reportados por la ACERMEX correspondientes al 2014 y años anteriores. Y aproximándonos a valores que en su conjunto representan al volumen

de ventas y producción de las artesanales del país recabando datos de cervecerías como Canneria de Baja California, Tempus con su planta en San Juan del Rio Querétaro, Josefa de Querétaro y Emperatriz del DF, así como proveedores de insumos que abastecen a dichas cervecerías las principales, “Mi CerveSA” y Difusa.

A continuación, se muestra el estado de resultados.

TABLA 1.15 ESTADO DE RESULTADOS CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO

| | 2014 | 2013 |
|---|-------------------------|-------------------------|
| | 31-dic | 31-dic |
| ventas netas total | | |
| ventas netas | \$ 241,500,000.00 | \$ 216,200,000.00 |
| costo de venta | \$ 164,450,000.00 | \$ 153,770,000.00 |
| utilidad bruta | \$ 77,050,000.00 | \$ 62,430,000.00 |
| venta y administracion, renta de equipo | \$ 8,750,043.00 | \$ 7,532,456.00 |
| gastos de admon | \$ 5,328,976.00 | \$ 4,536,784.00 |
| otros gastos admon | \$ 15,846,130.00 | \$ 12,525,000.00 |
| total gastos de operación | \$ 29,925,149.00 | \$ 24,594,240.00 |
| utilidad de operación | \$ 47,124,851.00 | \$ 37,835,760.00 |
| intereses pagados | \$ 7,736,249.70 | \$ 7,152,875.44 |
| Resultado antes de impuestos | \$ 39,388,601.30 | \$ 30,682,884.56 |
| total de impuestos | \$ 11,816,580.39 | \$ 9,204,865.37 |
| resultado neto despues de impuestos. | \$ 27,572,020.91 | \$ 21,478,019.19 |

De igual forma el estado de resultados anterior esta realizado con aproximaciones tomadas de la industria cervecera, de sus ventas en hectolitros del 2014 y 2013.

Compararemos los estados financieros de la cervecera mexicana con los de la cervecera de Boston, Samuel Adams los cuales presento a continuación.

TABLA 1.16 BALANCE GENERAL SAMUEL ADAMS INC.

| | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| The Boston Beer Company | | | | | |
| Balance General Anual | | | | | |
| Periodo | 12/27/14 | 12/28/13 | 12/29/12 | 12/31/11 | 12/25/10 |
| en millones de USD | | | | | |
| (excepto en acciones) | | | | | |
| Caja | 76.4 | 49.52 | 74.46 | 49.45 | 48.97 |
| Banco | 76.4 | 49.52 | 74.46 | 49.45 | 48.97 |
| total cuentas por cobrar | 58.69 | 44.02 | 66.06 | 33.58 | 28.23 |
| Inventario | 51.31 | 56.4 | 44.36 | 34.07 | 26.61 |
| Gastos pre pagados | 11.59 | 8.27 | 3.45 | 3.87 | 3.3 |
| Impuestos diferidos | 8.69 | 5.71 | 5.41 | 4.36 | 3.65 |
| Otros activos circulantes | 0.79 | 0.35 | -31.4 | 0.39 | 1.24 |
| Otros activos circulantes netos | 9.48 | 6.07 | -25.99 | 4.75 | 4.89 |
| Total Activos Circulantes | 207.46 | 164.28 | 162.34 | 125.72 | 112 |
| propiedades planta y equipo | 553.98 | 409.69 | 310.68 | 245.33 | 234.01 |
| depreciacion acumulada | -172.41 | -143.13 | -120.73 | -101.74 | -91.12 |
| propiedades planta y equipo netos | 381.57 | 266.56 | 189.95 | 143.59 | 142.89 |
| Goodwill, Netos | 3.68 | 3.68 | 2.54 | 1.38 | 1.38 |
| otros activos no circulantes | 12.45 | 9.56 | 4.66 | 1.8 | 2.26 |
| total activos no circulantes | 12.45 | 9.56 | 4.66 | 1.8 | 2.26 |
| Total Activos | 605.16 | 444.08 | 359.48 | 272.49 | 258.53 |
| cuentas por pagar | 35.58 | 34.42 | 28.3 | 18.81 | 19.42 |
| Gastos acumulados | 32.99 | 38.73 | 34.34 | 25.66 | 24.13 |
| notas por pagar corto plazo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| pago a corto plazo de la deuda a largo plazo | 0.06 | 0.05 | 0.06 | -- | -- |
| anticipos clientes | 13.43 | 2.67 | 4.11 | 2.32 | 0.72 |
| seguros de depositos | 19.67 | 19.45 | 15.81 | 13.87 | 14.54 |
| impuestos por pagar | 6.03 | 8.83 | 4.8 | 3.81 | 10.79 |
| otros pasivos a corto plazo | 2.42 | 0.23 | 1.47 | 2.59 | 2.59 |
| otros pasivos a corto plazo totales | 41.55 | 31.17 | 26.19 | 22.58 | 28.65 |
| total pasivos corto plazo | 110.17 | 104.38 | 88.89 | 67.05 | 72.2 |
| Deuda largo plazo | 0.53 | 0.58 | 0.57 | 0 | 0 |
| Total deuda largo plazo | 0.58 | 0.64 | 0.63 | 0 | 0 |
| impuestos diferidos largo plazo | 50.72 | 32.39 | 20.46 | 17.35 | 17.09 |
| otros pasivos largo plazo | 7.61 | 4.64 | 4.47 | 3.35 | 3.66 |
| total Pasivos | 169.02 | 141.99 | 114.39 | 87.74 | 92.94 |
| Capital Social | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| pagos a capital adicionales | 224.91 | 173.03 | 157.31 | 138.34 | 122.02 |
| resultados de ejercicios anteriores retenidos | 212.23 | 129.35 | 88.54 | 47.12 | 43.88 |
| Capital contable otros | -1.13 | -0.42 | -0.88 | -0.84 | -0.44 |
| Total Capital contable | 436.14 | 302.09 | 245.09 | 184.75 | 165.59 |
| Pasivo mas capital contable | 605.16 | 444.08 | 359.48 | 272.49 | 258.53 |
| total Acciones comunes emitidas. | 13.07 | 12.75 | 12.81 | 12.82 | 13.4 |

Fuente: (2015, Boston Inc. Official page.)

Los datos mostrados en el balance general y su presentación nos muestran como esta cervecería artesanal se encuentra en el umbral de ser una cervecera industrial a gran escala, más sin embargo no ha sacrificado la calidad por la cantidad y se mantiene como la cervecera artesanal más grande de los Estados Unidos, con una producción de 5 millones de hectolitros por año, y de la cual nos basamos debido a su gran cantidad de información pública que se adquiere con facilidad de la misma compañía al cotizar en la bolsa y su fiabilidad de la misma. Para así poder realizar los ejercicios posteriores.

TABLA 1.17. ESTADO DE RESULTADOS SAMUEL ADAMS

| The Boston Beer Company | | | | | |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Estado de Resultados | | | | | |
| Periodo | 12/27/14 | 12/28/13 | 12/29/12 | 12/31/11 | 12/25/10 |
| En millones de USD | | | | | |
| Total de ventas | 903.01 | 739.05 | 580.22 | 513 | 463.8 |
| Costo de ventas | 438 | 354.13 | 265.01 | 228.43 | 207.47 |
| Utilidad bruta | 465.01 | 384.92 | 315.21 | 284.57 | 256.33 |
| Total gastos administrativos | 756.44 | 625.96 | 484.64 | 409.35 | 382.62 |
| ingresos operativos | 146.57 | 113.09 | 95.58 | 103.66 | 81.18 |
| gastos financieros | -0.99 | -0.58 | -0.1 | -0.21 | -0.15 |
| Utilidad antes de impuestos | 145.59 | 112.54 | 95.52 | 103.5 | 81.11 |
| impuestos | 54.85 | 42.15 | 36.05 | 37.44 | 30.97 |
| Utilidad despues de Impuestos | 90.74 | 70.39 | 59.47 | 66.06 | 50.14 |
| Utilidad neta | 90.74 | 70.39 | 59.47 | 66.06 | 50.14 |

Fuente: (2015, Boston Inc. Official page.)

En el estado de resultados, un dato relevante que abordaremos en los siguientes capítulos, pero que se observa a simple vista es el pago de impuestos que le hacen de una forma drástica, disminuyendo su utilidad neta a un punto en que difiere ampliamente del recaudo mexicano.

CAPÍTULO 2: EL COSTO DE CREAR UNA MICROCERVECERÍA.

Poner una microcervecería es un negocio complejo, en el cual generalmente no se cuenta con una experiencia previa, ya que no es lo mismo poner un café internet en donde un Ingeniero en Sistemas puede hacer toda la instalación y operatividad del negocio en México cuando a la par en un recuento rápido por el gremio cervecero hay menos de 10 maestros cerveceros egresados de dicha licenciatura de Múnich o Chicago, por lo que ellos están ganando más que algún doctor en cualquier rama científica. (Xicotencatl, 2016). Por lo que hace casi imposible poder contratar a un maestro cervecero y mucho menos un maestro maltero para hacer una cervecería o una casa maltera, dando como resultado que los socios mismos se pongan a investigar de dicho proceso y arte de la creación de la cerveza. Lo que aumenta el riesgo de una quiebra del negocio por malos manejos en el producto, y lo cual ha sucedido y sucede a muchas de las cervecerías en el país, un claro ejemplo: una cervecería del Estado de Querétaro que empezó con una inversión cerca de 5 millones de pesos y que por malos manejos de los socios terminaron en la quiebra, cuando los inversionistas eran gente de alto poder adquisitivo de la ciudad de México. Tan solo porque los socios capitalistas dejaron el negocio en manos de gente que no tenía el conocimiento suficiente, algo que en sus otros negocios no hubiera fallado ya que como se mencionó antes, en la república mexicana puedes encontrar gente especialista en otras ramas, lo que igualmente hace más redituable este negocio a largo plazo.

Los equipos para realizar cerveza a nivel artesanal son costosos y se cotizan en USD o euros, y de igual forma muchas de esas máquinas no se devalúan de forma inmediata como un automóvil o alguna otra maquinaria, al ser maquinas exclusivas fabricadas a mano y de una calidad con estándares internacionales llegan en ocasiones a subir su valor aun cuando sean seminuevas ya que la disponibilidad de tener una de estas máquinas son de medio a un año. Y al tenerla medio uso se puede vender con un sobre precio, pero para no esperar todo ese tiempo y con el

crecimiento de muchas cervecerías artesanales son bien vendidas. Y se pueden encontrar este tipo de máquinas en ciertas ocasiones en el mercado ya que muchas cervecerías no duran más de 3 años, aunado a que el tipo de cambio sigue subiendo y probablemente se compró a 17 euros por peso y hoy en día está en 21 euros por peso (Ferrer, 2016)

Imagen Capitulo 2.1. Máquina de cocción para hacer cerveza 5 bbl PKW



Fuente: Portland Kettle Works, 2015

En la imagen anterior, podemos observar la maquina encargada de lavar el grano y su cocción, fabricada en los Estados Unidos, valuada en 45 mil USD, en donde se puede apreciar su complejidad para ser operada, es una máquina (brewhouse) para cervecerías pequeñas que apenas están iniciando, mientras que un fermentador para esa capacidad está en 7 mil USD, y se requieren mínimo 4 para poder laborar tranquilamente en la semana. Lo que daría una inversión inicial de 73 mil USD, lo que a un tipo de cambio de 17.45 pesos por dólar seria 1, 273,850. Y eso para poder hacer cerveza lo más básico posible. Sin contar la embotelladora e instalaciones. (Ferrer, 2016).

Como se puede observar con las cifras antes mencionadas, este tipo de negocios requiere de un gran desembolso de capital por parte de los inversionistas, y el

suelo base de un maestro cervecero con experiencia está en 25 mil pesos al mes. Y como se comentaba con anterioridad, muchos dueños de cervecerías que no tienen idea de cómo se opera la línea de producción y manejo de insumos para ahorrarse dinero ponen a estudiantes o personal con poca o nula experiencia en el medio, lo cual es el factor que el 80% de las cervecerías artesanales desaparezcan antes de cumplir los 3 años. Y otro factor es el manejo de equipo no funcional para la realización de cerveza profesional, ya que muchos aficionados a la cerveza artesanal intentar hacer sus propios equipos sin los conocimientos para poder fabricarlos y aun así lanzan su cerveza al mercado, con deficiencias y contaminaciones.

Es importante mencionar que la bibliografía y lo estudios para hacer cerveza están en inglés o en alemán, por lo que es necesario dominar alguno de dichos idiomas. (Manzano, 2015)

Imagen Capitulo 2.2. Estilos de Cerveza en el Mundo



Fuente: Seidell, 2013

2.1. PRECIOS DE LA CERVEZA INDUSTRIAL VS LA ARTESANAL E IMPORTADAS.

Como se mencionó en el capítulo 1, el precio de una cerveza artesanal puede rondar su precio al público en general entre 35 a 50 pesos la botella de 355ml, trayendo consigo el IEPS y la ganancia de los intermediarios, y también dependiendo del lugar de compra si es una “boutique”, un Tap Room (concepto de venta de gran variedad de cerveza en barril para que los clientes los prueben en vaso pinta de 350ml), o un lugar de consumo con alimentos, estos últimos son los lugares de venta más caros con precios finales entre 70 a 90 pesos la botella o el vaso.

La cerveza industrial sus precios rondan entre los 13 a 16 pesos por botella de 355ml al cliente final, lo que es una diferencia de 18 pesos entre la artesanal más barata y una cerveza industrial de mayor precio (Bohemia). De entrada, las barreras del mercado hacen que una cerveza producida en masa sea vendida a niveles superiores por sus precios, ahora bien, la cerveza artesanal se ha posicionado a cierto sector de personas entre 25 a 40 años, que buscan y dan la oportunidad de probar una cerveza distinta a lo que toda su vida han probado. Y para lo cual se reduce la cantidad de clientes potenciales en las cifras de la ACERMEX 1 de cada 20 mil botellas vendidas de cerveza en nuestro país es artesanal.

Ahora las cervezas importadas “gourmet” (nombre con el que se le conocen a las cervezas artesanales importadas en ciertas regiones de la ciudad de México como la colonia Roma y Condesa) que principalmente vienen de Alemania, Bélgica, y Estados Unidos. Ingresan al país pagando el IEPS correspondiente igual a lo que pagan los productores de cerveza. Y manejándose en dólares o euros lo que las hacen relativamente caras o baratas con respecto a las artesanales mexicanas. Si el dólar baja de 17 pesos por cada unidad, para los distribuidores les conviene comprar cervezas importadas en lugar de las cervezas nacionales ya que estarían en un punto de equilibrio, pero la cerveza extranjera al tener mayor prestigio de venir de otros países se vuelve más atractiva al cliente final sobre las nacionales.

| Presentación disponible Beer Taxqueña 17 pesos por dólar | | | | | |
|--|--------------------------|---------|-----------------------------------|-----------|-----------------------------|
| | precio cerveza artesanal | | precio cerveza importada en pesos | | |
| | pesos MXN | Dólares | Dólares | Pesos MXN | |
| Insurgente Xoco 355ml | \$ 165.00 | \$9.71 | \$7.65 | \$130.00 | Benediktiner Alemania 500ml |
| Emperatriz 500ml | \$ 65.00 | \$3.82 | \$3.24 | \$60.00 | floreffe Belgica 330ml |
| Canneria 355ml | \$ 60.00 | \$3.53 | \$3.82 | \$65.00 | green Flash USA 355ml |
| texcoco 355ml | \$ 65.00 | \$3.82 | \$3.53 | \$65.00 | stone USA 355ml |

Fuente: Beer C. Taxqueña, 2016.

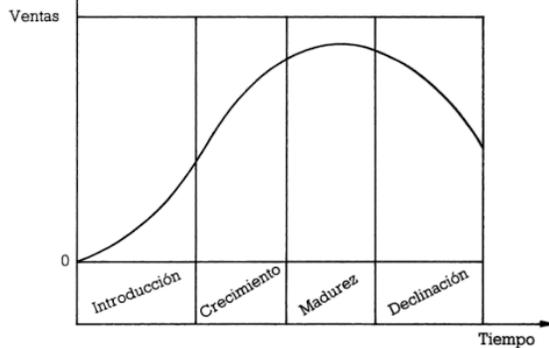
Con anterioridad se comentó que el público mexicano al tener precios muy similares prefiere las cervezas importadas por su prestigio y para probar productos de otros países, esto perjudica al cervecero local que no tiene la capacidad de reducir sus precios ya que el IEPS no le permite, y tiene que mantener un rango marginal de precios castigando directamente las utilidades.

Como se observó en la tabla anterior los precios son similares, sin embargo, cuando se introduce la cerveza industrial que paga los mismos impuestos, pero por su gigantesco volumen, y calidad tan baja, pueden ofrecer cervezas en 11.60 pesos, por ejemplo, la cerveza Tecate en la compra del 12 pack de 355ml en la tienda de auto servicio Wal-Mart.

2.2. EL CRÉDITO PIEZA IMPORTANTE PARA CRECER.

Dentro del giro del negocio cervecero se mantiene un ritmo dinámico, al contrario de muchos negocios que ya se han estancado, según las teorías administrativas y de mercadotecnia podemos ver en una Cervecería artesanal de la siguiente forma:

TABLA 2.2. CICLO DE VIDA DE UN PRODUCTO O CERVECERÍA



Fuente: Soriano, 1998.

En la gráfica anterior podemos observar el ciclo de vida de una cervecería artesanal mexicana dentro del ciclo de vida de un producto el cual fue hecho para verificar las etapas naturales que tenía dicho producto, o de igual forma el conjunto de productos de una empresa, en el caso de las cervecerías artesanales la mayoría solo tienen un producto estrella lo cual las hace ser totalmente susceptibles a que su vida sea de dicha empresa igual a la de su producto, y la cual si no se actualiza en un tiempo determinado o si le falla su producto estrella sin tener una diversificación estaría acabado ese negocio, como ya ha sucedido con cervecerías, como una marca que fue muy conocida de Baja California, pero en general el giro de nuestro negocio de estudio se encuentra en la primera parte de la gráfica, justo en introducción.

Podemos observar en nuestro país que la gran mayoría no conoce las cervezas artesanales o muy de lejos las ha escuchado, pero no las ha probado, o que por sus precios elevados hacen que pierda el incentivo de comprar este producto y siga tomando otros sustitutos, y como ya se ha mencionado con anterioridad este gremio es relativamente joven, mucho más joven que la telefonía celular (Smartphone) en México y con un gran potencial (enorme) para su crecimiento, lo cual la hace estar

en plena introducción tanto a nuestros productos, como a nuestros negocios de investigación.

Con la gráfica anterior y con su descripción, hacen visible que un negocio de este tipo, que ya tenga bien asentado su análisis FODA, sea un proyecto atractivo para las instituciones de crédito, y esta parte es la que abarca nuestra área de estudio, el crédito.

Lamentablemente los programas de apoyo para PYMES del gobierno Federal no apoyan a este tipo de negocios ya que no los consideran prioritarios para el desarrollo del país y ponen diversas trabas, por lo cual se tienen que acercar a la banca privada, en donde pueden apoyar demostrando o mostrando el papeleo que requieren para obtener el apoyo crediticio, lo cual muchas de estas empresas, aunque sean rentables sino cumplen con los requisitos, en algunos casos complejos, no obtendrán el crédito.

Al no obtener los apoyos, la mayoría de las empresas de este giro están condenadas a estancarse y desaparecer, o recurrir a otro tipo de fondeo como son los acreedores que cobran intereses mayores que un banco, y no podrán facilitar la cantidad monetaria que una institución bancaria si podría facilitar para el crecimiento de la empresa cervecera, o bien tener más socios accionistas, lo cual disminuye participación en la empresa y por ende el poder de decisión.

HSBC ofrece una tasa de crédito según su director de Banca de Negocios Rafael Frías, del 11.25% a TASA FIJA, lo cual se escribió en mayúsculas por la importancia en estas fechas (2015-2016) del aumento de tasas (a continuación, se explicará el impacto del alza de tasas) y con una cobertura de crédito por 900 mil pesos. (Hernandez,21-07-2016)

Banamex está ofreciendo a las PYMES una tasa de interés VARIABLE que ronda entre los 10 a 12% dependiendo del monto según Ernesto Torres Cantú, Director General de Grupo Banamex, aunque no menciona su promedio de crédito. (Juárez, 25-07-2016)

Los datos anteriores de tasas de interés se tomarán en cuenta para cálculos posteriores.

A. ALZA DE TASA EN MÉXICO PRIMER SEMESTRE DEL 2016.

Es uno de los factores que afectan al gremio cervecero artesanal, todo debido a la crisis petrolera que ya describimos con anterioridad y que ha afectado a nuestra moneda el peso mexicano, hay diversos instrumentos para regular la salida de capitales golondrinos y que demanden dólares apostándole en contra del peso, esto es darle certidumbre a los inversionistas extranjeros para que sigan manteniéndose en nuestro país y no emigren principalmente a los instrumentos de deuda norteamericanos, que indirectamente afectan las variables que conforman el CCPP (costo de capital promedio ponderado) como son la prima de riesgo, que veremos en el próximo capítulo.

La república mexicana al depender del petróleo le afecta la sobre oferta de crudo mundial y las reformas energéticas mal planteadas o inviables. Por lo mismo la única forma de fondearse si ya no recibirá los ingresos de PEMEX es aumentar impuestos como a las gasolinas y dos formas para evitar mayor depreciación de la moneda son subastas diarias, que podrían poner en riesgo las reservas internacionales que de igual forma dan certidumbre al riesgo país, y la otra forma sería elevar las tasas de interés paulatinamente, como ya mencionamos, aunque el gobierno las ha elevado de forma continua y parecen no tener un efecto deseado en apuntalar la moneda ya que el dólar se sigue elevando, y pasamos de una tasa en diciembre del 2015 del 3% a una tasa del 4.25 % al mes de julio del 2016.

Por lo cual las tasas de interés de tarjetas de crédito, de automóviles, hipotecas y las que nos interesan las tasas de crédito PYMES, el cálculo de cuanto aumentarán depende de cada institución bancaria, pero sin dudarlo afectará directamente a créditos que no sean tasa fija y esto hará que tu CCPP se eleve y sea más costoso el pago de las obligaciones en general, ya que si el banco sube los intereses los acreedores los subirán de igual forma en relación a sus beneficios.

De igual forma hablando del alza de precios de las gasolinas que se mencionó en los párrafos anteriores, es un impacto directo al precio final de la cerveza, lo cual la

encarece aún más. Y no solamente este producto sino en general y provoca una mayor inflación, aunado a las medidas de contingencias ambientales en ciertas ciudades del país mal implementadas que de igual forma impactan a los clientes finales.

CAPÍTULO 3: MÉTODOS TRADICIONALES DE VALUACIÓN DE EMPRESAS, WACC

3.1 COSTO DE CAPITAL

Cuando los inversionistas dan fondos a una compañía, ellos esperan que ganen un rendimiento esperado por ellos. Ahora desde el punto de vista de la compañía, el rendimiento que esperan es el costo de haber usado los fondos y dicho evento recibe el nombre de costo de capital.

Existen diversos factores que pueden influir en el costo de capital como lo son las tasas de interés en cierto mercado, las políticas locales, así como las políticas gubernamentales regulatorias y fenómenos externos al país que afecten su perspectiva de riesgo

Las decisiones más importantes en los negocios requieren de capital, para así poder llevar a cabo sus operaciones finales. (Ehrhardt, 2007).

El costo de capital, también llamado costo de oportunidad requiere de una tasa de descuento la cual descontara el valor de los flujos de efectivo a valor presente, por parte de los accionistas o de entidades bancarias o de crédito tendrán un costo de oportunidad, el cual es el rendimiento que dejaría de ganar si invirtiera en otro proyecto o empresa con el riesgo similar.

El costo de capital estará integrado por cuatro elementos.

1. El crecimiento sostenido y generalizado de los precios (inflación):

Utilizando el índice de precios al consumo el cual se deriva de la canasta básica, obtenemos una tasa porcentual de variación a la cual se le denomina tasa de inflación y que se ocupara para los ejercicios posteriores. (O'sullivan, 2003)

Para el desarrollo del caso se usará un promedio de las ultimas inflaciones para así determinas una inflación más estable, teniendo como resultado un 4.09% de inflación. Como nos menciona el autor O'sullivan para economías emergentes con

una inflación de un solo dígito se puede decir que está bajo control de su banco central y al estar a niveles de menos de 5% es casi imperceptible como para aplicarle metodologías de economías emergentes volátiles como las que menciona Copeland (2000) o el CFA (2010)

2. La tasa libre de riesgo real, que es la diferencia entre el mayormente usado Cete y la inflación.
3. El riesgo de la empresa, sino es posible se puede usar el riesgo país.

Es el riesgo sistémico que tiene la empresa por el mismo hecho de operar, ya que dada su naturaleza de cada sector tiene diferentes riesgos como en el sector cervecero pueden ser:

- Alza en el precio del dólar
- Alza en la tasa impositiva
- Disminución o desabasto de insumos. Etc.
-

Cuando un sector es pequeño, o no es representativo dentro de una economía o gremio se tienen que tomar otro parámetro de alguna empresa parecida en su operación a la que está en objeto de estudio, se tiene que sacar su riesgo de la empresa que tenga datos públicos y de allí se aplican formulas con datos contables de la empresa en cuestión para determinar lo más exactamente posible dicha incógnita. (O'sullivan, 2003)

4. Rendimiento deseado por los inversionistas.

Es aquel rendimiento que esperas recibir a cambio de invertir en un proyecto determinado, por ejemplo:

Se tiene 1 millón de pesos para poder invertir y así generar rendimientos que me beneficien a futuro, ofrecen invertir en un proyecto de una empresa llantera que me da al año un rendimiento del 10%, el banco menciona que por invertir con él en sus instrumentos ofrece al año 8%, el gobierno ofrece al mismo plazo de tiempo 4% libre de riesgo, y una inflación del 3%, Sin dudarlo se podría ir por la empresa llantera que ofrece 10%, pero se debe determinar el riesgo que su operación conlleva, como alguna nueva ley que impida vender llantas contaminantes y de las cuales la

empresa llantera tenga en sus inventarios la mitad de estas llantas, o talvez un desabasto de cierto tipo de llantas o defectos que tengan las mismas, lo que hace que esta empresa tenga un riesgo del 5%, ahora disminuye este porcentaje del 10% que daba en un inicio al 5%, lo cual es menor a lo que el banco ofrece.

El banco tiene riesgo de que sus instrumentos este año no tengan el rendimiento que ellos ofrecen si es a tasa variable, y talvez al final solo den rendimientos por 6% y los instrumentos libres de riesgo darán 4% siempre, dentro del ejemplo, (a menos que desees sacar tu dinero antes del plazo que en ese caso sería menor al rendimiento prometido), ahora hay que quitar el factor de la inflación y todas las tasas estarán del 2 al 1% de ganancia. Así que se determinara si estos rendimientos satisfacen al inversionista ya teniendo en cuenta estos factores antes mencionados.

Para calcular la tasa de descuento que se utilizara para evaluar las inversiones, se utilizara la metodología el costo de capital promedio ponderado (Villanueva, 2008)

Si bien existen diversos métodos que se consideran para realizar una ponderación, se pueden ocupar tanto valores contables como valores de mercado. Para la Valuación de las cervecerías no se pueden tomar valores de mercado, ya que ninguna cervecería en el país, incluso las comerciales dejaron de cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores al momento de ser adquiridas o fusionadas por las grandes transnacionales como Anheuser Busch y Heineken, por consiguiente, las cervecerías regionales y artesanales, están muy lejos de poder cotizar en la bolsa.

Algunos requisitos para estar en la Bolsa Mexicana de Valores son:

1. Contar con un capital de 20 millones de UDIS, lo que equivale a 90 millones de pesos, algo sumamente irreal para que las compañías cerveceras mexicanas puedan participar de este tipo de financiamiento y un par de cervecerías regionales que alcanzan esta cifra no tienen la intención de pertenecer a la bolsa.
2. Así como estar al pendiente de los pagos de impuestos, y de seguro social para los trabajadores.
3. Tener 3 años de ganancia consecutiva sin reportar pérdidas en sus estados financieros auditados, Etc.

Después de analizar los datos y seleccionando el sistema más apropiado para la ponderación se aplica la siguiente formula:

TABLA 3.1. COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

$$CCPP = (\%PLP * K_{plp}) + (\%AP * K_{ap}) + (\%AC * K_{ac})$$

(2008, Valuación de Empresas)

%PLP: significa el porcentaje de la deuda “bono” a largo plazo

%AP: proporción de las acciones preferentes

%AC: proporción de las acciones comunes en la estructura de capital

K_{plp}: costo de los pasivos o K_d

K_{ap}: costo de las acciones preferentes o R_{ap}

K_{ac}: costo de las acciones comunes, K_e o CAPM

Los % de proporción de la estructura de capital debe dar 1. Ya que es la totalidad de dicha estructura de la empresa y con lo que se está financiando. Es decir, el 100%.

En una compañía si los tenedores de acciones fueran los únicos que aporten dinero entonces el costo de capital de dicha empresa seria el mismo que la tasa requerida de dichas acciones. Pero la mayoría de las empresas buscan financiamiento diversificado, por consiguiente, no solo manejan acciones sino también otros instrumentos que le den un financiamiento óptimo mezclando dichos instrumentos y así cada componente tiene diversa tasa de costeo.

Y así los factores que influyen en un costo de capital promedio ponderado son: Las decisiones de financiamiento, las tasas de interés, riesgo de la compañía y el riesgo de mercado. Y para esto iremos desglosando cada parte de la formula.

TABLA 3.2. COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

| Ingresos por ventas | Costos de operación e impuestos | inversiones requeridas en las operaciones | Decisiones de Financiamiento | Tasas de intereses | Riesgo de la compañía | Riesgo de mercado |
|---------------------|---------------------------------|---|------------------------------|--------------------|-----------------------|-------------------|
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |
| | | | | | | |

-

$$Valor = (FEL_1 \div (1 + CPPC)^1) + (FEL_2 \div (1 + CPPC)^2) + (FEL_3 \div (1 + CPPC)^3) + \dots + (FEL_n \div (1 + CPPC)^n)$$

(2007. Finanzas Corporativas)

3.2 COSTO DE DEUDA. $I \times (1-T)$

Para estimar el costo de la deuda se determina la tasa de rendimiento que los tenedores están exigiendo a lo cual se llamara r_d o k_d , que en la teoría se ve sencillo su cálculo, no lo es, ya que en la práctica las empresas manejan diversos tipos de deuda como lo son la deuda tradicional, la deuda convertible, los fondos de amortización con deuda o sin ella. Y para lo cual requieren un cálculo independiente.

Por ejemplo, si una empresa cervecera emitiera un bono tradicional a una tasa de 4% a cierta fecha y con pagos cada año, el valor (r_d) sería del 4%, esta tasa se llama costo de deuda marginal y que tal vez no corresponda a la tasa promedio total de la deuda emitida por la cervecería, Que con anterioridad talvez haya emitido deuda con otras tasas por ejemplo del 3% o del 6%.

Ahora el costo de la deuda es $r_d \times (1-T)$, donde la T son los impuestos, lo que en su conjunto es lo que se apreció en el párrafo anterior incluyendo el efecto de los impuestos, ya que son deducibles a los intereses, así la T es el impuesto marginal de la compañía. (Ehrhardt, 2007).

Esta valuación es muy importante en el gremio cervecero mexicano, ya que no existen compañías de dicho giro cotizando en la bolsa de valores, así que no podemos sacar el costo de acciones comunes para el público en general, pero se tomaran datos de una cervecería del sector para utilizarlos como referencia o benchmark, en su terminología en inglés.

En general la fórmula se encuentra en inglés de la siguiente forma: $K_d = i \times (1-t)$

Ejemplo:

La empresa de refrescos “Coquita” emite un instrumento de deuda a cierto tiempo por 1 millón de pesos, y a una tasa de interés del 8%, y en México el ISR es del 30% ¿Cuál es su K_d ?

$$K_d = 0.08 \times (1-0.3) = 0.056 = \mathbf{5.6\%}$$

El 5.6% es lo que te cuesta tener una deuda con tus acreedores ya quitando el factor fiscal, y dicho dato forma parte del CCPP y que usaremos para los ejemplos consecutivos de este capítulo.

3.3 COSTOS DE LAS ACCIONES PREFERENTES RAP

Los dividendos de las acciones preferentes no son deducibles de impuestos por lo cual el costo de capital no disminuye algún efecto fiscal y el costo es el total que se tiene que pagar, para evitar que tengan una vida permanente se manejan dentro de un fondo de amortización para darles una caducidad.

Para sacar su cálculo es necesario contar con el costo de la acción preferente que es el mismo que el del dividendo preferente (D_{ap}) el cual se divide entre el precio neto de la emisión (P_n) el cual recibe la compañía después de haber deducido los costos de flotación.

TABLA 3.3. COSTO DE UNA ACCIÓN PREFERENTE

$$R_{ap} = D_{ap} \div P_n$$

(2007. Finanzas Corporativas)

3.4 BETA APALANCADA Y DESAPALANCADA DE UNA EMPRESA.

La beta mide el riesgo sistémico no diversificable de una acción la cual es la beta apalancada, la beta desapalancada es el riesgo de los activos. (Fernández, 2008)

Para obtener la beta en el caso de una acción en una empresa pública, tomaremos como referencia los precios mensuales de dicha acción durante un periodo de tiempo de aproximadamente 6 años, y de igual forma para el índice donde cotiza dicha acción.

Paso siguiente a ambos rangos de datos se obtienen sus rendimientos, y en una tabla de datos se determina la pendiente de ambos rangos de rendimientos juntos, lo cual dará la beta apalancada, y que se representa en una gráfica de dispersión con una línea de tendencia. (Fernández, 2008)

La Beta Apalancada proviene de una técnica estadística conocida como análisis de regresión, y no es más que la estimación por mínimos cuadrados ordinarios del parámetro beta de la recta de regresión.

Se puede cuantificar la relación entre la rentabilidad de las acciones de una empresa y su índice, calculando la pendiente de la recta que se ajuste a los puntos que se encuentran en la gráfica. Esto es en sencillas palabras la beta es la “m” en la fórmula básica de la recta. ($Y=mx+b$)

Puede arrojar betas tanto positivas como negativas, así como de cero. Una beta positiva de 1 significa que tiene el mismo riesgo que el sector, si la Beta es mayor a 1 significa que magnifica el comportamiento del índice, ejemplo:

Beta = 1.5 y el mercado dio un rendimiento de 5% significa que la empresa tuvo un rendimiento de: $1.5 \times 5 = 7\%$

Una beta cercana a 0 significa que tiene menor riesgo que el sector y una beta negativa, muestra un riesgo totalmente opuesto al sector, lo cual quiere decir que si el mercado en general gana 10% el negocio perderá 10%.

Para desapalancar la beta debemos de tomar la deuda y el activo de la empresa que estamos evaluando y aplicamos la siguiente formula.

TABLA 3.4. BETA DESAPALANCADA

$$\beta_u = \beta_e * [1 + (1-t)(D/E)]^{-1}$$

Fuente: (CFA, 2010)

En la formula anterior los datos son los siguientes:

t: taxes o impuestos

D: deuda

E: Capital o en ingles equity

Beta e: es la beta apalancada

Beta u: beta desapalancada

La diferencia que nos da la beta apalancada y la desapalancada es el riesgo financiero que existe para dicha empresa, esto es la beta apalancada es una medida del riesgo sistémico ya que se calcula por medio de la comparación entre el precio de la acción histórica de una empresa frente a la evolución histórica del índice madre de dicha acción, quitándole el factor que tiene sobre ella los impuestos.

Ejemplo:

Tomaremos una pequeña serie de datos:

TABLA 3.5 RENDIMIENTOS “LA COQUITA”

| Fecha | Coquita | IPC BMV | Rend Coq. | Rend IPC |
|-------|---------|---------|-----------|----------|
| 2006 | 42 | 20000 | | |
| 2007 | 43 | 20100 | 2.4% | 0.5% |
| 2008 | 44 | 22060 | 2.3% | 9.8% |
| 2009 | 45 | 23060 | 2.3% | 4.5% |
| 2010 | 46 | 24000 | 2.2% | 4.1% |
| 2011 | 47 | 25800 | 2.2% | 7.5% |
| 2012 | 48 | 26100 | 2.1% | 1.2% |

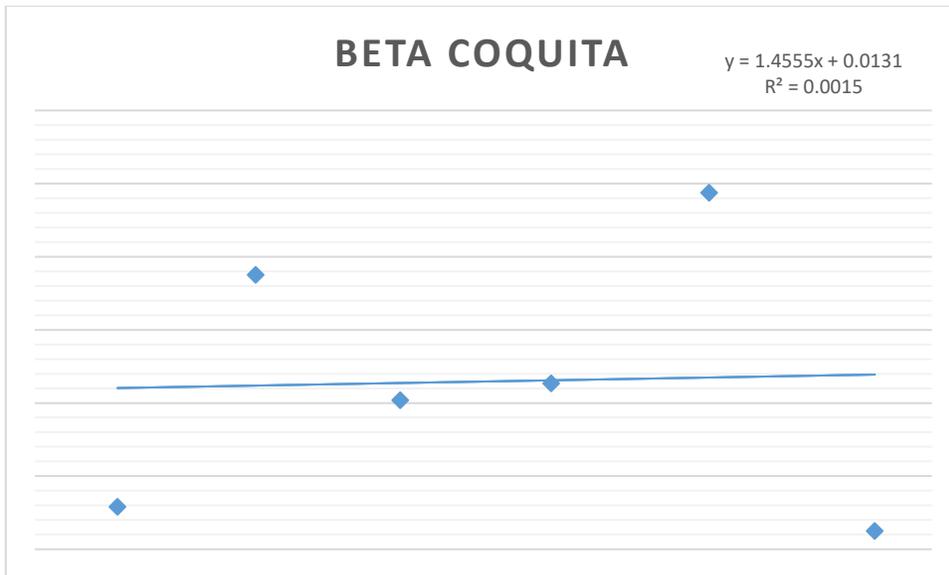
Los rendimientos se obtuvieron por medio de la formula clásica $Rend=(Pf/Pi)-1$.

Pf: es el precio final.

Pi: el precio inicial

Ahora por medio de una hoja de cálculo se obtendrán los rendimientos y se graficara usando el estilo de grafica de dispersión, mostrando la formula $f(x)$ para que observemos lo que importa para el objetivo de la investigación que es la pendiente de la recta que se forma de la pendiente de la dispersión.

TABLA 3.6 BETA “LA COQUITA”



Al dar el Excel la fórmula de la recta $Y = Mx + b$ se escoge la pendiente lo cual es igual a la beta apalancada lo que es $Mx = \text{beta apalancada} = 1.455$, teniendo que hacer hincapié que para que el dato sea mayormente confiable usamos 60 precios de una acción y del IPC. Como ya mencionamos con anterioridad al darse una beta arriba de 1 significa, que multiplica el comportamiento del IPC en .45 veces.

La beta desapalancada no sirve para el cálculo del riesgo de la empresa ya que viene sesgada por el riesgo sistémico, así que se ajustará, para el ejemplo de la “Coquita” tendrá una deuda de 1 millón de pesos y capital contable por 2 millones de pesos.

Usando la fórmula de la beta desapalancada quedaría lo siguiente:

$B_u = 1.455 / [(1 + (1 - 0.3) * (1,000,000 / 2,000,000))] = 1.077$ ya como beta desapalancada (riesgo del negocio propio) la cual ocuparemos para cálculos posteriores, su diferencia es el riesgo financiero entre la beta apalancada y la desapalancada.

3.5. BETA EMPRESA NO PÚBLICA.

Cuando queremos conocer una beta de una empresa no pública, es decir una empresa que no cotiza en bolsa de valores, tendremos que hacer un análisis

horizontal, también llamado en inglés, Benchmarking, usando a otra empresa del mismo sector comercial que la nuestra, para sí poder compararla con la que tenemos y que dicha empresa si cotice en bolsa.

TABLA 3.7. BETA DESAPALANCADA EMPRESA DE REFERENCIA

$$\beta_U \approx \left[\frac{1}{1 + (D/E)} \right] \beta_E$$

(CFA, 2010).

Donde la β_E : es la beta que te da los precios históricos.

D: es la deuda total que tenga la empresa de referencia

E: es el tamaño del capital contable de la empresa de referencia.

β_U : es la beta desapalancada de la empresa de referencia.

Ahora tomando los datos de la empresa de referencia dará un resultado que se ocupará en la siguiente formula.

Tabla 3.8 Beta Empresa objetivo.

$$\beta'_E \approx [1 + (D'/E')] \beta_U$$

(CFA, 2010).

En donde la D' : es la deuda de la empresa objetivo.

La E' : es el capital o Equity en ingles de la empresa objetivo.

La β_U : es la beta desapalancada de la empresa del sector que si es pública.

β'_E : es la beta desapalancada de la empresa objetivo.

Con esta información podemos realizar el cálculo de la beta sin necesidad que la empresa de estudio cotizando en algún índice bursátil.

Tomando nuevamente el ejemplo de la refresquera “Coquita” si dicha empresa no cotizara en bolsa y no se hubiera podido obtener la beta como en el ejemplo anterior usaremos las fórmulas para empresas no públicas, lo que es lo mismo que no publican su información financiera o que no cotizan en alguna bolsa de valores.

Para lo cual necesitaremos una empresa que, si cotice que sea pública del mismo sector, si la “Coquita” es del sector refrescos podemos agarrar una empresa como Coca Cola Femsa que es del mismo ramo y basarnos en sus datos.

Si Coca Cola Femsa tuviera una beta desapalancada de **1.32** ya obtenidos con la regresión y la gráfica de dispersión y utilizando la fórmula para desapalancarla. Usando los datos de deuda y capital de la Coquita dados anteriormente se obtendría:

$$\beta_e = 1.32 / (1 + (1,000,000 / 2,000,000)) = \mathbf{0.88}$$

con este dato se puede ya trabajar la beta y seguir en el camino hacia el costo del capital o en inglés CAPM o K_e .

3.6.COSTO DE LAS ACCIONES COMUNES O K_e .

El cálculo del costo de las acciones comunes o costo del capital propio, es en las empresas publicas uno de los datos más relevantes ya que estas empresas se fondean en altos porcentajes por medio de la bolsa de valores, por lo cual su costo de deuda es muy bajo, incluso en muchos casos casi despreciable o nulo. De aquí es donde sale el mayor peso del costo del capital promedio ponderado, y se puede calcular por medio de la fórmula del CAPM.

TABLA 3.9 K_e O CAPM PARA PAÍSES EN DESARROLLO

$$CAPM \text{ o } K_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_{país}$$

(Copeland, 2000).

La fórmula anterior esta modificada para el riesgo en un país emergente o en desarrollo, dicha fórmula se ocupará para países en donde su inflación llega a alcanzar los dos dígitos como por ejemplo varios países de Sudamérica que han alcanzado inflaciones o inestabilidades muy fuertes, aquí podemos apreciar los siguientes datos:

K_e : costo de capital o equity.

R_f : es la tasa libre de riesgo tomada de los bonos soberanos del país donde se encuentre la empresa en cuestión, por ejemplo, en México se puede tomar los cetes

a 28 días, o un bono anual, será su tasa de rendimiento al vencimiento la tasa que se pondrá como libre de riesgo.

La β : es la beta desapalancada que hemos estado utilizando en formulas anteriores para la empresa en estudio u objetivo.

R_m: significa riesgo de mercado, es aquel riesgo sistémico que se encuentra en la bolsa donde cotiza la empresa objetivo, por ejemplo, en México sería el riesgo sacado por medio de los rendimientos del IPC.

Riesgo país: El riesgo país es un indicador sobre las posibilidades de un país emergente de no cumplir en los términos acordados con el pago de su deuda externa, ya sea al capital o sus intereses; cuanto más crece el nivel del "Riesgo País" de una nación determinada, mayor es la probabilidad de que la misma ingrese en moratoria de pagos o "default", así como el riesgo país determina que tanto le ha afectado el riesgo devaluatorio, que en la república mexicana es lo que afecta, ya que la inflación es menor a 3% pero la devaluación en lo que va del 2016 ha sido de 6.6% tomando de enero a mayo. (economía.mx, 2016).

Hay empresas calificadoras de los países que pueden darte calificaciones dependiendo de tu capacidad de pago de las obligaciones y que tan viable es invertir en dichos países. Como dato, estas empresas castigan a los países que consideran los gobiernos a los que pertenecen estas empresas que son contrarios a sus ideologías e intereses, como forma de presión económica y de igual forma los países en donde se encuentran dichas casas calificadoras son beneficiados por ellas mismas, como es el gobierno de Estados Unidos, que tiene un gran problema de solvencia y que ha estado a punto de caer en default, pero su calificación es la más alta "AAA", y el cual se ha estado apalancando con más deuda que compran gobiernos asiáticos como China.

Algunos ejemplos de estas casas calificadoras son Moody's y Standard & Poor's, cada una de ellas tiene su propio sistema de recolección de datos y Valuación del país. Pondremos a continuación las calificaciones de la empresa Moody's.

TABLA 3.10 CALIFICACIONES SEGÚN MOODY'S

| Escala de calificación global de largo plazo | |
|--|---|
| Aaa | Las obligaciones con calificación Aaa se consideran de la más alta calidad y están sujetas al riesgo crediticio mínimo. |
| Aa | Las obligaciones con calificación Aa se consideran de alta calidad y están sujetas a un riesgo crediticio muy bajo. |
| A | Las obligaciones con calificación A se consideran de grado intermedio-alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo. |
| Baa | Las obligaciones con calificación Baa se consideran de grado intermedio y están sujetas a un riesgo crediticio moderado, por lo que pueden presentar ciertas características especulativas. |
| Ba | Las obligaciones con calificación Ba se consideran especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio considerable. |
| B | Las obligaciones con calificación B se consideran especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio alto. |
| Caa | Las obligaciones con calificación Caa se consideran especulativas con mala reputación y están sujetas a un riesgo crediticio muy alto. |
| Ca | Las obligaciones con calificación Ca son altamente especulativas y es probable que estén en incumplimiento o que estén a punto de estarlo, con cierta perspectiva de recuperación de capital e intereses. |
| C | Las obligaciones con calificación C presentan la calificación más baja y suelen estar en incumplimiento, con poca perspectiva de recuperación de capital e intereses. |

Fuente: (Moody's, 2015).

El banco de México y la secretaria de Hacienda y crédito público utilizan la medición de la casa calificadora J.P Morgan, la última cifra actualizada al 5 de junio del 2016 el riesgo país de México es de 221 puntos base lo que significa para nuestra formula anterior que es 2.21% el riesgo país.

Para nuestro caso tomaremos la siguiente fórmula para determinar el Ke.

TABLA 3.11. KE O CAPM PARA NUESTRO ESUDIO

$$Ke = Rf + (\beta * Rp)$$

(Copeland, 2000).

Donde los datos de la formula son los mismos.

El Rp: es la prima de riesgo que se determina, el riesgo sistémico o del índice menos la tasa libre de riesgo del país.

Ejemplo, tomando a la refresca “Coquita” hacemos una tabla con los datos del IPC vs los Cetes a un año para su comparación en este caso, deben ser del mismo periodo de tiempo.

TABLA 3.12

| Fecha | IPC | | Cetes |
|----------|-------|------|-------|
| 2006 | 20000 | | 3.50% |
| 2007 | 20100 | 0.5% | 3.20% |
| 2008 | 22060 | 9.8% | 3% |
| 2009 | 23060 | 4.5% | 3% |
| 2010 | 24000 | 4.1% | 3.50% |
| 2011 | 25800 | 7.5% | 3.80% |
| 2012 | 26100 | 1.2% | 4% |
| promedio | | 4.6% | 3.43% |

Fuente: propia.

Se saca su rendimiento al IPC y al final promediamos sus rendimientos, de igual forma los Cetes sacamos su promedio. Y utilizamos la formula $R_p = 4.6 - 3.43 = 1.16\%$

Ahora se tomará la formula completa de la $K_e = 3.43 + (1.077 * 1.16) = 4.68\%$

Estamos tomando la Beta de la Coquita como si cotizara en la bolsa de valores la cual salió ligeramente diferente a la beta si no fuera pública.

3.7. CAPITAL BURSÁTIL.

Debemos tener muy en claro la función de una emisión de acciones en una bolsa de valores y que existen 2 tipos de mercados dentro de dicha emisión.

Cuando una empresa emite una acción en una bolsa de valores de cualquier país, entra al mercado primario y al secundario. Un mercado primario es un mercado donde se emiten nuevas acciones. En él los recursos que se obtienen por la venta de valores nuevos influyen de los ahorradores finales a los inversionistas finales en activos fijos. (James, 2002) en donde el autor nos menciona que es un mercado en donde van las empresas a emitir por primera vez sus acciones con el fin de obtener recursos para nuevos activos, es la única forma de fondearse directamente.

En el mercado secundario se compran y venden valores existentes. Las operaciones realizadas con este tipo de valores no aportan fondos adicionales para financiar inversiones de capital. (James, 2002) esto es lo que se le denomina en inglés "Trading" en las bolsas de valores, es la negociación que se hace diario, donde todos los que tenemos la capacidad podemos invertir para tener rendimientos conforme a la evolución de un precio y que en su conjunto mueven el índice de una bolsa, en nuestro país llamado IPC.

Y este último mercado nos interesa para el Capital de Bursátil, ya que en el ejemplo de la "Coquita" si dicha empresa tiene en libros en su rubro Capital Contable 2 millones de pesos y si dicha empresa emitió 100 mil acciones, con las cuales se financio tomando como datos los del tema 4.3 de 48 pesos la acción en el 2012, entonces tiene un valor totalmente distinto al de sus libros contables, para el mercado bursátil esa empresa vale $48 \times 100,000 = 4,800,000$ pesos. Lo cual es muy diferente a su valor contable. Y basándonos en el libro del CFA de Equity Asset Valuation en la pag 76 nos menciona que no se toman los valores del libro contable sino de mercado, este dato se usara para el cálculo del CCPP.

Por consiguiente, ya tenemos todos los datos para realizar el CCPP de nuestra empresa de ejemplo la Coquita para que veamos y entendamos para que nos sirven tantos cálculos, no nada más en la investigación del gremio cervecero sino de cualquier empresa consolidada.

Tomaremos la fórmula para el CCPP que habíamos mencionado con anterioridad en esta tesis:

$$CCPP = (\%PLP * K_{plp}) + (\%AP * K_{ap}) + (\%AC * K_{ac})$$

Ahora la desarrollaremos, para facilitar su uso ya a simple vista parece compleja y usaremos la siguiente fórmula que es lo mismo, pero con los porcentajes de deuda y capital definidos usando los datos que calculamos anteriormente.

TABLA 3.13

$$CCPP \text{ o } WACC = K_e * (D / (D + E)) + K_d * (D / (D + E))$$

Fuente: propia

En la última fórmula estamos quitando el efecto de las acciones preferentes, ya que tanto en nuestro ejemplo como en el gremio objetivo de este estudio no vienen mencionadas dichas acciones preferentes.

Retomando a la “Coquita” tenemos un costo del capital o K_e de 4.68%

Un costo de la deuda o K_d de 5.6%

Una deuda de 1,000,000

Y un capital de 4,800,000 que son del cálculo del capital bursátil o comercial de la empresa.

Con estos datos ya en la fórmula quedarían:

CCPP=

$$4.68\% * (1,000,000 / (1,000,000 + 4,800,000)) + 5.6\% * (1,000,000 / (1,000,000 + 4,800,000))$$

$$= 5.44\%$$

El dato anterior es el CCPP o WACC nos indica el costo a mi como empresa de mis obligaciones ya en su conjunto. El dato igualmente nos ayuda a saber si tenemos muchas obligaciones costosas y estamos desaprovechando nuestro financiamiento de menor costo, la deuda siempre costará más que la emisión de acciones, ya que

los acreedores van a pedir más que el riesgo de mercado. En este caso sería conveniente aumentar las acciones y pagar con ese ingreso las deudas.

3.8. VALUACIÓN DE EMPRESAS EN MERCADOS EMERGENTES.

Los mercados emergentes tienen diferentes factores que afectan a sus empresas para poder realizar una valuación de las mismas, como lo son:

1. El factor de la inflación en el análisis financiero y los flujos de efectivo pronosticados.
2. Como medir correctamente el impacto de la inflación y la tasa de interés
3. Los riesgos propios de dichos países emergentes (Copeland, 2000).

La inflación es uno de los principales problemas, ya que en los mercados emergentes la inflación puede llegar a ser de casi el 8%, un factor que afecta directamente a los estados financieros, distorsiona las razones financieras o los múltiplos.

Es un problema en la mayoría de los países, ya que al no ajustar sus estados financieros se ven distorsionados los activos y los pasivos, como la máquina, planta y equipo.

Hay tres métodos para ajustar o quitar la distorsión que puedan tener los estados de resultados de una empresa y son los siguientes:

- a) Flujo descontado con diferentes pesos y probabilidades de escenarios, con el costo de capital que excluya la prima de riesgo del país.
- b) Flujo descontado con el riesgo país adherido al costo de capital.
- c) Ajustarse con una empresa pública del mismo sector que el nuestro.

Afortunadamente para las tasas de inflación que el país está teniendo en los últimos años, no se requieren de grandes ajustes, en comparación con Brasil o Colombia. (Copeland, 2000)

Para nuestra investigación tomaremos una empresa pública del sector cervecero y la compararemos su riesgo para poder determinar el riesgo de nuestra empresa ya que no cotiza en bolsa. Y tomaremos la tasa libre de riesgo de Estados Unidos y de

México para hacer con mayor exactitud el cálculo sin tantas distorsiones ya antes mencionadas.

La siguiente fórmula se ocupa para los inversionistas extranjeros que tengan sus intereses en moneda extranjera.

TABLA 3.14 RISK PREMIUM MONEDA NACIONAL

$$Rp\ m.n = (1+Rp\ Mex\ USD)*(1+Inflacion\ Mex/1+inflacion\ USA)-1$$

(CFA, 2008)

Rp m.m: riesgo país México en moneda nacional

Rp MEX USD: riesgo país México en USD.

Otra forma muy sencilla por si no tenemos los datos en moneda extranjera es la fórmula clásica de Rp con los datos del país en donde se realiza el estudio. Que es la diferencia entre riesgo de mercado menos el riesgo país. Por ejemplo, en México sería un promedio de una serie del IPC, mensuales menos el promedio de una serie en los mismos años que el dato del IPC, del Cete, pero a 360 días y nos daría una tasa la cual es la prima de riesgo que buscamos.

Así podemos usar la fórmula mencionada en el tema 3.3 para tener datos mayormente precisos para el estudio que se requiera.

Este tema lo mencionó en el ejercicio ya que, aunque en nuestra nación sea mínimo el riesgo país, hay países de Latinoamérica donde es obligatorio hacer el cálculo ya que sus inflaciones y riesgos son altísimos, por lo cual se necesita hacer dicho ajuste para poder tener un CCPP sin sesgos.

CAPÍTULO 4: DESARROLLO DE LA VALUACIÓN EN EL GREMIO CERVECERO

Durante los años 80s los cambios tan dinámicos que se dieron, trajeron consigo mismo nuevas necesidades para valorar una empresa, ya que los antiguos métodos no reflejaban el crecimiento y el verdadero valor de una compañía, así como nuevas estrategias que se daban en fusiones o adquisiciones estratégicas y agresivas, por parte de una empresa hacia otra en otra región del mundo que le daría cierta posición en ese nuevo mercado.

Al igual que el drástico incremento en el uso de las opciones del mercado, porque significaban una mayor protección, certidumbre y un aumento en el valor de la empresa tomando en cuenta proyecciones futuras del costo de la acción. (Copeland, 2000).

Va muy de la mano la valuación con la tarea del administrador financiero, el cual es maximizar el valor del dinero o de la compañía, por eso mismo los métodos de valuación son muy importantes en la época actual, para saber si se está realizando una buena labor o no se aprovechan de forma efectiva los recursos contables o administrativos.

Se encuentran muchos modelos para la valuación de empresas, depende del tipo de operación, la información, el interesado, y el mercado en el que se desarrollen las empresas a valorar. Todo esto para tener una toma de decisiones con un margen de error mínimo en relación a fusiones, aportes de capital, alianzas estratégicas, Etc.

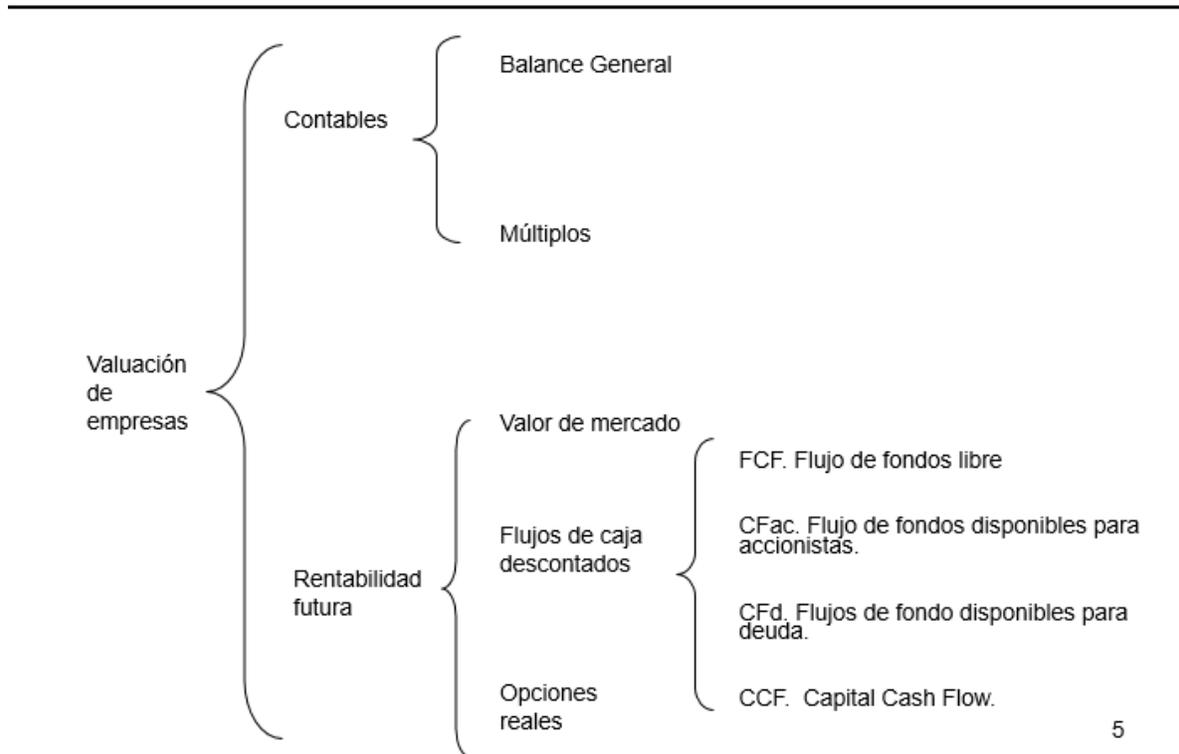
Aunque muchos autores muestran distintos puntos de vista y para algunos los métodos difieren totalmente o ya están obsoletos. (Rodríguez, 2009).

En el cuadro 4.1. observamos los diferentes tipos de métodos usados comúnmente para la valuación de empresas, desde los métodos contables hasta los métodos de

rentabilidad futura, cuando se usan más de 2 métodos se puede tener una mayor certeza de que la operación a realizar será como se prevé.

CUADRO 4.1. MODELOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

Modelos Valuación de Empresas



(Cartujano, 2008. Valuación de empresas)

Balance General, esta metodología se apoya en el modelo de la partida doble tradicional contable, por consiguiente, el valor de la compañía es el valor del patrimonio. El lado negativo de esta valuación difiere de los criterios del mercado cambiante. (Cartujano, 2008)

La valuación de la empresa por medio de este método será utilizada como una forma rápida de determinar el valor de la empresa, estará desarrollada en este capítulo, para dar un resultado rápido al valor de dicha entidad multiplicado por un factor por las causas ya mencionadas con anterioridad.

Múltiplos, son las comparaciones de los resultados de valoraciones o cálculos de empresas del mismo sector o parecidos con el objetivo de calcular el valor de la

empresa que se desea. Para definir el múltiplo se debe sacar la información disponible dependiendo del sector y el tipo de compañía, uno de los múltiplos más conocidos es la relación precio ganancia, el cual su objetivo es encontrar la cantidad de dinero que se ha invertido por cada peso que está generando la compañía. (Cartujano, 2008)

Para realizar este método se requerirá del anterior que son los estados financieros, y se determinaran los múltiplos que se crean pertinentes para esta tesis, y que se puedan obtener ya que mucha de la información que se recabe no será suficiente para analizar a fondo cierta empresa o empresas.

Valor de mercado por Capitalización Bursátil, es el valor que le dan los inversionistas a una compañía que cotiza en la bolsa de valores de cualquier país. Se calcula dependiendo del valor de la acción en el mercado multiplicada por el número de acciones del mercado, un punto negativo de esta valuación, es que pueden ser erróneos los datos que arrojen las cotizaciones de una acción, ya que se puede sobre valorar o sub valorar, dependiendo de las emociones y de la desinformación de los inversionistas que quieran comprar una acción. Esto hace que se generen burbujas especulativas y no sea una valuación certera. (Rodríguez, 2009).

Para esta investigación este tipo de valuación por bursatilización no es factible, ya que tenemos diversos factores en contra, principalmente que no tenemos ninguna empresa en este sector cotizando en la bolsa de valores, y solo las grandes del duopolio están cotizando más sin embargo se encuentran en las bolsas de sus respectivos países matrices como son Bélgica y Holanda, lo que las hace imposible hacer un estudio individual, todavía antes de la adquisición de Grupo Modelo por parte de la empresa Anheuser Busch, esta si cotizaba en la Bolsa Mexicana de Valores con el nombre de GModelo. Y las empresas regionales y artesanales de este sector con mucho menos razón están cotizando, ya que no lo ven como un método requerido de financiamiento por el momento, aunque es probable que en algunos años las más grandes de estas empresas puedan salir a la bolsa a financiarse de estos recursos que da esta entidad.

El modelo de flujo descontado es uno de los modelos más usados en la valuación de empresas, e incluso es de los primeros enseñado a los nuevos estudiantes de finanzas, el cual determina el valor de cierta empresa por su capacidad de generar el “cash flow” o flujo de efectivo, no tomando las utilidades para dicha valuación. (Saavedra, 2007)

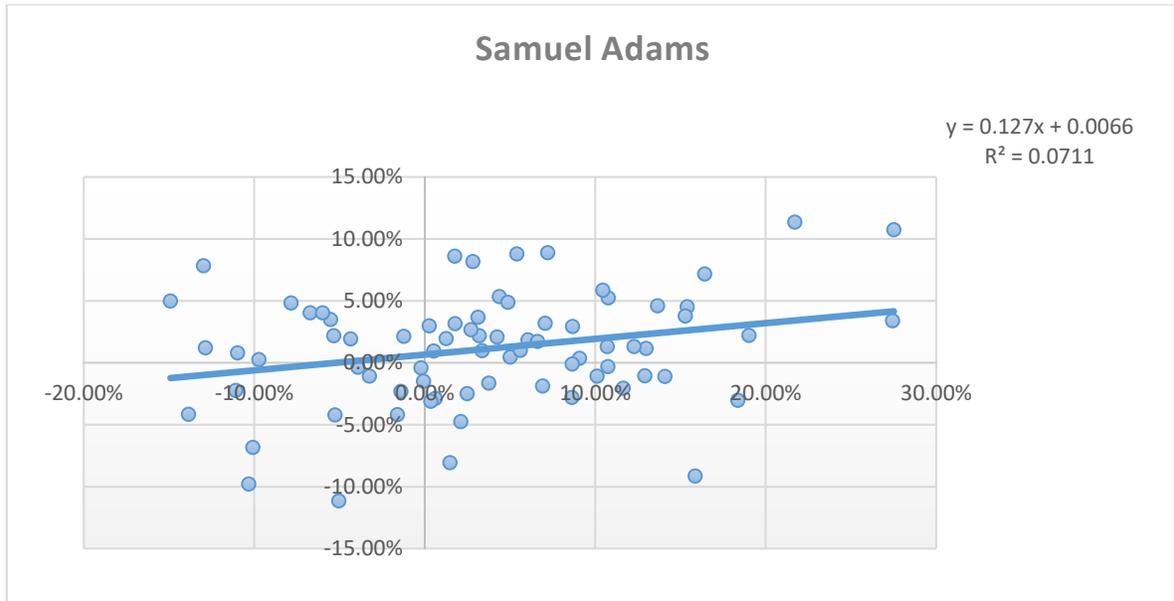
Otro autor nos menciona que el flujo de efectivo es el motor principal para el cálculo del valor de una empresa, de la medición de la rentabilidad de un proyecto de inversión, la planificación de las operaciones, así como el establecimiento de la capacidad real de pago de su deuda, que en estos datos se basan muchas entidades crediticias y bancarias para hacer los préstamos. (Rodríguez, 2009).

Se ocupara principalmente este método de valuación de flujo de efectivo descontado por su relativa sencillez en su cálculo y su fácil entendimiento para personas que no tienen un grado alto de especialización en las finanzas y a los cuales va dirigida esta investigación, se prefiere que sea entendible y practica la tesis para que los interesados y afectados por dicha problemática que se aborda en este documento puedan tomar decisiones sin tener mayores complicaciones y al público en general entienda como está conformado financieramente este sector y su verdadero valor en el mercado mexicano, y se podrá determinar qué tipo de financiamiento sería el más apropiado para empresas del sector que quieran crecer para mantener sus finanzas sanas.

El flujo de efectivo es el hipotético flujo disponible que la empresa hubiera tenido si no mantuviera pasivos. El cual se usa para evaluar la compañía o proyecto de inversión, porque como se ha mencionado mide la generación de valor y no como se divide este mismo entre las fuentes de recursos. Y el cual se va actualizando por medio del costo de capital promedio ponderado o en inglés llamado WACC. (Cartujano, 2008).

Primero determinaremos las betas de ambas cervecerías en comparación, para comenzar propiamente nuestra valuación. Toda la metodología de la investigación viene descrita en el ejemplo del capítulo 3 de la refresquera “Coquita”, para que sea fácil su comprensión.

TABLA 4.2. BETA SAMUEL ADAMS



Tomando como datos de enero del 2009 al primer día hábil del mes de abril del 2015, como podemos observar la pendiente (m) es 0.127 lo que corresponde a la Beta apalancada y la beta desapalancada la obtenemos de la formula antes descrita en el capítulo 4 y el ejemplo de la Coquita. Teniendo los datos de la deuda y del capital del balance general.

TABLA 4.3. BETAS SAMUEL ADAMS

| | |
|--------------------------------|--------------|
| Beta desapalancada | |
| | 01/04/2015 |
| Deuda financiera LP | 0.58 |
| Deudas financieras CP | 68.57 |
| Deuda | 69.15 |
| | 01/04/2015 |
| Equity | 3628.184 |
| Patrimonio neto consolidado | 3628.184 |
| BETA APALANCADA | 0.127 |
| Bu (Riesgo negocio) | 0.126 |
| Diferencia (Riesgo financiero) | 0.002 |

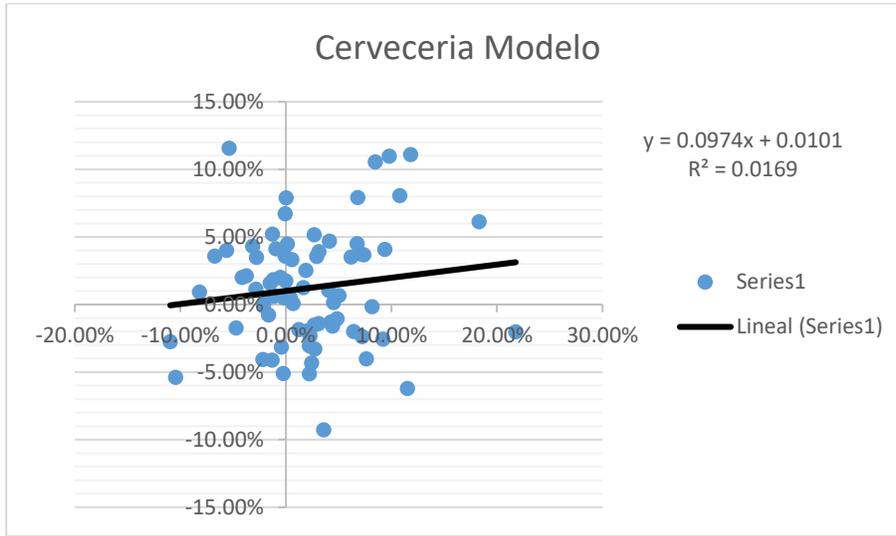
$$Bu = .126 / [(1 + (1 - 0.3) * (69.15 / 3628.184))] = \mathbf{0.126}$$

La Beta apalancada es de 0.127 como lo habíamos comentado, esto significa que, si el mercado en general se mueve, dicha empresa casi no responde a esos movimientos, ya sea de forma negativa o positiva, incluso cuando el mercado cae la empresa cervecera puede tener ganancias ligeras.

La beta desapalancada es del 0.126 ya quitándole el riesgo financiero o sistémico, esto nos quiere decir que al ser su beta muy pequeña la misma beta desapalancada es casi insignificante por lo que se puede determinar que tienen el mismo riesgo al no estar correlacionada con efectos del mercado del Dow Jones, que es donde cotiza esta acción y que su peso en el capital respecto a la deuda es muy superior a la esta última, lo que nos dice que la empresa se financia en un 99% en la bolsa de Nueva York.

Para el caso de la cervecera artesanal de México los datos de las betas son los siguientes.

TABLA 4.4. BETA DE UNA EMPRESA PÚBLICA DEL MISMO SECTOR



Fuente propia.

Para poder determinar la beta de nuestra cervecería artesanal, al no ser pública se requiere de una empresa del mismo giro comercial que si lo sea para poder basarnos en su beta.

Como podemos observar su pendiente (m), lo que es lo mismo su beta apalancada es del 0.0974, es muy similar a la empresa artesanal norteamericana. Ahora los datos que nos interesan son los siguientes usando la misma fórmula de la tabla 3.4 obtenemos lo siguiente:

TABLA 4.5. DEUDA Y CAPITAL DE MODELO.

| | |
|--------------------|-------|
| deuda modelo 2012 | 19703 |
| equity modelo 2012 | 79382 |

$$Bu = .0974 / [(1 + (1 - 0.3) * (19703 / 79382))] = 0.0830$$

Fuente Economatica.

La beta nos da 0.0830 que es desapalancada de la empresa modelo, para poder obtener la beta de nuestra empresa hace falta un paso más, que es usar la siguiente fórmula, la cual es una variante de la fórmula ya vista (3.4) con la cual obtendremos

la beta desapalancada ya de la empresa cervecera artesanal propiamente de estudio.

Tabla 4.6. Formula beta a partir de Bu

$$\beta'_E \approx [1 + (D'/E')]\beta_U$$

Fuente CFA.

En la formula anterior ya los datos de la deuda y el capital son de nuestra cervecería artesanal, y los cuales son los siguientes y que los arroja el balance general, tomando en cuenta que la Deuda que vamos a tomar es a largo plazo, lo que serían cuentas por pagar a largo plazo y otros pasivos a largo plazo.

Tabla 4.7. Beta Cervecería Artesanal de México

| | |
|---------------------------|--------------------------|
| Deuda a largo plazo total | \$ 65,765,976.00 |
| Otros pasivos | \$ 3,000,688.00 |
| total Pasivos LP | \$ 68,766,664.00 |
| Capital Social | \$ 117,140,674.20 |

Sumamos los pasivos para obtener el pasivo total a LP, los datos anteriores se encuentran en el balance general en la tabla 1.14, así que sumamos

Tabla 4.8. suma de pasivos.

| |
|-------------------------|
| \$ 65,765,976.00 |
| \$ 3,000,688.00 |
| \$ 68,766,664.00 |

En la formula 4.6 se escriben los datos de las dos tablas anteriores y queda de la siguiente forma.

$$\beta_e = 0.0830 \times (1 + (68,766,664/117,140,674.20)) = 0.1317246$$

Dando la beta de la cervecería es de 0.1317, como podemos observar con la beta de la cervecera artesanal norteamericana Samuel Adams, sus betas son muy similares, lo cual nos dice que las cervecerías tanto en Estados Unidos y México en riesgo sistémico están similares y que, aunque caiga parte de la economía no se verán afectadas directamente, aunque la cervecera artesanal mexicana es

ligeramente afectada en mayor medida que Grupo Modelo, ya que la beta de grupo modelo es mayormente cercana a cero, un indicador de no correlación.

A continuación, sacaremos el costo de la deuda de la empresa Samuel Adams.

Tabla 4.9 KD Samuel Adams Impuestos

| Consolidado | 12/27/14 | 09/27/14 | 06/28/14 | 03/29/14 | 12/28/13 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ESTADO DE RESULTADOS | | | | | |
| Gastos Financieros | - | - | - | - | - |
| intereses | 0.69 | 0.37 | | 0.14 | 0.18 |
| Resultado antes impuest | 31.35 | 60.31 | 53.94 | 13.25 | 28.95 |
| Impuesto a las gananc | 12.27 | 22.38 | 20.2 | 4.94 | 10.87 |
| tasa fiscal (t) = | 39.14% | 37.11% | 37.45% | 37.28% | 37.55% |

Como en el ejemplo del capítulo 3, se necesitan saber los impuestos equivalentes al ISR en nuestro país, para poder sacar el costo de la deuda, aquí en México es del 30% pero en Estados Unidos varían por cada estado. Así que calculamos por medio de una diferencia entre las utilidades antes y después de impuestos para determinar el porcentaje que se paga y como son trimestrales para sacar el dato anual se hace por medio de un promedio.

Da una tasa fiscal de = **37.71%**

Analizando los reportes anuales de la empresa cervecera Samuel Adams. Se tienen datos variables acerca del pago de sus obligaciones, teniendo en cuenta el reporte anual del año 2015, que se puede encontrar en su sitio web en el área para los inversionistas, nos menciona en la página 17 en el título llamado "Outlook", en español es la perspectiva o pronóstico, que durante el 2015 la tasa fiscal real fue del 37%, mientras en el 2014 fue del 39% y para el 2013 estuvo en 37.5% por lo que se tiene que hacer el promedio antes calculado para obtener una cifra que abarque el periodo de estudio.

Ahora obtendremos de una forma sencilla la tasa de interés que nos cobran. Vamos al balance general y al estado de resultados, en el primero buscamos del último año

(2014) en la deuda a largo plazo y en el segundo pondremos los intereses que se pagaron del mismo periodo (2014)

Tabla 4.10. Tasa de interés deuda 2014 en dólares

| | |
|-------------|--------|
| Intereses | 0.02md |
| Deuda total | 0.53md |
| Tasa i | 3.77% |

Por medio de una división entre los intereses y la deuda total podemos obtener la tasa real que la cervecera norteamericana pago a sus acreedores del **3.77%**, y de hecho la empresa informa en su reporte anual 2014 en la sección de obligaciones de deuda en la página 36, en el título “línea de crédito” que Samuel Adams tiene una opción a línea de crédito hasta por 150 millones de dólares, no menciona la institución que le está otorgando esa facilidad financiera, más sin embargo si nos menciona que maneja una tasa de interés del 3.5% más un plus de ciertos puntos base dependiendo del momento en que se tome la opción del crédito. De allí que corrobora el 3.77% de tasa de interés que mantiene en sus pocas obligaciones.

Como podemos observar en la tabla del costo de la deuda, los impuestos patrimoniales que está pagando la empresa norteamericana son casi 8% arriba de nuestro equivalente que es el ISR, por lo cual podrían ser equivalentes en cierta forma a nuestros impuestos del IEPS que son sumamente elevados, así que este tema puede ser politizado por algunos grupos conforme a sus intereses, ya que un impuesto al patrimonio elevado como en EUA para los mexicanos seria renunciar a una reinversión conforme a las necesidades del mercado para un crecimiento sostenido y tendríamos que aumentar la deuda con sus respectivos intereses.

Teniendo todos los datos para sacar el costo de deuda o K_d usaremos la fórmula mencionada anteriormente para que quede de la siguiente manera $K_d = 3.77 \times (1 - 37.71) = 2.35\%$

$K_d = 2.35\%$

Aquí tenemos un costo de deuda muy barato, debido a que se quita el factor impositivo tan alto y las tasas de interés cercanas a cero que manejan en el país vecino para este tipo de clientes corporativos. Aunque en unos meses podría elevarse la tasa modificando el costo de capital.

Veamos el costo de la deuda de la cervecera mexicana.

Tabla 4.11 Kd Cervecería Artesanal de México tasa fiscal

| Costo de la deuda (kd) | | |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|
| | 12/27/14 | 09/27/13 |
| Gastos Financieros | | |
| intereses pagados | \$ 7,736,249.70 | \$ 7,152,875.44 |
| Resultado antes de impuestos | 39388601.3 | 30682884.56 |
| total de impuestos | 11816580.39 | 9204865.368 |
| t (tasa fiscal)= | 30% | 30% |

Sacando los cálculos como en la cervecera norteamericana podemos observar la tasa que se maneja en México claramente.

Tabla 4.12. Kd Cervecería Artesanal de México tasa i

| Consolidado | 12/27/14 | 09/27/13 |
|---------------------------|------------------|------------------|
| estructura del capital | | |
| Deuda a largo plazo total | \$ 65,765,976.00 | \$ 61,346,745.00 |
| Tasa i | 11.8% | 11.7% |
| | | |
| Tasa i promedio | 11.7% | |
| t (tasa fiscal)= | 30% | |

La tasa de interés la obtuvimos con los métodos anteriores dividiendo la tasa de interés entre la deuda total a largo plazo y sale el dato visto en la tabla anterior de 11.7% promediando ambas tasas de interés del 2014 y 2013

Usando la fórmula de la $k_d = 11.7\% \times (1-30\%) = 8.20\%$

En nuestro costo de deuda podemos observar que tenemos una tasa impositiva pareja del ISR del 30%, y que esta empresa al ser no publica ha incurrido en mayor deuda bancaria o de alguna otra institución, con un costo muy superior al de la cervecera norteamericana, que va relacionado a las tasas de interés que existen en el mercado mexicano para una empresa de esta envergadura. (casi el doble del costo que la cervecera de Estados Unidos).

Ahora seguiremos con el riesgo de cada país.

Obtendremos la prima de riesgo para así proseguir con nuestro costo de capital o WACC. En el cual utilizamos el Dow Jones que es donde cotiza la empresa americana y su respectivo rendimiento del T bill a 12 meses.

Tabla 4.13 Prima de riesgo Boston Inc

| Fecha | DJ | | Fecha | T bill 12m |
|-------|---------------------|---------------------|------------------------|--------------|
| 2003 | 8,053.81 | Variación % | 2003 | 1.42 |
| 2004 | 10,488.07 | 30.22% | 2004 | 1.31 |
| 2005 | 10,489.94 | 0.02% | 2005 | 2.79 |
| 2006 | 10,864.86 | 3.57% | 2006 | 4.38 |
| 2007 | 12,621.69 | 16.17% | 2007 | 5 |
| 2008 | 12,650.36 | 0.23% | 2008 | 3.17 |
| 2009 | 8,000.86 | -36.75% | 2009 | 0.4 |
| 2010 | 10,067.33 | 25.83% | 2010 | 0.45 |
| 2011 | 11,891.93 | 18.12% | 2011 | 0.29 |
| 2012 | 12,632.91 | 6.23% | 2012 | 0.12 |
| 2013 | 13,860.58 | 9.72% | 2013 | 0.15 |
| 2014 | 15,698.85 | 13.26% | 2014 | 0.13 |
| 2015 | 17,164.95 | 9.34% | 2015 | 0.25 |
| | PROMEDIO IPC | 8.00% | PROMEDIO T bill | 1.54% |
| | | Rm | 8.00% | |
| | | Rf | 1.54% | |
| | | Rp = Rm - Rf | 6.46% | |

Tenemos una prima de riesgo que va de acorde al Dow Jones y a los Treasury Bills, ambos del periodo del 2003 al 2015, no hay que olvidar el dato de la prima de riesgo del 6.46% porque será de utilidad para cálculos posteriores.

Para el caso mexicano son los siguientes datos:

TABLA 4.14 PRIMA DE RIESGO MÉXICO

| PRIMA DE RIESGO HISTORICO (RP) | | | | | |
|--------------------------------|-------------------|---------------------|---------------|-----------------------|--------------|
| Fecha | IPC | | | Fecha | CETES360 |
| 2003 | 8,795.28 | Variación % | | 2003 | 6.95 |
| 2004 | 12,917.88 | 46.87% | | 2004 | 8.58 |
| 2005 | 17,802.71 | 37.81% | | 2005 | 7.92 |
| 2006 | 26,448.32 | 48.56% | | 2006 | 7.25 |
| 2007 | 29,536.83 | 11.68% | | 2007 | 7.85 |
| 2008 | 22,380.32 | -24.23% | | 2008 | 8.05 |
| 2009 | 32,120.47 | 43.52% | | 2009 | 5.07 |
| 2010 | 38,550.79 | 20.02% | | 2010 | 4.85 |
| 2011 | 37,077.52 | -3.82% | | 2011 | 4.57 |
| 2012 | 43,705.83 | 17.88% | | 2012 | 4.61 |
| 2013 | 42,727.09 | -2.24% | | 2013 | 3.65 |
| 2014 | 43,491.45 | 1.79% | | 2014 | 3.17 |
| | PROMEDIO I | 17.99% | | PROMEDIO CETES | 5.96% |
| | | Rm | 17.99% | | |
| | | Rf | 5.96% | | |
| | | Rp = Rm - Rf | 12.02% | | |

Fuente Capital IQ.

Los datos arrojan una prima de riesgo de casi el doble de la norteamericana, por consiguiente, el costo de fondeo de una empresa mexicana es mucho más elevado de cualquier industria no nada más la cervecera. El promedio de los Cetes a 360 días no hay que olvidarlo ya que será nuestra referencia para la tasa libre de riesgo mexicana.

Pero como vimos en el capítulo anterior, ya que podemos tener distorsiones en los cálculos financieros al ser un país emergente, distintos autores (Copeland, 2000/CFA, 2008) nos mencionan que debemos quitar dichos detalles que puedan darnos un resultado equivocado. Así que primero se usara la tasa libre de riesgo de los EUA, tomando los datos del 2014.

Tabla 4.15 Tasa libre de riesgo Tbill 52 semanas

| DATE | 4 WEEKS | | 13 WEEKS | | 26 WEEKS | | 52 WEEKS | |
|----------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|
| | BANK DISCOUNT | COUPON EQUIVALENT |
| 12/31/14 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.04 | 0.12 | 0.12 | 0.22 | 0.22 |

Fuente: US Department of the Treasury

La tasa que nos da es muy baja del 0.22% va muy relacionado a las tasas de interés norteamericanas que están sumamente bajas, y aunque se espera que aumenten incluso en el día de hoy, 2016, siguen en los mismos rangos.

Seguiremos con la desviación estándar relativa del índice mexicano el IPC para quitar la distorsión del índice mexicano con respecto del principal índice estadounidense que es el S&P 500. Usaremos datos de 10 años semanales, arrojando los siguientes resultados.

Tabla 4.16 Comparación de mercados IPC y S&P 500

| Fecha | IPC en USD | | Fecha | S&P500 | |
|------------|------------|--------------------|------------|----------|--------------------|
| 02/07/2004 | 888.51 | Variación % | 02/07/2004 | 1,125.38 | Variación % |
| 09/07/2004 | 875.76 | -1.44% | 09/07/2004 | 1,112.81 | -1.12% |
| 16/07/2004 | 866.32 | -1.08% | 16/07/2004 | 1,101.39 | -1.03% |
| 23/07/2004 | 864.54 | -0.21% | 23/07/2004 | 1,086.20 | -1.38% |
| 13/06/2014 | 3,264.01 | -1.59% | 13/06/2014 | 1,936.16 | -0.68% |
| 20/06/2014 | 3,294.22 | 0.93% | 20/06/2014 | 1,962.87 | 1.38% |
| 27/06/2014 | 3,268.71 | -0.77% | 27/06/2014 | 1,960.96 | -0.10% |
| 04/07/2014 | 3,353.53 | 2.59% | 04/07/2014 | 1,985.44 | 1.25% |

Fuente Capital IQ.

En la tabla anterior tomamos solo algunos datos para mostrar, ya que si tomáramos todos y los mostrara ocuparía mucho espacio en esta investigación, por eso esta recortada en los primeros y últimos datos del rango.

Tabla 4.17. Desviación estándar relativa Índices

| | | | | |
|--------------------|-------------------------|-------------|---------------------------|--------------|
| Desvest IPC | 4.12% | | Desvest S&P500 | 2.52% |
| | Desvest relativa | 1.63 | | |

La desviación estándar mostrada en la tabla anterior se obtiene de los rendimientos de ambos índices, y se divide la de nuestro país con la estadounidense y así

obtenemos la desviación estándar relativa o coeficiente de variación ya escrita en porcentaje, con lo cual podemos plasmar la variación real entre ambos mercados y quitar ese sesgo.

Por último, tomaremos la inflación, que como ya se menciona es una de las principales afectaciones que se da en los mercados emergentes, y para ello tomaremos los avances que ha tenido en los precios al consumidor de ambos países.

Tabla 4.18. Inflación

| INFLACION | | Para su cálculo se consideraron cifras anuales por 10 años, 2003-2013 | | | | |
|--------------------------------|--------|---|--|-------------------------------|--------|--------------------|
| Fecha | INPC | | | Fecha | CPI | |
| 2003 | 73.78 | Variación % | | 2003 | 184.30 | Variación % |
| 2004 | 77.61 | 5.19% | | 2004 | 190.30 | 3.26% |
| 2005 | 80.20 | 3.33% | | 2005 | 196.80 | 3.42% |
| 2006 | 83.45 | 4.05% | | 2006 | 201.80 | 2.54% |
| 2007 | 86.59 | 3.76% | | 2007 | 210.04 | 4.08% |
| 2008 | 92.24 | 6.53% | | 2008 | 210.23 | 0.09% |
| 2009 | 95.54 | 3.57% | | 2009 | 215.95 | 2.72% |
| 2010 | 99.74 | 4.40% | | 2010 | 219.18 | 1.50% |
| 2011 | 103.55 | 3.82% | | 2011 | 225.67 | 2.96% |
| 2012 | 107.25 | 3.57% | | 2012 | 229.60 | 1.74% |
| 2013 | 111.51 | 3.97% | | 2013 | 233.05 | 1.50% |
| 2014 | 114.57 | 2.75% | | 2014 | 234.81 | 0.76% |
| Inflación promedio INPC | | 4.09% | | Inflación promedio CPI | | 2.23% |

Fuente Capital IQ.

Y ahora si se podrá sacar la prima de riesgo mexicana sin la influencia de tipo de cambio o de la inflación, y de paso obtener el costo del capital o para la empresa cervecera mexicana.

Debemos tener en claro que estos métodos usados en nuestra investigación son mayormente ocupados en países emergentes con altos rango de hiper inflación o devaluaciones estrepitosas, muchos libros ponen de ejemplo a Venezuela y Argentina.

Tabla 4.19 Rp mex y Ke cervecera mexicana

| Rp estimado y Costo de Capital | |
|--------------------------------|---------------|
| Rp EUA | 3.07% |
| Des estandar | 1.63 |
| Rp Mex en USD | 5.00% |
| Inflacion Mex | 4.09% |
| Inflacion EUA | 2.23% |
| Rp Mex pesos | 6.9% |
| Beta | 0.1317246 |
| Rf(Cetes 360) | 5.96% |
| Ke= Rf+ (Beta*Rp) | 6.871% |

De igual manera obtenemos el costo del capital de la empresa Samuel Adams.

Tabla 4.20 Ke Samuel Adams

| Costo de Capital (Ke) | | |
|-----------------------------|--------------|--|
| Beta = | 0.13 | |
| Rf (T bill 12M)= | 1.54% | |
| Ke = Rf + (Beta*Rp)= | 2.36% | |

En la tabla anterior usamos la tasa libre de riesgo de Estados Unidos que es de 1.54%, como podemos observar el costo del capital, en la cervecería Samuel Adams es mucho más barato lo que hace que sus accionistas no demanden tantos intereses, esto se compensa por su elevado rendimiento que ha tenido en los últimos años en el mercado secundario, que puede dejar contento a cualquier inversionista a largo plazo.

El último paso ya es obtener el costo del capital promedio ponderado para así ver cuánto es lo que le cuesta a cada empresa fondearse y si esto afecta a su evolución continua y constante.

Tabla 4.21 WACC o CCPP Samuel Adams

| Costo promedio ponderado de capital (WACC) | | | | | |
|--|----------|--|--------------|--|--|
| Consolidado | 12/27/14 | | | | |
| Capitaliz Bursatil \$ | 3,628 | | | | |
| E= | 3,628.18 | | | | |
| | | WACC = Ke*(E/(D+E))+ Kd*(D/(D+E)) | | | |
| Consolidado | 12/27/14 | | | | |
| Deuda Total Bruta \$ | 1 | WACC = | 2.36% | | |
| D = | 0.58 | | | | |
| E/(D+E) = | 99.98% | | | | |
| D/(D+E) = | 0.02% | | | | |
| Ke = | 2.36% | | | | |
| Kd = | 2.35% | | | | |

Como podemos observar su costo de capital promedio ponderados es igual al costo del capital que tiene emitido en bolsa, esto es porque su deuda es despreciable en comparación con sus emisiones que es de donde se fondea casi en un 100%, que de igual forma es igual a su costo de deuda por el fenómeno de las tasas en la unión americana.

En el cuadro siguiente obtendremos el WACC o CCPP de la cervecera mexicana y se compararan.

Tabla 4.22 WACC o CCPP Artesanal de México

| | | | | |
|--|--|-------------------|---|--------------|
| Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) | | | | |
| Consolidado | | 2014 | | |
| Capital Social | | \$ 117,140,674.20 | | |
| | | | WACC = $Ke*(E/(D+E))+ Kd*(D/(D+E))$ | |
| Consolidado | | 2014 | | |
| Deuda LP Total | | \$ 65,765,976.00 | CCPP o WACC | 7.35% |
| E/(D+E) = | | 64.04% | | |
| D/(D+E) = | | 35.96% | | |
| Ke = | | 6.87% | | |
| Kd = | | 8.20% | | |

Fuente propia

Observamos con detenimiento como el costo de capital promedio ponderado de la cervecería norteamericana es mucho menor que el de la cervecería mexicana, esto se debe en gran medida a que la americana cotiza en bolsa, que es el método más barato de fondeo que existe en el mundo y así puede seguir con sus planes de expansión, mientras que la cervecería mexicana tiene que pagar más del doble incluso acercándose al triple y teniendo en cuenta que se incluye en pago de la deuda y del capital y que incluso los inversionistas fundadores están pidiendo poco, teniendo a favor el tipo de negocio que es de venta de cerveza y que deja utilidades pero también se van abriendo mercados en el D.F y el país. Este efecto en las cervecerías artesanales se ha visto desde hace 15 años, en palabras de José Antonio González Ibarra, dueño de la cervecería Tijuana en una plática en Ensenada en el marco del Ensenada Beer Fest, 2015, en el cual comento que durante 10 años tuvo que inyectarle capital a su empresa para que pudiera subsistir frente al duopolio, y a partir del 2010 empezó a tener rendimientos, empujado por el crecimiento de este gremio.

Lamentablemente la Cervecería Tijuana fue vendida a quienes trataron de quebrarla en una transacción que no fue publicado su valor paso a manos de grupo modelo, después de haber sido un baluarte en la pelea contra el duopolio cervecero.

CAPÍTULO 5. OTRAS HERRAMIENTAS PARA LA VALUACIÓN DE LAS CERVECERÍAS

5.1. EVA

TABLA 5.1. EVA

$EVA = Utilidad\ de\ operacion\ despues\ de\ impuestos\ y\ antes\ de\ intereses -$
 $(Capital\ invertido\ X\ CCPP)$

$EVA = (r - costo\ de\ capital\ invertido)X(Capital\ Invertido)$

$r = Rendimiento\ de\ capital\ invertido = \frac{flujo\ de\ caja\ disponible}{capital\ invertido}$

$Capital\ Invertido = capital\ de\ trabajo + activos\ no\ circulantes$

$Capital\ de\ trabajo = Activos\ circulantes -$

$Pasivos\ circulantes\ (excluyendo\ prestamos\ a\ corto\ plazo)$

$Activos\ no\ Circulantes = Activos\ intangibles\ y\ otros\ activos.$

Fuente: IMEF, 2002

El cuadro nos menciona la composición del EVA. El cual será explicado a continuación:

El EVA es una herramienta para evaluar si las empresas han logrado el objetivo principal de las mismas que es la satisfacción de accionistas, directivos, clientes, proveedores etc. Y por esto mismo la creación de valor se ha vuelto lo más importante de un negocio, respetando por supuesto la responsabilidad social y ambiental, aspectos que incluso si no se cumplen pueden bajar el valor de una empresa en esta época.

Esta herramienta mide la productividad de la empresa en su más puro sentido, esto es que a todos los ingresos de la compañía se le tienen que reducir los gastos que

genera la misma, de igual forma se le quita el capital, los impuestos y por último los costos de oportunidad de los inversionistas.

El principio del EVA es:

“Una empresa crea valor cuando los recursos generados superan el costo de los recursos.”, Díaz Arturo, (2002)

Las estrategias para lo que nos sirve el EVA son las siguientes:

La mejora en las utilidades de operación sin tener que adicionar capital en la compañía, lo cual sería un deterioro en las finanzas de los inversionistas en tiempos complejos.

El poder disponer de capital como si fuera una línea crediticia siempre y cuando los beneficios de estos superen el costo del capital, lo que es igual a poder aprovechar al máximo los excedentes del capital.

Liberar capital cuando estos no puedan generar beneficios por arriba del costo del mismo, no tener capital ocioso.

La implantación del EVA en las compañías cerveceras al igual que en otras empresas puede significar (Siu Villanueva, 2008):

- 1.- Proveer una medición para la creación de riqueza que alinea las metas de los administradores de las divisiones o plantas con las metas de la compañía.
- 2.- Permite identificar los generadores de valor en la empresa o a su vez que destruye valor
- 3.- Combina el desempeño operativo con el financiero en un reporte integrado que permite tomar decisiones, el saber si se están aprovechando los recursos en la operación y encontrar rezagos.
- 4.- Permite determinar si las inversiones de capital están generando un rendimiento mayor a su costo, lo cual es sumamente importante para los inversionistas ya que si no tienen un rendimiento superior al costo pueden determinar salirse del proyecto o talvez sea utilizada como una estrategia como en el caso de las cervecerías.

Calculo del EVA:

Para poder determinar dicha herramienta necesitamos los conceptos que tenemos en el cuadro 5.1 al inicio del capítulo lo cual primero utilizaremos la Utilidad antes de intereses pero después de los impuestos, que como ya se mencionó en los conceptos anteriores los impuestos se le deben agregar ya que son un costo en la operación de la compañía, pero los intereses no, ya que estos no son propios de la operación de la misma, sino son ganancias o pérdidas que se generan por una operación de inversión en algún instrumento y que no sea el fin del cual está creada la empresa.

Los activos de igual forma se ocuparán tomando su valor de mercado sin olvidar sus depreciaciones de cada uno y el costo de capital promedio ponderado, del cual en capítulos anteriores se ha dado el concepto y su cálculo para el ejemplo de la empresa cervecera.

Empecemos con los cálculos tomando los datos obtenidos en los capítulos anteriores.

$$EVA = Utilidad\ de\ operacion\ despues\ de\ impuestos\ y\ antes\ de\ intereses \\ - \quad (Capital\ invertido\ X\ CCPP)$$

Samuel Adams.

Utilidad de operación después de impuestos y antes de intereses (están en inglés porque así viene en los estados contables y sea fácil verificarlos)

Total gastos de operacion 2014: 756.44

Impuestos pagados 2014: 54.85

$$756.44 + 54.85 = 811.29$$

Capital invertido:

$$Capital\ Invertido = capital\ de\ trabajo + activos\ no\ circulantes$$

Capital de trabajo

= Activos circulantes

– Pasivos circulantes (excluyendo prestamos a corto plazo)

Tabla 5.2. Capital invertido (millones USD)

| | |
|---------------------------|---------------|
| Total activos circulantes | 207.46 |
| Total pasivos CP | 110.17 |
| Capital de trabajo | 97.29 |
| | |
| Activos no circulantes | 397.7 |
| | |
| Capital invertido | 494.99 |

El WACC o CCPP lo sacamos de los cálculos obtenidos en los capítulos anteriores, por lo cual podemos realizar el cálculo final para obtener el EVA.

WACC = 2.36%

Todo en millones de dólares.

Utilidad de operación después de impuestos y antes de intereses = **811.29\$**

Capital invertido. = **494.99\$**

EVA (2014) = $811.29 - (494.99 \cdot 0.0236) = \mathbf{799.60\$}$

Aunque el número parezca un poco fuera de lo común, ha sido verificado y si ha generado valor por la cantidad de 690.10 millones de dólares, lo que hace de esta

empresa una de las más sólidas en el NYSE lo que reafirma que está a la par de las gigantes tecnológicas en datos positivos para los inversionistas como Facebook, Google y Apple. Lo que nos menciona este número (690.10) es que aun después de quitarle las cantidades que exigen los interesados en el negocio tiene para seguir operando sin problema y muy sanamente

EVA (2013, Millones USD) = **799.60\$**

En el Eva del año 2013 observamos que no tiene gran cambio, ya que como es una Cervecería consolidada con buen crecimiento y bajas tasas de interés no tuvo ningún problema para solventar holgadamente sus obligaciones y aun así generar valor a la empresa.

A continuación, se analizarán los datos de la Cervecería Artesanal de México para averiguar su EVA.

5.2. CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO.

Utilidad de operación después de impuestos antes de intereses es pesos mexicanos:

Utilidad neta = 27,572,020.91

Intereses = 7,736,249.70

$27,572,020.91 - 7,736,249.70 = \mathbf{19, 835,771.21\$}$

CUADRO 5.3. CAPITAL INVERTIDO CERVECERIA MEXICANA(MXN)

| | |
|------------------------|------------------|
| Activo circulante | \$198,652,936.09 |
| pasivo circulante | \$29,310,587.00 |
| Capital de trabajo | \$169,342,349.09 |
| | |
| activos no circulantes | \$98,347,001 |
| | |
| Capital invertido | \$267,689,350.09 |

$$WACC = 7.35 \%$$

El dato anterior se obtuvo de los cálculos que se realizaron en el capítulo anterior, y a continuación sacaremos el EVA para la cervecera mexicana correspondiente al año 2014.

$$EVA (2014) = 19,835,771.21 - (267,689,350.09 \times 7.35\%) = \$ 160,603.98 \text{ pesos.}$$

La empresa cervecera aun con su carga impositiva del IVA del 26.5% como persona moral y un ISR del 30% está generando valor por una cantidad superior a los ciento sesenta mil pesos, esto también nos dice que es una empresa recomendable para invertir, claro está son datos que fueron tomados según la situación del año 2014, al terminar esta tesis la situación económica en general no solo de México era más

compleja debido al tipo de cambio y la caída del barril de crudo. Aunque no tiene rangos para pérdidas en los siguientes años, esta empresa está obligada a seguir creciendo ya que su EVA para el tamaño de operaciones que maneja, se acerca al cero.

Para el año anterior haciendo todos los cálculos en el 2013 observamos que el EVA es:

EVA (2013) = (**\$ 2,839,539.97**) pesos.

Es una Eva negativa lo que nos muestra que este negocio en el 2013 en lo que estaba creciendo y como nos mencionó el director de Tijuana antes que la vendieran a Grupo Modelo, tuvo pérdidas durante los primeros años de vida, hasta que en cierto momento las fortalezas de las ventas pudieron sacar a flote el negocio. Y de aquí muchas cervecerías no pasan los primeros años de vida y desaparecen ya que no pueden con sus obligaciones y tampoco son atractivas para los nuevos inversionistas ya que las ventas aún se quedan muy cortas con respecto a lo que piden de intereses los interesados en dicho negocio.

Teniendo claro que el EVA que estamos obteniendo en la Cerveceria mexicana es bajo el supuesto que son socios fundadores los que manejan el Capital, si la empresa quisiera crecer por medio de accionistas, su EVA automáticamente se iría a negativos, ya que su operación aun no soporta tasas de intereses elevadas. Y ¿Cuánto nos pediría un nuevo accionista mínimo?

5.3 TREMA

La tasa de rendimiento mínima aceptable, es la tasa mínima que espera el inversionista para que la empresa pueda cubrir sus gastos operativos, inflación, tasas de interés o costos de capital que están implícitos como la tasa del riesgo de la compañía y lo que tu quisieras ganar de intereses al invertir en dicha compañía.

La trema es muy ocupada en empresas que no cotizan en bolsa o proyectos de inversión que apenas están en papeleo, y va muy de la mano con la Tasa Interna de Retorno, aunque en este caso al manejar otros métodos de valuación la TIR no la tomaremos en cuenta, pero si el mínimo esperado que las empresas deben

generar para que tú puedas invertir en las empresas Samuel Adams y la hipotética Cervecería Mexicana.

TREMA = TIIE o tasa de referencia del país + prima de riesgo.

En el caso de la Cervecería estadounidense un inversionista nos pediría lo siguiente:

Tasa de referencia al año 2014 EUA: 0.250% (FED)

Prima de Riesgo = 6.46%

TREMA = 0.250% + 6.46% = **6.71%**

Este resultado es el que nos pedirían los inversionistas por confiar en la cervecera en la Bolsa de la Bolsa de Valores de Nueva York, en el mercado secundario.

A la empresa le cuesta mucho menos fondearse en el mercado primario, como ya vimos antes, entonces el verdadero atractivo de invertir en esta empresa, es el rendimiento del mercado secundario en donde del “primero” de diciembre del 2010 al “primero” de diciembre del 2014 había tenido un rendimiento del 204% y del primer día hábil del 2014 al primero del día hábil del 2015 tuvo un rendimiento de **51.01%**. una cifra notablemente superior a lo que nos salió en la TREMA.

EVA proyectado a 4 años 2015-2018 usando la TREMA como costo de capital.

Se tomarán como valor presente neto los EVAs proyectados para tener la valuación de la empresa, usando la siguiente fórmula.

CUADRO 5.4. FORMULA EVA PROYECTADA

$$Valuacion\ EVA = \sum_n^{t=1} EVA_t / (1 + Trema)^t$$

Fuente: (Saavedra,2016)

EVA_t= es el EVA de cada periodo, se determinará por medio del crecimiento proyectado para cada país multiplicado por el EVA anterior.

En todos los periodos usaremos la misma trema, como lo mínimo esperado por los inversionistas para invertir en el proyecto.

La t, es el periodo que se evaluara.

CUADRO 5.5. PIB PROYECTADO EUA

| | |
|---------------------------|-------|
| crecimiento economico EUA | |
| 2015 | 2.4% |
| 2016 | 2.9% |
| 2017 | 1.8% |
| 2018 | 2.2% |
| TREMA | 6.71% |

| | | | | |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| EVA 2014 | Td*EVA1 | Td*EVA2 | Td*EVA3 | Td*EVA4 |
| 660.09308 | 675.935314 | 695.537438 | 708.057112 | 723.634368 |

Todo esto dividido entre

| | | | | |
|---|--------|------------|------------|------------|
| 1 | 1.0671 | 1.13870241 | 1.21510934 | 1.29664318 |
|---|--------|------------|------------|------------|

Que es la TREMA elevada por el año correspondiente. Dando como resultado:

| | | | | |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 660.09308 | 633.432025 | 610.815813 | 582.710615 | 558.082887 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|

Respectivamente por año, prosiguiendo la suma de todos los años dando el EVA proyectado de:

EVA proyectado \$3045.13 mdd.

Lo que significa que la empresa norteamericana está obteniendo una muy buena valuación por su buen manejo y rentabilidad que antes se había demostrado.

Caso hipotético Cervecería mexicana.

Tasa de referencia TIIE 4 semanas 2014: 3.32% (Banco de México)

Prima de Riesgo = 6.93%

TREMA = 3.32% + 6.93% = **10.25%**

Es lo que un inversionista espera recibir para invertir con nosotros. Y de hecho como no cotiza en bolsa sería a lo que mínimo nos prestarían los acreedores, si nos damos cuenta son cifras muy idénticas a la que los bancos nos prestarían para financiarnos de 11.25% que es subirle un punto porcentual a nuestra cifra de la TREMA.

CUADRO 5.6. PIB PROYECTADO MÉXICO

| crecimiento economico Mexico | |
|------------------------------|--------|
| 2015 | 2.50% |
| 2016 | 2.07% |
| 2017 | 1.50% |
| 2018 | 2.20% |
| TREMA | 10.25% |

| EVA 2014 | td*EVA1 | td*EVA2 | td*EVA3 | td*EVA4 |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| -\$ 2,839,539.97 | -\$2,768,551.47 | -\$2,711,242.46 | -\$2,670,573.82 | -\$2,611,821.20 |

Divido respectivamente entre (1+trema) elevado al periodo correspondiente:

| | | | | |
|---|--------|------------|-------------|-------------|
| 1 | 1.1025 | 1.21550625 | 1.340095641 | 1.477455444 |
|---|--------|------------|-------------|-------------|

Dando como resultado:

| | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| -\$ 2,839,539.97 | -\$ 2,511,157.80 | -\$ 2,230,545.88 | -\$ 1,992,823.30 | -\$ 1,767,783.39 |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|

y sumando los 5 periodos tenemos una EVA proyectada de:

$$Valuacion\ EVA = \sum_n^{t=1} EVA_t / (1 + Trema)^t$$

$$= -\$ -\$ 11,670,232.52$$

Esto debido a que nuestro EVA original era negativo arrastro el resultado de las proyecciones al mismo ámbito, para este caso afectando realmente al inversionista ya que estaría destruyendo valor, pero en el próximo año su Eva podría modificarse y estar en positivos, dando un resultado totalmente distinto y creando valor. Se tiene que esperar para usar este método al próximo periodo que en verdad nos arroje un Eva positivo.

CONCLUSIONES.

La cerveza Artesanal debe considerarse un producto de gama alta muy independiente de la cerveza comercial. Como vimos en las diferencias abismales de precios entre ambas bebidas alcohólicas no se puede competir si ambas las tomas como iguales. Ya que mientras una es una bebida popular y para embriagarse, la artesanal es una bebida para, catar y degustar sus diversas gamas de estilos con aromas tan variados, colores, cuerpo etc.

En los costos de tener una Cerveceria artesanal, implica que la mayoría de los productores caseros no podrán pasar a ser en verdad micro cerveceros artesanales, ya que se requiere de una inversión fuerte, ahora si se tiene una inversión mediana se podría empezar con equipos pequeños especializados para hacer cerveza como negocio, aunque no se podrían tener los beneficios a corto plazo de comprar volúmenes mayores, y se tendrían que implementar sistemas de operación muy simples para no caer en costos ni de operación ni de venta elevados que no le den utilidad al negocio. Sin duda alguna se requiere de una administración profesional para pasar de pequeño productor de cerveza a cervecero artesanal con máquinas de más de 2 millones de pesos.

Las cervezas importadas dentro del nicho de cerveza artesanal o craft beer en inglés, son una competencia directa para las pequeñas cerveceras artesanales nacionales, ya que efectivamente como se analizó anteriormente si impacta al público tener dos cervezas en el aparador una nacional y otra extranjera, se van más por la extranjera en la mayoría de los casos, y más aún porque sus precios están en el mismo rango que las mexicanas por factores como el fiscal y el volumen de producción. De igual forma impactan de tal forma que no dejan margen de error a los cerveceros mexicanos ya que deben de estar aumentando su calidad a niveles internacionales y que por esa parte si beneficie a la naciente industria nacional.

Al realizar el análisis financiero y determinar el EVA nos dimos cuenta de algo muy importante, que requiere la empresa tener mayores ventas, y eso se determina con su capacidad de instalación, si se tienen muchos activos sin usar, realmente se vuelven un costo para la Cervecería, lo que hace que después de cierto periodo de tiempo no sean rentables para los inversionistas, debe de crecer la producción conforme las ventas lo van determinando para no caer en exceso de apalancamiento y elevar nuestro costo del crédito o costo de capital. Y las finanzas se mantengan dentro de parámetros sanos.

El método para reducir el impacto del tipo de cambio es entre varios micro cerveceros traer cantidades mayores para reducir sus costos en moneda extranjera, de igual manera al ser un producto de alta gama, los cerveceros pueden tener un rango de ganancia que les permita soportar los cambios en las divisas, teniendo como primicia la calidad de la cerveza para darle ese valor agregado y los clientes la compren por su sabor único, aunque cueste un poco elevada. Aunque sin lugar a dudas si se eleva demasiado el tipo de cambio hace que la actividad cervecera artesanal se vuelva a números rojos, ya que se tendrían que elevar las tasas de interés lo que encarece el crédito y el costo del dinero. De igual forma pactar por anticipado los precios entre varios cerveceros y un proveedor, aunque se pague una prima es la mejor opción para mantener tu viabilidad por lo menos un año.

La tasa fiscal es un fuerte lastre para la industria, aunque con el régimen de incorporación fiscal se pueden tener ciertos beneficios, no se pueden aplicar para todos los clientes ya que dentro de la ley de ingresos de la federación 2016 existen lagunas entre regímenes, y esto causa confusión entre clientes y se opta por pagar el impuesto completo como persona moral del 26.5% de IEPS y después cobrar el IVA del 16%. Aunque este problema tributario tampoco puede ser visto tan mal, ya que impide que entren negocios irregulares o inconstantes al sector cervecero.

El nuevo problema que ha surgido para los cerveceros nacionales ha sido el duopolio internacional que son Heineken y Anheuser Busch ya que dichas empresas mundiales no quieren ver mermadas sus utilidades en todo el mundo por culpa de la calidad de las artesanales, así que su estrategia ha sido comprarlas por todo el

mundo, y una vez adquiridas hacerlas pasar como si aún fueran cervezas locales independientes pero con todo el respaldo de las gigantescas promociones y estrategias mercadológicas de ambas transnacionales para desplazar a las que en verdad son artesanales del mercado y hacerlas quebrar. Y volver a recuperar su hegemonía que siempre han tenido. Aquí muchas cerveceras locales se han resistido a ser adquiridas por el duopolio tanto de México como de Estados Unidos, un ejemplo es Stone Brewing que es un estandarte de la cerveza independiente y que su influencia se hace sentir mucho en nuestro país como un ejemplo a seguir y que se ha resistido hasta ahora de las cantidades multimillonarias que le han ofrecido por parte de las empresas comerciales. De igual forma depende de los intereses de cada grupo de inversionistas o dueños si quieren o no algún día vender sus empresas y recuperar de tajo la inversión del tiempo que le dieron a la cerveza. Aunque parezca que es un negocio fácil, donde siempre habrá fiesta y ganancias, este negocio requiere de una disciplina única, manejos íntegros en la administración y finanzas de la misma, y conocimiento de cómo hacer un producto de alta calidad para que pueda subsistir y poder realizar este sueño que atrae a muchos, pero pocos logran concretarlo para marcar un camino en esta industria antiquísima y mundial.

BIBLIOGRAFÍA:

- Anheuser Busch (2013) AlnBev SA/NV SWOT Analysis, Belgium.
- Beer C. Taxqueña (2016) Precios al público en General, Taxqueña, CDMX.
- Benji Gomez (2013) Las 10 cervecerías más antiguas, En copa sabe mejor, Andalucía, España.
- Bibian Cinthya (2013) Cerveceros artesanales acusan a Modelo, CNN Expansión, México.
- Calagione S. (2011). Brewing up a business. Editorial Wiley. 2 ed. USA.
- Cano Muñozcano Roberto (2012). Proyecto de Inversión del museo de la cerveza. Tesis de licenciatura. Universidad Nacional Autónoma de México. México D.F.
- Cartujano Francisco (2008). Valuación de Proyectos, Valuación de empresas. ITESM CCM. México.
- Clark Bunting. (2011) How beer saved the world, Discovery Communications, USA.
- Claudio I. Soriano (1998) Instrumentos de Analisis del Marketing Estrategico, Ediciones Díaz de Santos S.A. Madrid. España
- Código Fiscal de la Federación (2014), México
- Comisión Federal de Competencia, resolución del (27, 06, 2013), respecto a prácticas monopólicas en bebidas conocidas como cervezas. <http://www.cfc.gob.mx/cofece/index.php/resoluciones-y-opiniones>
- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (2014), México
- Copeland Tom, Koller Tim (2000), Measuring and managing the value of companies, John Wiley, United States.
- Damodaran Aswath (2002). Investment Valuation tools and techniques for determining the Value of Any Asset.

- DeLise Jackie (2012). Cerveceria Cuauhtemoc Moctezuma, Brand Packaging vol 16 issue 5. México.
- Díaz Alonso Arturo (2002), Valuación de Empresas y Creación de Valor, IMEF – UNAM, Distrito Federal, México.
- Díez Fernández, Empresario Modelo, Cuadernos de Historia Empresarial, vol. 7, Universidad Autónoma Metropolitana, México, Iztapalapa
- Eng, D. (2013). Samuel Adam´s Beer Revolutionary. USA. Fortune vol 167. Boston Beer Co.
- Ferrer Amilcar (2016), Portland Kettle Works México, San Cristobal, Queretaro, México.
- Fernández Pablo (2008), Valoracion de Empresas, Gestion 2000, Barcelona, España.
- Grupo Modelo. (2013). Grupo Modelo S.A.B. de C.V. SWOT Analysis, p 1-8. México.
- Heineken (2013) Heineken N.V. SWOT Analysis, Netherlands.
- Hernández Sampieri (2010), Metodología de la Investigación, Mc Graw Hill, Distrito Federal, México.
- Historia de la cerveza en México (2011), Club Planeta, Distrito Federal, México.
- Lapoint Kevin (2012). Microbrewing in the US: an overview of the microbrewery industry and a business plan for future success. Undergraduate Student Research Theses. University of new hamshire. USA.
- Manzano Anabel (2015). ¿Hacer cerveza artesanal, ¿Es negocio en México?, Animal Político, México.
- María del Carmen Reyna (2013). Apuntes para la historia de la cerveza en México, INAH, Distrito Federal, México
- Martyn Cornell (2014) the discreet charm offensive of the BrewDoggies", Zythophile, London, UK... Incompleto

- Michael Ehrhardt (2007), Finanzas corporativas, Thomson International, Distrito Federal, México.
- Ortiz Arango F. (2013). Avances Recientes en valuación de activos y administración de riesgos. Universidad Panamericana. 1ª edición. México D.F.
- Saavedra María Luisa (2007). La valuación de empresas cotizadas en México, Mediante la metodología del modelo de flujo de efectivo disponible. Contaduría y administración. No 223.
- Sebastian Verti. (2002). El mundo de la Cerveza. Selector. México. Distrito Federal.
- Sergio noriega (7,10,2013), 6.7 millones de cerveza por oktoberfest, Sexenio, Puebla, México.
- Siu Villanueva Carlos (2008), Valuación de Empresas, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, Distrito Federal, México.
- Talamante Frías Francisco. (2012). Expo Cerveza México WTC. Distrito Federal. México.
- Tremblay, V. (2005). Brewing Industry. Review of industrial organization. USA. Departament of Economics, Oregon State University.
- Verónica Patricia Rodríguez (2009). El flujo de efectivo descontado como método de valuación de empresas mexicanas en el periodo 2001-2007. Proyecto para aceptación de grado. Universidad de las Américas, Puebla, México.
- Xicotencatl Escamilla Miguel Ángel (2016) Entrevista Cervecería Emperatriz. Iztacalco, CDMX, México.
-
- Ligas de Internet:
 - <http://www.sinembargo.mx/11-07-2013/683699>
 - <https://porlacervezalibre.wordpress.com/2012/07/23/la-cerveza-artesanal-esta-en-auge/>
 - <http://acabc.com.mx/>

- <http://www.elfinanciero.com.mx/archivo/mercado-cerveceros-vale-22-367-mdd-en-mexico.html>
- <http://www.jornada.unam.mx/2013/04/07/economia/025n1eco>
- <https://porlacervezalibre.wordpress.com/tag/acermex/>
- <http://eleconomista.com.mx/sistema-financiero/2016/07/25/banca-ve-impacto-limitado-credito-alza-tasas>
- <http://www.eluniversal.com.mx/articulo/cartera/finanzas/2016/07/21/credito-pymes-mas-barato-en-bancos-que-proveedores-hsbc>
-
-

INDICE DE IMÁGENES Y TABLAS

| | |
|--|----|
| IMAGEN INTRO 1. CERVECERÍA MOCTEZUMA | 6 |
| IMAGEN INTRO 2 CARTA CLARA | 7 |
| IMAGEN CAPITULO 1.1 CERVEZA LUPE-REYES | 23 |
| IMAGEN CAPITULO 1.2. FRAGMENTO ORIGINAL DE INSUMOS POR RANGO DE COMPRA | 28 |
| IMAGEN CAPITULO 1.3. CERVECERÍA ARTESANAL EMPERATRIZ | 30 |
| IMAGEN CAPITULO 2.1. MÁQUINA DE COCCIÓN PARA HACER CERVEZA 5 BBL PKW | 44 |
| IMAGEN CAPITULO 2.2. ESTILOS DE CERVEZA EN EL MUNDO | 45 |

| | |
|--|----|
| TABLA 1.1 IEPS BOTELLA | 26 |
| TABLA 1.2. IEPS BARRIL | 27 |
| TABLA 1.3. COSTO DE IEPS RIF | 28 |
| TABLA 1.4. COSTO DE IEPS E IVA RIF 1 DECRETO | 29 |
| TABLA 1.5. HECTOLITROS PRODUCIDOS | 31 |
| TABLA 1.6. BARRIL CERVEZA VS BARRIL PETRÓLEO | 31 |
| TABLA 1.7. MALTA CONSUMIDA | 32 |
| TABLA 1.8. PRECIO PETRÓLEO | 33 |
| TABLA 1.9. USD/MXN | 34 |
| TABLA 1.10 EUR/MXN | 35 |
| TABLA 1.11 EUR/USD | 36 |
| TABLA 1.12. BOSTON BEER CO. INC (SAM) | 38 |
| TABLA 1.13 BOSTON BEER CO. INC (SAM) VS AAPL VS FB | 39 |
| TABLA 1.14 BALANCE GENERAL CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO | 40 |
| TABLA 1.15 ESTADO DE RESULTADOS CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO | 41 |
| TABLA 1.16 BALANCE GENERAL SAMUEL ADAMS INC. | 42 |
| TABLA 1.17. ESTADO DE RESULTADOS SAMUEL ADAMS | 45 |
| TABLA 2.1. PRECIOS ENTRE CERVEZAS NACIONALES E IMPORTADAS | 50 |
| TABLA 2.2. CICLO DE VIDA DE UN PRODUCTO O CERVECERÍA | 51 |
| TABLA 3.1. COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO | 58 |
| TABLA 3.2. COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO | 60 |
| TABLA 3.3. COSTO DE UNA ACCIÓN PREFERENTE | 61 |
| TABLA 3.4. BETA DESAPALANCADA | 62 |
| TABLA 3.5 RENDIMIENTOS “LA COQUITA” | 63 |
| TABLA 3.6 BETA “LA COQUITA” | 65 |
| TABLA 3.7. BETA DESAPALANCADA EMPRESA DE REFERENCIA | 66 |
| TABLA 3.8 BETA EMPRESA OBJETIVO. | 66 |
| TABLA 3.9 KE O CAPM PARA PAÍSES EN DESARROLLO | 67 |
| TABLA 3.10 CALIFICACIONES SEGÚN MOODY’S | 69 |
| TABLA 3.11. KE O CAPM PARA NUESTRO ESUDIO | 70 |
| TABLA 3.12 | 70 |
| TABLA 3.13 | 72 |
| TABLA 3.14 RISK PREMIUM MONEDA NACIONAL | 74 |
| TABLA 4.1. MODELOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS | 77 |
| TABLA 4.2. BETA SAMUEL ADAMS | 80 |
| TABLA 4.3. BETAS SAMUEL ADAMS | 81 |
| TABLA 4.4. BETA DE UNA EMPRESA PÚBLICA DEL MISMO SECTOR | 82 |
| TABLA 4.5. DEUDA Y CAPITAL DE MODELO. | 82 |
| TABLA 4.6. FORMÚLA BETA A PARTIR DE BU | 84 |
| TABLA 4.7. BETA CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO | 84 |
| TABLA 4.8 KD SAMUEL ADAMS IMPUESTOS | 84 |
| TABLA 4.9. TASA DE INTERÉS DEUDA 2014 | 85 |
| TABLA 4.10 KD CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO TASA FISCAL | 87 |
| TABLA 4.11. KD CERVECERÍA ARTESANAL DE MÉXICO TASA I | 87 |
| TABLA 4.12 PRIMA DE RIESGO BOSTON INC | 88 |
| TABLA 4.13 PRIMA DE RIESGO MÉXICO | 89 |
| TABLA 4.14 TASA LIBRE DE RIEGO TBILL 52 SEMANAS | 90 |

| | |
|--|-----|
| TABLA 4.15 COMPARACIÓN DE MERCADOS IPC Y S&P 500 | 90 |
| TABLA 4.16. DESVIACIÓN ESTÁNDAR RELATIVA ÍNDICES | 90 |
| TABLA 4.17. INFLACIÓN | 91 |
| TABLA 4.18 RP MEX Y KE CERVECERA MEXICANA | 92 |
| TABLA 4.19 KE SAMUEL ADAMS | 92 |
| TABLA 4.20 WACC O CCPP SAMUEL ADAMS | 94 |
| TABLA 4.21 WACC O CCPP ARTESANAL DE MÉXICO | 95 |
| TABLA 5.1. EVA | 97 |
| TABLA 5.2. CAPITAL INVERTIDO (MILLONES USD) | 100 |
| TABLA 5.3. CAPITAL INVERTIDO (MXN) | 101 |
| TABLA 5.4. FORMULA EVA PROYECTADA | 104 |
| TABLA 5.5. PIB PROYECTADO EUA | 104 |
| TABLA 5.6. PIB PROYECTADO MÉXICO | 105 |