



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

**“Valuación por Método Value
Investing**

Mc Cormick& Co., Inc.”

Autor: María Victoria Panelati

DNI: 35.320.759

Tutor del Trabajo Final: Ignacio Warnes

Índice

1. Abstracto	3
2. Análisis de la Compañía	4
● 2.1 Riesgos específicos del negocio	5
● 2.2 La adquisición de RB Food	6
3. Método de Valuación	7
● 3.1 El Valor de los Activos Neto (NAV)	7
– 3.1.1 Ajustes generales	8
● 3.2 El Poder de Generar Ganancias (EPV)	9
– 3.2.1 Tasa de descuento	10
● 3.3 Crecimiento con Valor	10
– 3.3.1 Margen de seguridad	11
● 3.4 Comparación método de flujo de fondos descontados	11
4. Cálculo del Valor Razonable	12
● 4.1 Cálculo del Valor de los Activos Neto (NAV)	12
– 4.1.1 Caja y equivalentes	12
– 4.1.2 Cuentas por cobrar netas	12
– 4.1.3 Inventarios de bienes terminados	12
– 4.1.4 Inventarios de materia prima	12
– 4.1.5 Otros activos corrientes	12
– 4.1.6 Propiedades, Planta y Equipos	12
▪ 4.1.6.1 Propiedades y plantas	12
▪ 4.1.6.2 Tierras y campos	13
▪ 4.1.6.3 Máquinas y equipos	13
▪ 4.1.6.4 Contribuciones en progreso	13
▪ 4.1.6.5 Depreciaciones de PPE	13
– 4.1.7 Activos intangibles	13
▪ 4.1.7.1 Goodwill	13
▪ 4.1.7.2 Intangibles	13
– 4.1.8 Inversiones de largo plazo	14
– 4.1.9 Pasivos corrientes	14
– 4.1.10 Deuda de largo plazo	14
– 4.1.11 Impuestos diferidos	14
– 4.1.12 Interés minoritario	14
– 4.1.13 Beneficios de pensiones	14
– 4.1.14 Otros pasivos de largo plazo	14
– 4.1.15 Patrimonio Neto	14
– 4.1.16 Tabla con números del cálculo	15
– 4.1.17 Tabla 2 – Presentación y cálculo del Valor del Activo Neto por Acción	16
– 4.1.18 Conclusiones	16
● 4.2 El Poder de Generar Ganancias (EPV)	16
– 4.2.1 Ventas	17
– 4.2.2 Costo de mercaderías vendidas	17
– 4.2.3 Gastos generales, de administración y de ventas	17
– 4.2.4 Gastos transaccionales y de integración	17
– 4.2.5 Gastos especiales	17
– 4.2.6 Depreciaciones y amortizaciones	17
– 4.2.7 Intereses	17
– 4.2.8 Impuestos	17
– 4.2.9 Gastos de Capital (CAPEX)	18
– 4.2.10 Cálculo de la tasa de descuento (WACC)	18
▪ 4.2.10.1 Ponderación Deuda sobre Activo	18
▪ 4.2.10.2 Tasa de deuda	19

▪ 4.2.10.3 Tasa de impuestos	19
▪ 4.2.10.4 Ponderación de Capital sobre Activo	19
▪ 4.2.10.5 Tasa de retorno de los accionistas	19
○ 4.2.10.5.1 Tasa libre de riesgo	19
○ 4.2.10.5.2 Beta	19
○ 4.2.10.5.3 Prima por riesgo de mercado (MRP)	20
▪ 4.2.10.6 Inflación	20
▪ 4.2.10.7 Tasa del Tesoro de EEUU atado a la inflación (TIIP)	20
▪ 4.2.10.8 Tabla cálculo WACC	20
– 4.2.11 Tabla con números del cálculo caso 1	21
– 4.2.12 Tabla con números del cálculo caso 2	21
– 4.2.13 Tabla 7 – Cálculo de los promedios utilizados para los ajustes del EPV	22
● 4.3 Crecimiento con Valor	22
– 4.3.1 Margen de seguridad	22
5. Conclusión	24
6. Anexo 1 – Teoría del cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)	26
7. Anexo 2 – Valuación de Activos Intangibles	27
8. Anexo 3 – Gráficos que respaldan la información	29
● 8.1 Gráfico 1 – Facturación anual Mc Cormick& Co. Inc. en millones de dólares	29
● 8.2 Gráfico 2 – Market Share de Mostazas en EEUU	29
● 8.3 Gráfico 3 – Variación del precio de la acción de Mc Cormick	29
● 8.4 Gráfico 4 – Índice de precios al productor de commodities de granos	30
– 8.4.1 Tabla índice de precios al productor de commodities de granos	30
● 8.5 Gráfico 5 – Índice de precios al productor para construcción industrial	30
– 8.5.1 Tabla índice de precios al productor para construcción industrial	31
● 8.6 Gráfico 6 – Índice de precios al productor para construcción de oficinas	31
– 8.6.1 Tabla índice de precios al productor para construcción de oficinas	31
● 8.7 Gráfico 7 - Evolución del valor de las tierras agropecuarias en EEUU	32
● 8.8 Gráfico 8 – Índice de precios para la venta de maquinaria y equipos	32
– 8.8.1 Tabla índice de precios para la venta de maquinaria y equipos	32
● 8.9 Gráfico 9 – Múltiplos adquisición RB Food vs Industria	33
● 8.10 Gráfico 10 – Curva de rendimiento Bono MKC vto 2027 (10y)	33
● 8.11 Gráfico 11 – Tasa del Treasury a 10 años	34
● 8.12 Gráfico 12 – Cálculo del β con 5 años de historia	34
● 8.13 Gráfico 13 - Tasa del Tesoro atado a la inflación a 10 años	35
● 8.14 Otros Gráficos utilizados en el análisis	35
– 8.14.1 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2021	35
– 8.14.2 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2022	36
– 8.14.3 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2023	35
– 8.14.4 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2024	37
– 8.14.5 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2025	37
– 8.14.6 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2047	38
– 8.14.7 Curva de rendimientos Treasury por duration	38
– 8.14.8 Cuadro rendimientos Deuda MKC, Treasuries y Spread	39
9. Bibliografía	40
10. Glosario	41

1. Abstracto

En el siguiente trabajo se buscará encontrar el valor razonable de la compañía Mc Cormick & Co. Inc. (MKC: NYSE), compañía líder en ventas de condimentos y productos de sazónamiento, y se analizará este valor con respecto al precio de mercado para buscar posibles oportunidades de inversión. Se utilizará el método del Valor de la Inversión (en adelante Value Investing), famoso por ser utilizado por grandes inversores como Warren Buffet o Benjamin Graham, precursor del mismo. Este método consiste en buscar si una compañía genera valor para el accionista a través del análisis del valor de sus activos y el poder que tiene de generar ganancias con esos activos.

El valor neto de los activos (Net Asset Value) busca encontrar cuál es el valor de los activos de la empresa neto de la deuda que tomaron para adquirirlos y sostenerlos. Consiste en encontrar el costo de reposición de los activos de la empresa, es decir, cuánto tendría que pagar un competidor para conseguir la misma cantidad de activos. Si la empresa está en cesación de pagos, este valor del activo se reemplaza por el valor de liquidación, es decir cuánto se podría obtener de la venta de estos activos. Por otro lado, el poder de generar ganancias (Earnings Power Value – EPV) consiste en ajustar las ganancias del período a las que correspondan con el negocio, de manera de calcular el flujo de fondos que se puede obtener con ese nivel de activo.

Con este método se buscan acciones en las que haya crecimiento con valor genuino y evitar las acciones con grandes historias sobre crecimiento potencial. Muchas veces el valor está en las “compañías aburridas”, de retornos constantes, desconocidas, o que reparten dividendos regulares. También se encuentran oportunidades en empresas pequeñas y spin off recientes siendo que muchos inversores institucionales no pueden tenerlas por tamaño y por el volumen de estas ventas baja el precio temporalmente. Otra fuente de oportunidades son las empresas en quiebra o con dificultades financieras, en las que es importante analizar el valor de los activos, por si se liquida, y el valor que puede tener si se hiciera una reestructuración.

En el caso de la compañía que analizamos nos encontramos con una empresa con 130 años de historia, que había llegado a su punto de maduración pero los últimos años tomó la decisión de reinventarse y expandirse, tanto a nivel mundial con esfuerzos propios, como a través de la compra de competidores (Ver Gráfico 1 en Anexo 3). Así lograron tasas de crecimiento mayores, pero también se encontraron con un mayor nivel de deuda. Esto se ve reflejado especialmente en la última gran adquisición de la compañía, en la que se quedó con la unidad de negocios de alimentos de la compañía Reckitt Benckiser Group PLC. Si bien esta operación fue estratégica y le permitió tomar marcas líderes de mercado en condimentos, significó una erogación de capital muy grande que dejó a la compañía con altos niveles de deuda a los que no acostumbraba.

Luego de analizar la compañía se concluyó que, Mc Cormick & Co es una oportunidad de inversión, porque es una compañía rentable y con muchas perspectivas hacia adelante por sus planes de negocio, que genera un muy buen nivel de flujos de fondos con un bajo nivel de activos, y que tiene valor a largo plazo. Nos encontramos con un margen de seguridad suficiente como para invertir y esperar un alto potencial de suba de precios.

2. La compañía: McCormick and Company Incorporated

Lo primero que debemos hacer es analizar la compañía. Su negocio principal es producir, vender y distribuir especias, condimentos, salsas y otros productos de sazón. Fue fundada en 1889 en Estados Unidos y con más de 11.700 empleados, tiene presencia en 150 países. Sus ventas en el continente americano representan el 67% de las ventas totales, mientras que Europa y África representan un 20% y Asia el 13% restante.

Con numerosas marcas reconocidas a nivel mundial ofrece productos tanto industriales como para el consumidor final. El 62% de su facturación viene del segmento minorista. El portafolio de productos que ofrecen en este segmento incluye hierbas y especias, condimentos, caldos, salsas, aderezos, postres, arroces, condimentos para ensaladas y levaduras. El otro 38% de las ventas corresponde al segmento industrial, mediante el cual ofrecen soluciones de saborizantes y condimentos a la industria de alimentos y bebidas y cadenas de restaurantes.

Es una compañía que pone mucho foco en el crecimiento, a través de tres enfoques: fortalecimiento de las marcas, innovación en nuevos productos y adquisición de marcas líderes.

Invierten mucho dinero en investigación y desarrollo para generar innovaciones de nuevos productos y mejoras en los existentes para atender siempre las demandas cambiantes del mercado. Esto puede verse como un punto positivo, ya que están bien posicionados en cuanto a la creciente demanda de los consumidores acerca de productos más sanos y naturales (orgánicos, bajos en sodio, libres de gluten, bajos en grasas, etc.).

Los últimos años tuvieron un crecimiento muy fuerte en Asia, especialmente en China y el Sudeste Asiático, un mercado de gran tamaño y con mucha predilección por los condimentos y especias. En 2017, este crecimiento fue alrededor del 10% en moneda constante respecto a 2016, destacándose por el mayor volumen y la mayor variedad que pudieron introducir en estos mercados durante el ejercicio.

En los últimos períodos hicieron 7 adquisiciones, poniendo foco en aquellos lugares donde pueden aumentar la escala. En este ejercicio realizaron la primera en diciembre 2016, cuando adquirieron el 100% de las acciones de Enrico Giotti SpA (Giotti), un productor de condimentos líder de Europa famoso por sus endulzantes y saborizantes para bebidas y lácteos. Esta adquisición trajo consigo un aumento importante de ventas en el segmento industrial.

La segunda gran adquisición vino en agosto de 2017 cuando adquirieron RB Food, conocido principalmente por sus aderezos French's®, Frank'sRedHot® y Cattlemen's®. Esta compra contribuyó al aumento de las ventas, representando más del 30% del aumento en ventas de 2017. En años anteriores adquirieron Gourmet Garden, Cajun Injector, Brand Aromatics, One World Foods, entre otros. Todas estas adquisiciones ayudaron a expandirse tanto en Estados Unidos como en el Mundo y en ambos segmentos (minorista e industrial).

Es una compañía que paga dividendos año a año, los cuales fueron crecientes durante los últimos 32 años. Esto es algo importante de marcar, ya que generaron los ingresos suficientes para poder realizar un crecimiento genuino, adquirir nuevas marcas, expandirse y además pagar una renta al accionista luego de cada período.

Otro punto interesante es que tienen una cultura de pago de sueldos de la gerencia según resultados de corto y largo plazo que genera un compromiso a largo plazo de los empleados alineado con los objetivos de la compañía. Consiste en medir tanto por las ganancias por acción (Earnings per share) del período como por el plan de desempeño de largo plazo (Long Term Performance Plan), que representa la tasa de crecimiento acumulado por períodos continuos de tres años, ajustado por variaciones de tipo de cambio y aumentos en las ventas por adquisiciones. Esto genera directivos comprometidos con el valor para el accionista.

2.1 Riesgos específicos del negocio:

- Materias primas: Las materias primas más utilizadas son: pimienta, lácteos, ajo, vainilla, pimentón, cebolla, harina de trigo y arroz. Las especias y hierbas son importadas, mientras que el resto de las materias primas se obtienen dentro de Estados Unidos. Como son todos productos agropecuarios, están sujetos a las fluctuaciones en los precios de mercado y la disponibilidad de las mismas, que a su vez están condicionados por factores climáticos, condiciones de las cosechas y otros factores fuera del alcance de la compañía. Para gestionar esta volatilidad utilizan distintas estrategias como compras con entrega futura, traslado de precios al consumidor y ahorro de costos. No utilizan instrumentos financieros derivados.
- Concentración de clientes: El cliente que más representa de las ventas minoristas es Wal-mart Stores Inc. con el 11% de las ventas; en el segmento industrial, los primeros 3 clientes representan el 50% de las ventas, como por ejemplo Pepsico Inc representa el 11% de las ventas. Esto puede afectar negativamente a la compañía ya sea porque perder un cliente representativo significaría una reducción en las ventas hasta conseguir el mismo volumen, como también por el poder de negociación de precios que tienen estos clientes.
- Estacionalidad: La primera mitad del año suelen ser más bajas las ventas, creciendo en el tercer trimestre y disparándose en el cuarto de la mano de la época de fiestas y celebraciones.
- Regulaciones gubernamentales: Al ser productos alimenticios están atados a múltiples regulaciones a nivel global.
- Riesgos asociados a la operación global: están sujetos a variaciones en los tipos de cambio, crisis económicas, regulaciones proteccionistas, imposición de tarifas y restricciones a la inversión o reparto de dividendos. En 2017 el 41% de las ventas fueron por negocios en el extranjero. Aquí sí utilizan instrumentos financieros derivados para limitar los riesgos de fluctuación de las monedas.
- Daño a la reputación de la marca: Si bien tienen muchos controles de calidad y trabajan para dar una imagen confiable de la marca, si hubiera algún problema que afectara la reputación de la marca, por la sensibilidad del tema en productos alimenticios, podrían verse afectados negativamente.
- Nivel de apalancamiento por compra de RB Food: La adquisición de esta línea de negocio se realizó mediante la toma de deuda por parte de la empresa, aumentando su nivel de apalancamiento y generando riesgos de crédito, relacionados al incumplimiento de la deuda, problemas para tomar deuda adicional, o mayor exposición a la variación de las tasas de interés.

2.2 La adquisición de RB Food

Reckitt Benckiser Group PLC (“RB”) es una compañía de consumo masivo de capitales británicos que se especializa en productos de higiene, cuidado del hogar y salud. Su portafolio incluye marcas líderes como Woolite, Harpic, Scholl, Veet y Strepsils, entre otras. Este año decidieron poner en venta su unidad de negocio de alimentos, después de adquirir Mead Johnson Nutrition, empresa de suplementos dietarios para bebés, y poner el foco en sus negocios más importantes.

Mc Cormick fue el mejor postor, quedándose con el negocio por \$4.200 millones de dólares. Otros interesados, fueron Unilever, quien recientemente rechazó una oferta de compra por parte de Kraft Heinz, y Hormel Food, quien tiene gran variedad de productos alimenticios. Los analistas estimaban que la operación sería de \$3.000 millones. El precio fue mayor, no sólo por la competencia, sino porque se trataba de activos únicos, marcas líderes con un gran porcentaje de tenencia de mercado. Si analizamos múltiplos, Mc Cormick pagó 7 veces las ventas y 25 veces las ganancias antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA –Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) cuando el promedio de mercado del rubro se encuentra en 0,8 y 16 respectivamente¹.

Las marcas incluidas en el acuerdo eran: la mostaza French, número uno de ventas en EE.UU con el 35% de la tenencia de mercado (ver Gráfico 2 en Anexo 3); la salsa picante Frank’sRedHot, también número uno en ventas en EE.UU y Canadá; y la línea de barbacoa Cattlemen’s, enfocada en el sector industrial. Con estos negocios, Mc Cormick pasaría a ser el número 3 en ventas de condimentos a nivel mundial, siendo hoy el número 10 de EE.UU.²

La estrategia detrás de la compra es llevar a estas marcas a todo el mundo, enfocándose en los mercados con mayor crecimiento, como Asia, y en el público Millennial, que no sólo consume grandes cantidades de salsas y condimentos, sino que es más consciente del valor nutricional de lo que consume. En esto Mc Cormick tiene una ventaja competitiva, ya que mantiene el foco en la innovación y desarrollo de productos más saludables. Así es como quieren lograr que la salsa picante sea número 1, no sólo a nivel EEUU y Canadá, sino a nivel mundial.

La gran pregunta es si pagaron demasiado o realmente tienen tanto valor para sacar de esta operación. El negocio que compraron tiene un muy buen margen, del 28,7% antes de intereses e impuestos, pero parece complicado mejorarlo. A su vez, son marcas que combinan perfecto con el portafolio existente, y para las cuales pueden lograr aumentar la escala con la red de distribución global de la compañía, para el sector industrial y el consumidor final.

La primera reacción del mercado no fue buena, observándose una caída del 5,2% en el precio de la acción el día del anuncio de la compra (19/07/2017 - Ver Gráfico 3 en Anexo 3). Esto se debe a que, si bien adquirieron marcas líderes en sus segmentos, con buen margen y alto nivel de ventas, a los accionistas les preocupa que el precio pagado haya sido demasiado alto y se comprometa la salud de la compañía por el nivel de deuda que vino asociado a la operación.

¹ Fuente Bloomberg. Por ejemplo, analista Michael Halen, en su nota “Is Amazon the spice behind Mc Cormick’s pricey acquisition?”, Julio 2017 – Aplica también para la nota al pie número 2.

² Fuente Bloomberg. PR Newswire “Mc Cormick to acquire Reckitt Benckiser’s Food Division”

3. Método Value Investing

No es sólo un método de valuación sino una forma de analizar el mercado, ya que no busca sólo valuar una empresa en un momento determinado para definir si se debe mantener, comprar o vender, sino que busca ver si la compañía tiene o no valor, y de acuerdo a eso encontrar el momento adecuado para invertir en ella. Requiere conocer la empresa y la industria, analizarla y seguirla durante un tiempo porque busca conseguir “ofertas”, y éstas sólo se encuentran cuando el inversor está atento y conoce a fondo sus empresas target. El usuario tiene que ser consciente de sus limitaciones y enfocarse en lo que conoce. Esto se debe a que tiene que llegar al valor intrínseco más cercano posible a la realidad, que muchas veces difiere del precio de mercado, entonces tiene que estar seguro y confiar en su valuación.

Pone el énfasis en la información de la empresa que es conocida y se busca un enfoque realista sobre el futuro. Puede considerarse conservador, pero considera que cuanto más verídica la información, más cerca se va a estar de su valor razonable y más probable es que se puedan encontrar oportunidades de compra o venta que generen rentabilidad.

Los primeros en usar el método fueron Benjamin Graham y David Dodd. Se basaban en 3 principios:

1) Los precios de los activos están sujetos a movimientos significativos y caprichosos. Éstos están determinados por el “Señor Mercado”³, quien tiene cambios de humor constantes.

2) El valor intrínseco de los activos es estable y puede ser medido con suficiente exactitud. Por lo tanto, el precio y el valor intrínseco de los activos son cosas distintas y pueden no tener el mismo valor en un determinado día.

3) Si se toma la estrategia de comprar un activo cuando el precio de mercado es significativamente menor al valor intrínseco, se va a conseguir un retorno alto en el largo plazo. Esta diferencia entre el precio de mercado y el valor intrínseco se llama “margen de seguridad”.

En el método evolucionado, la valuación consta de tres partes: El valor de los activos (Asset Value), el poder de la compañía de generar ganancias (Earnings Power Value) y el crecimiento con valor (Franquicia). A continuación, presentamos los principales aspectos de cada parte.

3.1 Valor de los Activos (Asset Value):

El principal objetivo de valuar la compañía a través del valor de los activos es analizar si el valor económico de los activos está correctamente reflejado en el precio del activo.

Para el cálculo se toma el valor contable de los activos y pasivos y se realizan los ajustes necesarios para acercarlos a la realidad. Luego resta los pasivos al valor del activo y obtiene el Valor Neto de los Activos (Net Asset Value - NAV); el cual es dividido por la cantidad de acciones

³Benjamin Graham introduce el concepto de “El Señor Mercado” en su libro “El Inversor Inteligente” 1949. Allí se refiere a éste como un inversor hipotético que se deja llevar por el pánico, la euforia o la apatía según el día y realiza sus decisiones de inversión según estos estados de ánimo. *Fuente: Investopedia.*

para poder hacerlo comparable con el precio y el Poder de Generar Ganancias (Earnings Power Value - EPV).

Los Activos deben estar valuados al costo de reproducción, es decir cuánto le costaría a un competidor entrar en el negocio. Si la industria no es económicamente viable o la empresa entra en quiebra se puede valorar por el valor de liquidación, y este valor va a depender de si cada activo puede ser usado por otra compañía o no, ya que si son activos muy especializados el valor va a ser mucho menor a que si son activos más genéricos.

3.1.1 Ajustes generales:

- Caja: es dinero líquido, está a valor de mercado, no hay nada que ajustar.
- Inversiones: suelen estar valuadas a un precio de mercado o valor razonable.
- Cuentas a cobrar: suele ser neto de deudores incobrables, pero siendo que son corrientes, muchas veces le sacan incobrables que se van a cobrar o lo provisionan por un porcentaje mayor a la incobrabilidad real. Entonces se lo vuelve a sumar porque es dinero que en algún momento se va a cobrar y, a su vez, porque es un crédito que se generó por el negocio.
- Inventarios: Es muy importante el método de valuación que se utiliza. Si utiliza “primero entrado, primero salido” (First in, first out - FIFO), el valor del inventario probablemente esté valuado a precios de mercado, ya que el inventario que primero sale es de los bienes que se adquirieron tiempo atrás y van quedando los bienes adquiridos recientemente. Si utiliza el método “último entrado, primero salido” (Last in, last out - LIFO) es probable que el inventario esté subvaluado ya que los primeros bienes en salir son los adquiridos último y queda el inventario con los precios de los bienes adquiridos antes en el tiempo. También hay que tener en cuenta que el balance está a precios de cierre, puede haber pasado tiempo desde ese momento y el nuevo competidor no va a poder generar inventario a precios del año anterior.
- Gastos pagados por adelantado: suelen ser lo que son, no se ajustan.
- Impuestos diferidos: son créditos impositivos que se van a utilizar en el futuro, entonces suponemos que se utilizan en el siguiente período y les calculamos el valor presente descontando a un año.
- Propiedades, planta y equipo: Son activos cuyo valor de mercado suele diferir considerablemente con su valor de libros por la naturaleza de los mismos y la diferencia entre el precio de adquisición y el precio de mercado. Muchas veces este precio de mercado es difícil de identificar. Se presentan netos de depreciaciones, pero si alguien necesita tenerlos va a pagar el precio completo, entonces se les vuelven a agregar las depreciaciones.
- Intangibles: Hay dos cosas a mirar. Por un lado, los intangibles sólo se registran cuando la compañía compra a otra por un precio superior al valor de los activos neto de pasivos. Hay que ver si este plus que se pagó realmente genera mayores beneficios para el negocio, se necesita información y conocimiento de la industria. Por otro lado, puede haber intangibles que pertenecen al negocio pero que no fueron registrados porque son intrínsecos al mismo. Al calcular este valor, se debe analizar la cantidad de dinero invertida en investigación y desarrollo, ya que un

nuevo competidor va a tener que invertir mucho en eso para poder llegar al mismo nivel de desarrollo. También debe tenerse en cuenta la fidelización de los clientes, la cual depende del ciclo de ventas, es decir de cuánto les cuesta concretar una primera venta con un cliente. A su vez, puede haber otras posibles fuentes de intangibles como licencias otorgadas por el gobierno, patentes, fórmulas secretas, etc. Es importante analizar cuánto se gasta en marketing, porque si se gasta tanto en marketing para establecer una marca como valor tiene esta marca, no sirve.

- Pasivos: hay 3 categorías: 1) las que son propias del negocio, generalmente son corrientes y están bien valuadas, se restan directamente. 2) las que surgieron por alguna situación particular del pasado que no son propias del negocio (por ejemplo, por juicios o impuestos diferidos), que si bien un nuevo competidor no tendría por qué incurrir en ellas tienen que ser pagadas por la compañía entonces le quitan valor al inversor, también se restan (pueden requerir algún ajuste). 3) la deuda de la compañía, si se mira del punto de vista del accionista en caso de liquidación cobrarían primero, por lo que tiene que ser eliminada, teniendo en cuenta su valor de mercado (si la empresa es pública este valor de mercado es fácil de conocer, si es privada es probable que el valor de libros sea cercano a la realidad). Substraer todos los pasivos es una forma conservadora de mirar el valor de los activos neto de todas las posibles erogaciones en caso de liquidación.

3.2 Poder de Generar Ganancias (Earnings Power Value - EPV)

Originalmente consideraban que las ganancias del período, ajustadas correctamente, representaban niveles sustentables de flujos de fondos distribuibles y permanecían constantes a lo largo del tiempo. Así consideraban que $EPV = \text{Ganancias Ajustadas} \times 1/r$; siendo r = tasa de descuento y considerando un crecimiento = 0.

El método evolucionado considera que hay que ajustar: 1) las ganancias/pérdidas que no se corresponden con la operatoria del negocio; 2) la diferencia entre amortizaciones y depreciaciones y lo que se invierte para mantener el nivel de activos; 3) el ciclo en el que está el negocio; 4) otros ajustes que se consideren necesarios.

Para el cálculo del EPV, lo más conveniente es comenzar con el EBIT (Earnings before interest and taxes), es decir por la ganancia antes de intereses e impuestos, e ir ajustando este valor. Lo primero a tener en cuenta es si hubo alguna ganancia o pérdida extraordinaria en el período, por qué se produjo y sacarla del resultado. Luego debe analizarse en qué momento del ciclo económico está el negocio y si sería conveniente realizar algún ajuste para quitar los efectos particulares del ciclo. Por último, hay que ajustar los movimientos por amortizaciones y depreciaciones y por gastos de capital hasta llegar al flujo libre de fondos a descontar.

Para los gastos de capital (capex) hay que tener en cuenta que una parte es utilizada para mantenerse en el negocio y otra parte para el incremento de ventas del período. En general, las compañías mantienen un nivel estable de ventas sobre propiedades, planta y equipo neto de depreciaciones. Por lo tanto, para calcular los requerimientos de gasto de capital por aumento de ventas (growth capex), se puede calcular este indicador de los últimos años y multiplicar ese promedio por el crecimiento en ventas del período. Luego debemos eliminarlo

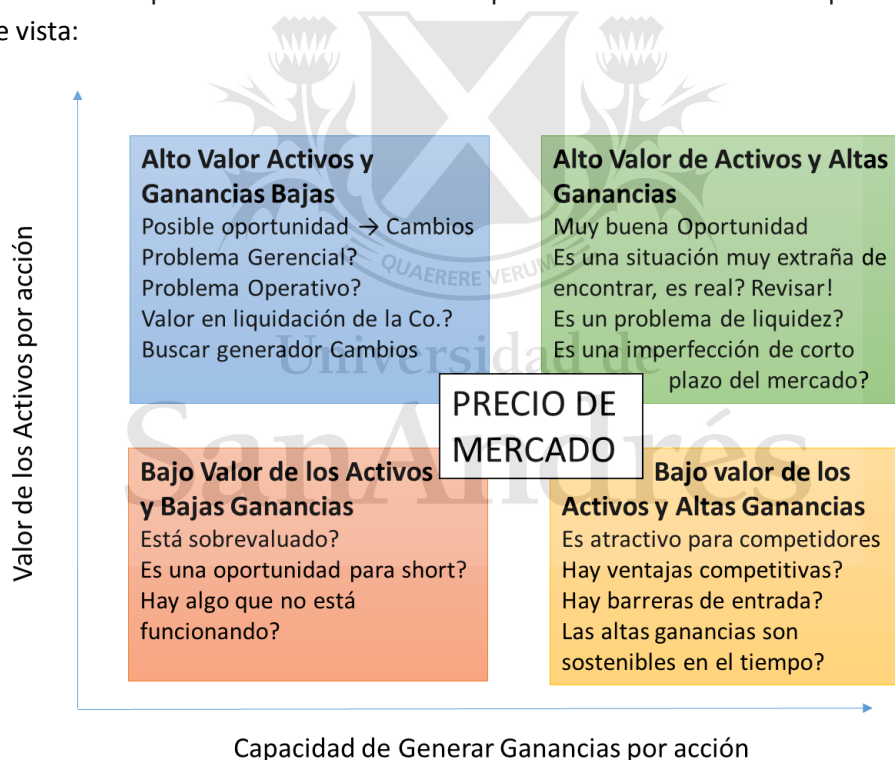
del total del capex utilizado para obtener el valor que se requiere invertir sólo para mantener el negocio (maintenance capex).

3.2.1 Tasa de descuento: se utiliza el costo promedio ponderado de capital de la compañía (WACC). Ver teoría del cálculo en Anexo 1.

El EPV puede calcularse descontando los flujos del período actual o bien realizando una proyección de crecimiento de las ventas esperado, con los ajustes necesarios en las cuentas para que reflejen este crecimiento. Se debe tener en cuenta que, como se utiliza una perpetuidad, el crecimiento que se aplica se supone que es sostenido en el tiempo. Si bien este cálculo es menos conservador que el anterior, puede tenerse en cuenta para comparar con métodos que incluyen crecimiento como el método de flujo de fondos descontados.

3.3 Crecimiento con Valor:

Una vez que calcula el EPV por acción, habiendo calculado el NAV por acción, se comparan estos valores con el precio de mercado, y se analiza la relación entre ellos. El siguiente cuadro presenta las posibles situaciones en las que se va a encontrar la empresa desde este punto de vista:



Valor de la franquicia: Se llama franquicia a la diferencia entre EPV y NAV.

$$Franquicia = EPV - NAV$$

Es lo que permite a la firma ganar más de lo que tiene que invertir para fondear sus activos. Aquí es muy importante el rol del crecimiento. Sólo genera valor al accionista el crecimiento que produce un retorno superior a los costos que implica la generación de ese crecimiento. El crecimiento necesita más activos (más inversión), entonces lo que generen de más estos activos tiene que ser superior a lo que generaba anteriormente. Esto se alcanza con una ventaja competitiva.

Siempre que haya negocios rentables va a haber nuevos competidores que van a hacer que ese rendimiento sea cada vez menor hasta el punto en el que ya no sea tan conveniente ingresar porque el valor del EPV es igual al NAV. Sin embargo, cuando la compañía cuenta con una ventaja competitiva este efecto puede verse menguado. Las ventajas competitivas pueden venir de: una licencia, patentes, economías de escala, know-how o la fidelización de los clientes. El valor de estas ventajas competitivas va a depender de cuán difícil sea para un nuevo competidor reproducir estas ventajas competitivas.

Si el EPV es mayor al NAV consistentemente año a año, es muy probable que la compañía tenga ventajas competitivas sustentables y esté operando con algún tipo de franquicia, protegido por barreras de entrada que mantengan a los nuevos competidores fuera del negocio.

3.3.1 Margen de Seguridad:

Lo que buscan los seguidores del value investing es invertir en compañías que tengan un margen de seguridad alto, es decir que la diferencia entre el valor intrínseco y el precio de mercado sea lo suficientemente grande como para otorgar una ganancia segura cuando vuelvan a igualarse el precio y el valor razonable.

3.4 Comparación con el método de Flujo de Fondos Descontados

Para el método de Flujo de Fondos Descontados, el valor intrínseco de un activo es el valor actual de la suma de los flujos de fondos, descontados por la tasa del costo de capital.

Los flujos se descuentan por el hecho de que preferimos tener un peso hoy a tener un peso en algún momento futuro del tiempo. Esto se debe a que un peso en el futuro implica riesgos como inflación, crédito, oportunidad (hoy podemos invertirlo y ganar una renta), etc. Cuanto más alejados en el tiempo esos flujos, menos valor tienen para nosotros.

Críticas de la corriente value investing hacia el método de flujo de fondos descontados:

- Se proyectan cosas que no se saben y para las cuales es muy difícil acertar en un pronóstico. “Sumar información inexacta a información exacta produce información inexacta”⁴
- Se introducen muchos supuestos y puede haber errores en uno o varios de ellos.
- Los flujos de fondos futuros estimados tienen mucho peso sobre el valor total, sobre todo por la perpetuidad que toma fondos bastante alejados en el tiempo y genera un valor tan grande que termina teniendo más importancia en la valuación que los flujos actuales y conocidos.
- El costo de capital puede cambiar a lo largo del tiempo, principalmente porque va variando la composición de deuda y capital y porque se construye con una tasa libre de riesgo que fluctúa.
- Toma una tasa de crecimiento constante, lo cual no es real, ya que éste varía por múltiples variables como la inversión, el ciclo económico, entre otras cosas. Cuando se calcula el EPV con crecimiento sucede lo mismo, los usuarios del método más ortodoxos no realizan este cálculo.

⁴ “Value Investing: from Graham to Buffett and Beyond,” página 34

4. Cálculo del Valor Razonable

Realizaré los cálculos con fecha 12 de febrero de 2018, fecha de presentación de los Estados Contables anuales.

4.1 Cálculo del Valor de los Activos por Acción - Asset Value per Share

Como el balance está organizado de manera que los activos más líquidos, y luego los pasivos, están al principio, vamos a comenzar a analizar y ajustar las cuentas de arriba hacia abajo. Esto nos permite comenzar con las cuentas que tienen su valor razonable más cercano al contable, es decir, que cuentan con la información más confiable, y continuar con aquellas cosas que requieren más supuestos y utilizan información menos confiable.

4.1.1 Caja y Equivalentes: está compuesta por efectivo y activos financieros muy líquidos (duración menor a 3 meses), los cuales tienen un precio de mercado cierto; suponemos que está valuado a valor razonable.

4.1.2 Cuentas por cobrar netas: es neta de deudores incobrables. Sin embargo, suponemos que al ser de corto plazo se van a cobrar y a su vez, es un crédito que se generó por el negocio. Por lo tanto, adicionamos nuevamente la provisión por deudores incobrables de \$6,6M.

4.1.3 Inventarios de bienes terminados: utiliza el método de valuación contable “primero entrado, primero salido”, en la que el inventario que sale primero es el adquirido o producido más lejos en el tiempo y, por la rotación, se supone que está valuado según los bienes adquiridos o producidos más recientemente. Por lo tanto, no requiere ajuste.

4.1.4 Inventarios de materias primas: teniendo en cuenta que son commodities y que su valuación varía según los precios internacionales, ajusto la cuenta por la variación del índice de precio de los commodities de granos de la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos (Bureau of Labor Statistics, en adelante BLS) (Ver Gráfico 4 en Anexo 3), que son los activos utilizados como materia prima y a su vez más similares a las especias, desde que cerró el ejercicio hasta el momento de presentación. Esta variación fue de 11,09%. Es importante tener en cuenta también que la trayectoria de la compañía y las relaciones de largo plazo con sus proveedores le permiten obtener precios más competitivos, que un nuevo jugador no podría conseguir.

4.1.5 Gastos pagados por adelantados y Otros activos corrientes: nos encontramos con dos cuentas que representan activos bien de corto plazo, por lo que suponemos que su valuación contable se acerca al valor razonable.

4.1.6 Propiedades, planta y equipos: Cuando pasamos al Activo no Corriente, nos encontramos con que las cuentas que forman “Propiedades, planta y equipos total”, están valuadas a costo histórico, lo que requiere un análisis de cada línea con los respectivos ajustes necesarios.

4.1.6.1 Propiedades y plantas: consideramos que el costo histórico es un valor muy desactualizado. Para ajustar esta cuenta voy a utilizar el índice de precios de la construcción industrial de la BLS (Ver Gráfico 5 en Anexo 3) y el índice de los precios de la construcción de oficinas de la BLS (Ver Gráfico 6 en Anexo 3) para sacar un promedio combinado de los últimos 10 años (Variación: 19,11%). Este número podría ser mayor, pero si bien alguien que quisiera volver a construir, tanto las plantas como las oficinas que tiene la compañía, tendría que pagar

más en materiales, probablemente consigan hacerlo con técnicas de construcción más efectivas en materia de costos y tecnología más avanzada.

4.1.6.2 Tierras y campos: Según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos, en 2018 el valor de las tierras agropecuarias (Ver Gráfico 7 en Anexo 3) más que se duplicó en los últimos 15 años. Esto va en relación con la tendencia de todo el sistema inmobiliario mundial. Si bien la vida útil de estos activos es más larga que 15 años, me parece razonable tomar ese plazo para el cálculo porque no tenemos las fechas de adquisición de cada activo y el mayor crecimiento se realizó en los últimos años. La variación fue de 234,32%.

4.1.6.3 Máquinas y equipo: tienen una vida útil entre 3 y 12 años. Para ajustar esta línea tomamos la variación del índice de precios al productor para la venta de máquinas y equipo de la BLS (Ver Gráfico 8 en Anexo 3) de los últimos 7,5 años, vida útil promedio (Valor agosto 2010: 100,5 - Valor febrero 2018: 119,3 - Variación: 18,71%).

4.1.6.4 Construcciones en progreso: teniendo en cuenta la capitalización de software que realizan para sus maquinarias y procesos, es razonable sumar \$12,8M dólares invertidos en investigación y desarrollo para este fin.

4.1.6.5 Depreciaciones de PPE: Todas estas cuentas de “Propiedades, planta y equipos” se presentan netas de depreciaciones, pero si alguien quisiera reproducirlos debería pagar el precio completo; por lo tanto, las vuelvo a adicionar.

4.1.7 Activos intangibles: Éstos presentan dificultades, ya que la información presentada puede considerarse menos confiable y, sin embargo, representan una parte muy importante del total de los activos (más del 70%). Por lo tanto, con un enfoque conservador propio del método, vamos a tratar de ajustar estos valores, de manera que se acerquen lo más posible a la realidad.

4.1.7.1 Goodwill neto: tiene \$2.546,30M que corresponden a la adquisición de RB Food. Esto incluye intangibles que no pueden ser reconocidos individualmente como: experiencia de los trabajadores, capacidad para determinar la demanda, eficiencia en la cadena de suministro y sinergias que pueden surgir de la adquisición. Suponemos que parte de estos beneficios pueden estar sobre valuados y no concretarse efectivamente. Siendo que el precio estimado de la operación era de \$3.000 millones⁵ y se cerró por \$4.200 millones, un 40% más, voy a reducir este valor en ese porcentaje. El porcentaje de disminución es menor al de los intangibles de marca porque adquirieron todo el negocio, incluido empleados y know-how que hasta ahora funcionaba correctamente y le ofrecía estos beneficios a la Compañía y no debería dejar de hacerlo por un cambio de management. Sin embargo, para ser conservadora, tengo en cuenta que puede haber un tiempo de adaptación que reduzca estos beneficios. Por otro lado, el resto del Goodwill corresponde a adquisiciones anteriores y tienen un buen método de ajuste de valuación del Goodwill, por lo que considero que está a su valor razonable (Ver Anexo 2).

4.1.7.2 Intangibles: observamos que \$2.595M corresponden a la compra de RB Food. Esta contabilización de Intangibles está hecha de acuerdo al flujo de fondos estimado que pueden

⁵ Las noticias en Bloomberg señalaban un rumor acerca de un valor de mercado de \$3.000 M. Por ej, en su nota “French’s deal thrusts Mc Cormick into Kraft Heinz crosshairs”, Craig Gimmona and Taylor Cromwell se preguntan si el precio pagado no fue demasiado alto teniendo esa referencia. Jul 2017

traer esas nuevas marcas incluidas en la compra. Si bien son marcas con mucho reconocimiento, considero que se puede haber sobreestimado la capacidad de generación de estas marcas. Por lo tanto, como Mc Cormick pagó 25 veces el EBITDA por este negocio, cuando el promedio de la industria es de 16 veces (Ver Gráfico 9 en Anexo 3), para ser conservadora disminuyo este valor en el porcentaje de esa diferencia (56,25%). Por otro lado, el resto de los intangibles corresponden a adquisiciones anteriores y tienen un buen método de ajuste de valuación, por lo que considero que está a su valor razonable. Por último, también reducimos el valor de los intangibles por el gasto de marketing (\$117,8M), ya que sin esta inversión las marcas valdrían menos y una campaña de marketing la puede hacer igualmente cualquier competidor.

Todos estos activos intangibles se presentan netos de depreciaciones, pero si alguien quisiera reproducirlos debería pagar el precio completo; por lo tanto, así como hice con los otros tipos de activos, vuelvo a adicionar estas depreciaciones.

4.1.8 Inversiones de largo plazo: son producto de Joint Ventures y algunas compañías con participación minoritaria. Consideramos que no requieren ajustes y que es importante tenerlos en cuenta ya que pueden ser posibles adquisiciones a futuro.

Lo siguiente a analizar son los pasivos.

4.1.9 Pasivos corrientes: son deudas producto del negocio y de corto plazo, éstas suelen estar a valor razonable, por lo que suponemos que no requieren ajustes.

4.1.10 Deuda de largo plazo: es importante tener en cuenta que, en caso de liquidación, esta deuda cobraría primero, por lo que quita valor al accionista, entonces debo contar esta cuenta en su totalidad.

4.1.11 Impuestos diferidos: se van a pagar en algún momento del futuro, al menos en un año, por lo tanto, descuento este valor a la tasa de financiamiento del negocio (WACC), calculada abajo.

4.1.12 Interés minoritario: no es una deuda propia del negocio, por lo cual lo elimino.

4.1.13 Beneficios de pensiones: son una elección de la compañía, un nuevo competidor no tendría por qué armar un programa similar a beneficio de los empleados; lo elimino también.

4.1.14 Otros pasivos de largo plazo: está relacionada a los anteriores, por lo que suponemos que un nuevo competidor no tomaría estos pasivos porque no son propios del negocio.

4.1.15 En las cuentas de **patrimonio neto**, no hay nada que considere deba ser ajustado.

Una vez que tenemos el valor de los activos, restamos el valor de los pasivos para llegar al valor neto de los activos (Net Asset Value). Para hacerlo comparable al precio de la acción, dividimos este valor por el total de acciones en circulación, llegando a un valor de los activos por acción de \$14,66.

4.1.16 Tabla 1 – Cálculo de los ajustes del estado de situación patrimonial

Estados Contables en USD (M)	11/30/2017	Ajustes	Final
Caja y Equivalentes	186,80		186,80
Cuentas por Cobrar Netas	555,10	6,6	561,70
Inventarios - Bienes Terminados	398,10		398,10
Inventarios - Materias Primas	395,20	43,8	439,01
<i>Total Inventarios</i>	<i>793,30</i>	<i>43,8</i>	<i>837,11</i>
Gastos Pagados por Adelantado	32,40		32,40
Otros Activos Corrientes	49,40		49,40
<i>Total Activos Corrientes</i>	<i>1.617,00</i>	<i>50,4</i>	<i>1.667,41</i>
<i>Propiedades, Planta y Equipos Total</i>	<i>1.865,90</i>	<i>481,40</i>	<i>2.347,28</i>
Propiedades y Plantas	488,30	93,3	581,59
Tierras y Campos	63,20	84,9	148,10
Máquinas y Equipo	1.214,50	227,2	1.441,69
Construcciones en progreso	99,90	12,8	112,70
Depreciaciones Acumuladas	- 1.056,80	1.056,8	-
<i>Propiedades, Planta y Equipos Total Neto</i>	<i>809,10</i>	<i>1.475,0</i>	<i>2.284,08</i>
Goodwill Neto	4.490,10	-1018,5	3.471,58
Intangibles	3.137,60	-1577,5	1.560,11
Amortización acumulada Intangibles	- 66,50	66,5	-
<i>Intangibles Neto</i>	<i>3.071,10</i>	<i>- 1.511</i>	<i>1.560,11</i>
Inversiones de Largo Plazo en Co. Afiliadas	163,60		163,60
Otras Inversiones de Largo Plazo	127,00		127,00
<i>Inversiones de Largo Total</i>	<i>290,60</i>		<i>290,60</i>
Otros Activos de Largo Plazo	107,90		107,90
Total Activos	10.385,80	- 1.004	9.381,68
Cuentas a Pagar	639,90		639,90
Gastos Acumulados	717,00		717,00
Deuda de Corto Plazo	257,60		257,60
Porción actual de Deuda de Largo Plazo	325,60		325,60
Otros Pasivos Corrientes	7,20		7,20
<i>Total Pasivos Corrientes</i>	<i>1.947,30</i>	<i>-</i>	<i>1.947,30</i>
Deuda de Largo Plazo	4.443,90		4.443,90
Impuestos Diferidos – Pasivo de Largo Plazo	1.094,50	- 24,81	1.069,69
Interés Minoritario	11,00	- 11,00	-
Beneficios de Pensiones	235,30	- 235,30	-
Otros Pasivos de Largo Plazo	93,90	- 93,90	-
<i>Otros Pasivos Total</i>	<i>329,20</i>	<i>- 329,20</i>	<i>-</i>
Total Pasivo	7.825,90	- 365,01	7.460,89

Patrimonio Neto	1.672,90		1.672,90
Resultados Acumulados	1.166,50		1.166,50
Otro Patrimonio Neto	- 279,50		- 279,50
<i>Total Patrimonio Neto</i>	<i>2.559,90</i>	-	<i>2.559,90</i>
Total Pasivo y Patrimonio Neto	10.385,80	- 365,01	10.020,79

4.1.17 Tabla 2 – Presentación y cálculo del Valor del Activo Neto por Acción

Total de Activo	9.381,68
Total Pasivo	7.460,89
Valor del Activo Neto (NAV)	1.920,78
Total de Acciones en Circulación	131,00
Valor del Activo Neto por acción	14,66

4.1.18 Conclusiones: Así llegamos a una primera conclusión: El valor de los activos neto de las deudas del negocio por acción (\$14,66) es considerablemente menor que el precio de mercado (\$102,30). Esto puede darnos dos indicios:

- La compañía está sobrevaluada porque los activos que tiene no valen lo suficiente para cubrir lo que deberían pagarles a los acreedores y luego cubrir el costo de la inversión para los accionistas.
- El valor de la compañía está en el poder de generación de ganancias con un nivel bajo de activos.

4.2 Cálculo del Poder de Generar Ganancias (Earnings Power Value - EPV)

Para el cálculo del poder de generar ganancias (Earnings Power Value - EPV) vamos a analizar primero el flujo de fondos actual y luego un flujo de fondos con crecimiento. En ambos cálculos vamos a analizar dos casos:

- Caso 1: Utilizamos los valores contables para el cálculo de las ponderaciones de deuda y capital en el cálculo de la tasa de descuento WACC.
- Caso 2: Utilizamos los valores de mercado para el cálculo de las ponderaciones de deuda y capital en el cálculo de la tasa de descuento WACC.

Si analizamos sin crecimiento, primero calculamos el flujo libre de fondos, luego lo descontamos a la tasa WACC y dividimos por la cantidad de acciones. En el caso 1 llegamos a un EPV por acción actual de \$136,74, es decir que el precio de la acción según su capacidad de generar ganancias debería de ser \$136,74, lo cual es mayor que el precio actual de mercado de \$102,30. Esto nos dice que el valor de la compañía está en su poder de generar ganancias con ese bajo nivel de activos. En el caso 2, sin embargo, llegamos a un EPV de \$86,43, el cual es menor al precio de mercado de \$102,30. Esto nos dice que la compañía tiene mejor capacidad de generar ganancias que activos, pero no suficiente como para justificar el precio.

Para el flujo de fondos proyectado los ajustes que son distintos para los casos son aclarados.

4.2.1 Ventas: Utilizamos un crecimiento de las ventas del 3% anual porque si bien su objetivo de crecimiento de las ventas en moneda constante es entre 11-13% y este año realizaron un aumento del 8%, años anteriores crecieron menos del 3% y parte de este crecimiento se explica por la incorporación de las marcas adquiridas en el período. Entonces con una visión más conservadora y teniendo en cuenta que el método utiliza perpetuidad, creemos razonable utilizar un crecimiento de las ventas del 3% real.

$$\text{Ventas} = 4.834,10 * 1,03 = 4.979,12$$

4.2.2 Costo de las mercaderías vendidas: suponemos que bajan los costos un 2% como porcentaje de las ventas por el programa de reducción de costos que aplican llamado CCI (Comprehensive Continuous Improvement). Es decir que, en lugar de representar el 58% de las ventas, pasan a representar el 56%. Este 2% fue el ahorro en el año 2017 (\$117M) como porcentaje de las ventas y lo que proyectan se pueda seguir reduciendo el siguiente año.

$$\text{Costo de las mercaderías vendidas} = 4.979,12 * 0,56 = 2.788,31$$

4.2.3 Gastos generales, administrativos y de ventas: en los últimos 3 años representaron en promedio 26% de las ventas; consideramos que continúa esta tendencia en los próximos años.

$$\text{Gastos generales, administrativos y de ventas} = 4.979,12 * 0,26 = 1.294,09$$

4.2.4 Gastos transaccionales y de integración: vemos que por la compra de RB Food tienen gastos transaccionales y de integración por \$100M, de los cuales \$60M están proyectados para ser incurridos en 2018. Suponemos que no va a haber otros gastos transaccionales ni de integración en el año porque esta última adquisición dejó a la compañía con un alto nivel de apalancamiento, entonces suponemos que en 2018 no se van a realizar adquisiciones o bien se realizarán adquisiciones no representativas. Suponemos también que a futuro van a tener un nivel similar de gastos transaccionales porque es una compañía que está continuamente buscando nuevas adquisiciones.

4.2.5 Gastos especiales: por la implementación de un programa de unificación global, en los próximos 3 años van a reconocer un total de entre \$55 y \$65 M en gastos especiales. Siendo conservadora tomo que van a reconocer \$65M, lo cual son aproximadamente \$21,5M por año.

4.2.6 Depreciaciones y amortizaciones: los últimos 3 años fueron en promedio el 2,48% de las ventas. Suponemos que mantienen este porcentaje a lo largo del tiempo. En un primer momento voy a restarlo del EBITDA para llegar al EBIT y poder calcular los impuestos, y en un segundo momento las vuelvo a adicionar para llegar al flujo libre de fondos.

$$\text{Depreciaciones y amortizaciones} = 4.979,12 * 0,0248 = 123,72$$

4.2.7 Intereses: para aproximar un valor, multiplicamos el monto total de deuda de largo plazo que tiene actualmente por la tasa de deuda anual (rd) utilizada para el cálculo del WACC.

$$\text{Intereses} = 4.443,90 * 0,03679 = 163,49$$

4.2.8 Impuestos: debemos tener en cuenta que en 2018 la tasa de impuesto a las ganancias en EEUU va a ser del 21% por la reforma impositiva, pero como les queda un mes del 2017 al 35%

(diciembre 2017), calculan una tasa del 24% total del período ponderando que diciembre es un mes de alta estacionalidad de las ventas. Utilizamos esta nueva tasa porque parece razonable.

$$\text{Impuestos} = (\text{EBIT} - \text{Intereses}) * \text{tasa impuesto} = (691,50 - 163,49) * 0,21 = 126,72$$

4.2.9 Gastos de capital (Capital Expenditures/ Capex): pueden dividirse en aquellos gastos necesarios para mantener el negocio en determinado nivel de ventas – gastos de capital por mantenimiento (Maintenance Capex) – y los necesarios para lograr el aumento en las ventas (Growth Capex). Para poder diferenciar estos gastos, primero buscamos el nivel de propiedades, planta y equipos (PPE) promedio de los últimos años con relación a las ventas, es decir, cuántos dólares de PPE se necesitan para sostener cada dólar de ventas. Una vez que obtenemos este ratio, lo multiplicamos por el aumento en las ventas para ver cuántos dólares se necesitan para conseguir esas nuevas ventas, es decir el Growth Capex. Por último, como lo que en realidad nos interesa es el Maintenance Capex, porque queremos saber cuánto va a invertir en cada año para mantener su nivel de ventas, tomamos el valor del Capex total y le resto el valor encontrado en el paso anterior. Esto lo utilizamos para el flujo de fondos actual. Para el flujo de fondos con crecimiento utilizamos el Capex total (% promedio de las ventas) porque van a requerir invertir tanto para mantener el nivel de ventas como para lograr el crecimiento del 3%.

Capex 2017	Growth Capex '17	Maintenance capex '17
182,4	\$63,93	\$118,47

Una vez que obtengo el flujo libre de fondos proyectado, lo dividimos por la tasa de descuento correspondiente a cada caso, calculadas a continuación, y luego lo dividimos por la cantidad de acciones. En el caso 1, llegamos a un EPV por acción de \$171,84. Nuevamente, mucho mayor al precio de mercado (\$102,30). En el caso 2, llegamos a un EPV de \$108,62, también por encima del precio de mercado. Esto nos dice que el mercado está considerando cierto crecimiento.

4.2.10 Cálculo de la Tasa de Descuento

4.2.10.1 Ponderación de Deuda sobre Activo: El primer dato necesario para el cálculo del costo promedio ponderado de capital (Weighted Average Cost of Capital – en adelante WACC) es la ponderación de Deuda / Activo (Wd).

Para el caso 1, suponemos que la composición actual de Deuda/Activo es temporal, ya que por la adquisición de RB Food tomaron mucha deuda, y que este ratio va a tender a disminuir, volviendo al promedio de 60,89% de los últimos 5 años. Utilizamos este promedio.

Tabla 3 – Presentación y cálculo de la Ponderación de Deuda sobre Activo Promedio

Período	11/30/17	11/30/16	11/30/15	11/30/14	11/30/13	
Total Activos	10385,8	4635,9	4472,6	4414,3	4449,7	
Total Pasivos	7825,9	3009,3	2802,4	2622,1	2517,2	Promedio
D/A	75,35%	64,91%	62,66%	59,40%	56,57%	60,89%

Para el caso 2, vamos a utilizar como activo el valor de mercado de la compañía, siendo este la deuda más la capitalización de mercado. Ésta última corresponde al valor que tiene el patrimonio por el valor de las acciones, y lo calculamos multiplicando el precio de la acción por la cantidad de acciones en circulación ($102,3 * 130 \text{ M} = 13.299 \text{ M}$). Como deuda vamos a tomar

los montos de la deuda de corto plazo, la porción actual de deuda de largo plazo y la deuda de largo plazo, dando como monto total de deuda \$5.027,10 millones. Luego, calculamos entonces el porcentaje de deuda sobre este valor de 27,43%. Este porcentaje no nos parece del todo razonable, porque el porcentaje a valor libros sería del 75%. Sin embargo, como el tribunal solicitó que realicemos este análisis continuamos con los dos casos.

$$\text{Capitalización de mercado} = 102,30 * 130 = 13.299$$

$$\text{Deuda} = 257,60 + 325,60 + 4.043,90 = 5.027,10$$

$$\text{Valor} = 13.299 + 5.027,10 = 18.326,10$$

$$\text{Wd} = 5.027,10 / 18.326,10 = 27,43\%$$

4.2.10.2 Tasa de deuda (rd): utilizo la tasa de deuda de la compañía a 10 años como la tasa de largo plazo, mismo plazo que la tasa libre de riesgo (Ver Gráfico 10 en Anexo 3). Si bien el bono de 30 años podría considerarse como más a largo plazo, no tiene cotización diaria de mercado como el de 10 años y se puede considerar que la prima sobre el soberano es muy alta por la alta incertidumbre a futuro. Ver gráficos de soporte en Anexo 3, "Otros gráficos utilizados".

4.2.10.3 Tasa de Impuestos: En 2018 la tasa de impuesto a las ganancias en EEUU va a ser del 21% por la reforma impositiva, pero como les queda un mes del 2017 al 35% (diciembre 2017), y teniendo en cuenta las operaciones fuera del país, calculan una tasa del 24% total del período ponderando que diciembre es un mes que tiene estacionalidad de altas ventas. Suponemos que es razonable. Utilizo esta tasa tanto para el cálculo del WACC como para el cálculo de los impuestos en el flujo libre de fondos.

4.2.10.4 Ponderación de Capital sobre Activo: Para calcular la ponderación de Capital / Activo (W_e) utilizo la igualdad $W_e + W_d = 100\%$; por lo tanto, $W_e = 100\% - W_d$

$$W_e = 100\% - 27,43\% = 72,57\%$$

4.2.10.5 Tasa de retorno para el accionista: Para calcular la tasa de retorno que piden los accionistas (r_e) utilizamos el método CAPM (ver Anexo 1), donde $r_e = r_f + \beta * MRP$; siendo r_f la tasa libre de riesgo, β el riesgo no diversificable del negocio, y MRP la prima por riesgo de mercado, es decir, el premio sobre la tasa libre de riesgo que tiene el mercado en general.

$$R_e = r_f + \beta * MRP = 2,86\% + 0,60 * 6,63\% = 6,83\%$$

4.2.10.5.1 Tasa libre de riesgo (rf): utilizamos la tasa de 10y del Treasury de Estados Unidos al 12 de febrero de 2018. Valor: 2,86% (Ver Gráfico 11 en Anexo 3). Fuente: Bloomberg.

4.2.10.5.2 Beta: Cuando se realiza el cálculo del β , el método supone que la compañía mantiene su estructura de capital. Tal como mencionamos antes, como actualmente el nivel de endeudamiento ($D/A = 75\%$) es muy alto para el promedio de la compañía por la compra de RB Food y quieren reducir este apalancamiento, tomo el promedio de los últimos 5 años para desapalancar el β y ajustarlo por este apalancamiento promedio. Puede verse la fórmula del β apalancado en el Anexo 1. ⁶(Ver Gráfico 12 en Anexo 3).

⁶ Fuente de β : Bloomberg

Tabla 4 - Presentación y cálculo del Beta con nivel esperado de apalancamiento

Ajuste Beta	
β apalancado	0,644
β desapalancado	0,4095
Apalancamiento E	61%
β apalancado 60%	0,5990

4.2.10.5.3 Prima por Riesgo de Mercado (Market Risk Premium – MRP): La prima por riesgo de mercado es el rendimiento por sobre la tasa libre de riesgo que le pide el mercado a las acciones. Para el cálculo tomé el rendimiento promedio anual de los últimos 10 años y le resté la tasa libre de riesgo de 10 años utilizada en todo el documento. Obtuve un MRP de 6,63%.

4.2.10.6 Inflación: Utilizo la fórmula de tasa nominal $(1+rn) = (1+rR) * (1+\pi)$; donde rn = tasa nominal (rf en este caso), rR = tasa real (tasa del tesoro atado a la inflación a 10y) y π = tasa de inflación. Despejo π para obtener la tasa de inflación implícita. Obtengo una inflación de 2,06% anual.

4.2.10.7 Tasa del Tesoro de EEUU atado a la inflación (TIIP): Utilizo la tasa del TIIP de 10 años como tasa real para el cálculo de la inflación. Valor: 0,79% (Ver gráfico 13 en Anexo 3)

Así, utilizando la fórmula del WACC [$WACC = W_d * r_d * (1 - t) + W_e * r_e$] obtenemos una tasa de descuento del 4,37% para el caso 1 y de 5,72% para el caso 2. Sin embargo, es importante convertir a la tasa de descuento en una tasa real, porque estamos trabajando con flujos reales, es decir que le restamos la inflación. Esto nos da un WACC real de 2,32% para el caso 1 y de 3,67% para el caso 2. Ambos serán utilizados para los cálculos mencionados anteriormente.

$$WACC \text{ caso1} = 60,90 * 3,679 * (1 - 0,21) + 39,10 * 6,83 = 4,37\%$$

$$WACC \text{ caso1 real} = 4,37\% - 2,06\% = 2,32\%$$

$$WACC \text{ caso2} = 27,43 * 3,679 * (1 - 0,21) + 72,67 * 6,83 = 5,72\%$$

$$WACC \text{ caso2 real} = 5,72\% - 2,06\% = 3,67\%$$

4.2.10.8 Tabla 5 – Presentación de las variables necesarias para el cálculo del WACC

Caso 1

Variables	Valores
Wd	60,9%
rd	3,679%
t	24%
We	39,1%
re	6,8%
rf	2,86%
β	0,60
MRP	6,63%
Inflación	2,06%
TIIP 10y	0,79%
WACC nominal	4,37%
WACC real	2,32%

Caso 2

Variables	Valores
Wd	27,4%
rd	3,679%
t	24%
We	72,6%
re	6,83%
rf	2,86%
β	0,60
MRP	6,63%
Inflación	2,06%
TIIP 10y	0,79%
WACC nominal	5,72%
WACC real	3,67%

4.2.11 Tabla 6 – Cálculo del Flujo Libre de Fondos y posterior cálculo EPV caso 1

	30/11/2017	E2018
Ventas	4.834,10	4.979,12
Costo mercaderías vendidas	2.823,90	2.788,31
<i>Margen Bruto</i>	2.010,20	2.190,81
Gastos Generales Administrativos y de Venta	1.244,80	1.294,09
Gastos transaccionales y de integración	40,80	60
Gastos especiales	22,20	21,50
<i>EBITDA</i>	702,40	815,23
Depreciaciones y Amortizaciones	125,20	123,72
<i>EBIT</i>	577,20	691,50
Intereses	95,70	163,49
Impuestos	168,53	126,72
<i>Ingreso Neto</i>	408,68	564,78
Depreciaciones y Amortizaciones	125,20	123,72
Gastos de Capital Total	\$118,47	\$166,50
<i>Flujo libre de Fondos</i>	415,40	522,01
EPV	17.913,34	22.510,40
Total de Acciones en Circulación	131,00	131,00
EPV por acción	136,74	171,84

4.2.12 Tabla 6 – Cálculo del Flujo Libre de Fondos y posterior cálculo EPV caso 2

	30/11/2017	E2018
Ventas	4.834,10	4.979,12
Costo mercaderías vendidas	2.823,90	2.788,31
<i>Margen Bruto</i>	2.010,20	2.190,81
Gastos Generales Administrativos y de Venta	1.244,80	1.294,09
Gastos transaccionales y de integración	40,80	60
Gastos especiales	22,20	21,50
<i>EBITDA</i>	702,40	815,23
Depreciaciones y Amortizaciones	125,20	123,72
<i>EBIT</i>	577,20	691,50
Intereses	95,70	163,49
Impuestos	168,53	126,72
<i>Ingreso Neto</i>	408,68	564,78
Depreciaciones y Amortizaciones	125,20	123,72
Gastos de Capital Total	\$118,47	\$166,50
<i>Flujo libre de Fondos</i>	415,40	522,01
EPV	11.322,97	14.228,76
Total de Acciones en Circulación	131,00	131,00
EPV por acción	86,43	108,62

4.2.13 Tabla 7 – Cálculo de los promedios utilizados para los ajustes del EPV

	2017	2016	2015	2014	Promedio
Ventas	\$4.834,10	\$4.411,50	\$4.296,30	\$4.243,20	
Gastos G,A&V	\$1.244,80	\$1.175,00	\$1.127,40	\$1.075,00	
% G/V	25,75%	26,63%	26,24%	25,33%	25,99%
D&A	\$125,20	\$108,70	\$105,90	\$102,70	
% D&A / Vtas	2,59%	2,46%	2,46%	2,42%	2,48%
PPE	809,1	669,4	618,4	602,7	
% PPE/Vtas	16,7%	15,2%	14,4%	14,2%	15,1%
Capex	\$182,40	\$153,80	\$128,40	\$132,70	
% Capex/Vtas	3,77%	3,49%	2,99%	3,13%	3,3%

4.3 Crecimiento con Valor:

Analizamos el valor de la franquicia en ambos casos para ver si la compañía se está beneficiando de alguna ventaja competitiva que le permite generar un nivel alto de ganancias con un nivel bajo de activos.

Franquicia = EPV – NAV

Franquicia actual caso 1 = 136,74 – 14,66 = 122,08

Franquicia con Crecimiento caso 1 = 171,84 – 14,66 = 157,17

Franquicia actual caso 2 = 86,43 – 14,66 = 71,77

Franquicia con Crecimiento caso 2 = 108,62 – 14,66 = 93,96

Podemos ver que en ambos casos la diferencia entre el EPV y el NAV es importante en ambos casos, esto nos da la pauta de que es muy probable que la compañía se esté beneficiando de alguna ventaja competitiva. Esta ventaja competitiva probablemente se debe a su red de distribución global y su larga trayectoria que le permite tener poder de negociación con sus proveedores y clientes. Otra posible causa es la fortaleza de sus marcas, las cuales son líderes en el mercado y tienen gran aceptación y adopción por parte de los clientes. Puede verse como la compañía genera valor al accionista, lo cual está reflejado en los dividendos crecientes y de pago continuo que ofrecen. Es un punto positivo a tener en cuenta a largo plazo.

4.3.1 Margen de seguridad:

El margen de seguridad es la diferencia entre el EPV y el Precio de la acción.

Para el caso 1, si tomamos el EPV sin crecimiento, tenemos un margen de seguridad de \$34.44, (\$136,74 - \$102,30). Esto nos quiere decir que la acción tiene un potencial de suba de \$34,44, lo cual representa un aumento potencial del 33,66%. Parece ser un margen de seguridad atractivo. Cuando miramos el EPV con crecimiento tenemos un margen de seguridad de \$69,54 (\$171,84 - \$102,30). El potencial de suba entonces es de \$69,54, es decir del 67,98%. Esto nos parece un margen de seguridad más que atractivo.

En el caso 2, cuando tomamos el EPV sin crecimiento no hay margen de seguridad porque el precio de la acción es mayor al EPV. En cambio, cuando miramos el EPV con crecimiento nos encontramos con un margen de seguridad de \$6,32 (\$108,62 - \$102,30). Este margen de seguridad es muy pequeño, por lo que no nos resulta suficiente como para tomar el riesgo de la compañía e invertir en la acción.



Universidad de
San Andrés

5. Conclusión

Mc Cormick & Co, Inc. es una compañía que presenta muchos fundamentos interesantes al momento de buscar una compañía con valor para invertir. Está enfocada en el crecimiento genuino, con mucha inversión en investigación y desarrollo, y que busca continuamente fortalecer sus marcas, muchas de las cuales son líderes en sus segmentos. A su vez, es una compañía que está bien posicionada frente a la demanda cambiante y cada vez más exigente de los consumidores. Por otro lado, es una compañía que paga dividendos todos los períodos y que busca siempre que éstos sean crecientes, lo cual es atractivo para el inversor.

Al momento de analizar la valuación de la compañía a la luz de este método nos encontramos, por un lado, el valor neto de los activos (NAV) por acción da un valor de \$14,66 contra un precio de \$102,30, podemos decir que el precio es 6,8 veces el valor de los activos. Si la compañía se encontrara en cesación de pagos o hubiera riesgos de liquidación, con esta perspectiva no tendría valor alguno porque no tendría activos suficientes para pagarle a los accionistas. Desde mi punto de vista, esto se debe al nivel de deuda alcanzado luego de la compra de RB Food, lo cual puede ser temporario, si pueden cumplir con los pagos de la misma, o preocupante, si llegan a tener problemas con el cumplimiento de sus obligaciones. Otra cosa importante a tener en cuenta en cuanto al activo es que si un nuevo competidor quisiera ingresar en el negocio, y tuviera la capacidad de endeudarse, la cantidad de activos a invertir para poner el negocio en marcha no sería una barrera de entrada a simple vista.

Una de las cosas que más puede preocupar a un inversor de Value Investing cuando mira los activos de la compañía es que el valor de los intangibles representa el 73% de los activos. Si bien esto se debe a que es una empresa que desarrolló su crecimiento sobre una base de adquisiciones continuas, al momento de analizar si conviene o no comprar la acción, es probable que haya un nivel de incertidumbre sobre el valor de esos intangibles. Por lo que, para un perfil conservador como el de estos inversores, puede ser un punto negativo al momento de considerar la compañía.

Por otro lado, en el caso 1, tomando los valores de libros ajustado por el método de value investing para el cálculo de la tasa de descuento del negocio, la capacidad de generar ganancias por acción es un valor significativamente mayor al precio de mercado, siendo \$136,74 contra \$102,30. Cuando miramos este indicador con crecimiento, esta diferencia es aún mayor, siendo \$171,84 el EPV por acción. Esto nos da un margen de seguridad alto con potencial de suba del precio entre 33% y 68%, según si tenemos en cuenta un posible crecimiento o no. Nos da el indicio de que el valor de la compañía se encuentra en su capacidad de generar flujos de fondos.

Si volviéramos al cuadro de doble entrada presentado anteriormente nos encontraríamos en la posición inferior derecha, con un NAV menor al Precio y un EPV mayor. En este cuadrante nos encontramos con que es un muy buen negocio que posiblemente tenga nuevos competidores ingresando para tomar estas ganancias. Sin embargo, hay dos cosas a tener en cuenta. Por un lado, el valor de los activos netos es bajo porque el nivel de deuda tomado para alcanzar este nivel de activos es muy alto. Un nuevo competidor debería tener la capacidad y solvencia como para poder obtener esta cantidad de deuda a tasas razonables. Por el otro, existe la posibilidad de que tenga ventajas competitivas que le permitan mantenerse en esa posición sin verse

amenazado por otros competidores. Estas ventajas competitivas probablemente provienen de las marcas que tiene que son muy fuertes y tienen alta fidelización de los clientes; la cadena de distribución global, la cual le permite tener economías de escala y crecer en distintos mercados; y la trayectoria que trae consigo la experiencia, el know-how del negocio, la relación con clientes y proveedores y poder de negociación con sus agentes.

En cuanto al caso 2, en el que tomamos el valor de mercado del patrimonio, la capitalización de mercado, para el cálculo de la tasa de descuento del negocio, la capacidad de generar ganancias por acción sin crecimiento es menor al precio de mercado. Cuando aplicamos crecimiento al análisis, nos encontramos con que la diferencia entre estos es muy pequeña y no habría margen de seguridad suficiente como para tomar el riesgo del negocio e invertir en esta acción.

Cuando analizamos el valor de la franquicia, es decir la diferencia entre el EPV y el NAV, nos encontramos con que efectivamente el EPV es significativamente mayor al NAV en ambos casos, lo que nos muestra que: la compañía tiene buena generación de flujos de fondos, utiliza bien sus activos porque produce muchos fondos con pocos activos y efectivamente puede tener una ventaja competitiva con respecto a los competidores.

Por último, es importante tener en cuenta el momento en el que se encuentra el mercado. Los últimos años fueron años récord en cuanto al rendimiento de las acciones. Hay una tendencia bullish en el mercado que produjo una euforia por todo tipo de papeles. El ratio de Price/Earnings del S&P 500 está en máximos desde 2009. Sin embargo, hay que tener en cuenta las expectativas de suba de tasas de interés. Una suba de la tasa de interés afectaría negativamente al valor de las acciones, ya que la tasa de descuento que se utiliza sube y disminuye el valor. Esto puede traer un cambio de tendencia en el mercado que genere una corrección en los precios de los activos.

Luego de realizar todo este análisis, se llega a la conclusión que es una compañía que tiene valor, sobre todo si se mantiene con la misma dinámica de crecimiento e innovación. Esto es cierto bajo ambos modelos de valuación, si bien el efecto es mucho más marcado cuando se toman los valores de libros ajustado por el método de value investing para el cálculo de la tasa de descuento del negocio. El valor que genera con su negocio es mayor al precio de mercado y tiene un margen de seguridad atractivo como para invertir en ella. Creo que esta oportunidad se da porque el mercado todavía no le dio la suficiente importancia a los beneficios de la adquisición de RB Food. Las nuevas marcas incorporadas son muy fuertes, tienen un muy buen margen y pueden beneficiarse de las economías de escala y la cadena de distribución global de la compañía. Es una compañía muy saludable, que tiene flujos suficientes para cumplir con sus obligaciones y puede seguir generando altos beneficios y dividendos constantes y crecientes.

6. Anexo 1 – Cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital - WACC

El costo promedio ponderado de capital, WACC por sus siglas en inglés (Weighted Average Cost of Capital), es el costo de los distintos tipos de fondos de largo plazo utilizados por la compañía, es decir, la tasa a la que una compañía financia su estructura de deuda y capital. Este costo tiene en cuenta tanto la tasa de deuda que paga la compañía, como la tasa que demandan por el negocio sus accionistas.

La fórmula de cálculo es la siguiente $[WACC = W_d * r_d * (1 - t) + W_e * r_e]$ siendo:

- W_d : la ponderación de deuda sobre el activo, es decir Deuda/Activo
- r_d : la tasa de la deuda, se puede ver como el costo del capital ajeno
- $(1-t)$: el escudo fiscal, es decir lo que se ahorra de impuestos por tener que pagar intereses de la deuda; siendo t = tasa de impuestos
- W_e : la ponderación del patrimonio sobre el activo, es decir Patrimonio Neto/Activo
- r_e : costo de capital propio, es decir la tasa que demandan los accionistas por el negocio

Para el cálculo del r_e utilizamos el método CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual parte de la tasa libre de riesgo y le aplica una prima por el riesgo específico del negocio con respecto al mercado. El modelo sostiene que: en equilibrio, la rentabilidad esperada que demandan los accionistas puede descomponerse en una tasa libre de riesgo que compensa el valor temporal del dinero más una prima que es directamente proporcional al exceso de rentabilidad esperada de la “cartera de mercado”, es decir del rendimiento general de todo el mercado, respecto de esta tasa libre de riesgo y al riesgo no diversificable del negocio.

La fórmula para el cálculo es la siguiente: $r_e = r_f + \beta_c * MRP$; siendo:

- r_f : la tasa libre de riesgo
- β_c : el coeficiente β de la compañía, es decir cómo se comporta la acción con respecto a los rendimientos de mercado. Representa el riesgo no diversificable del negocio.
- MRP : la prima de mercado, es decir la prima de riesgo que se le aplica al mercado en general por sobre la tasa libre de riesgo. $MRP = (r_M - r_f)$

El modelo supone que la estructura de capital de la compañía se mantiene en el tiempo.

En el caso de McCormick, el nivel de apalancamiento del período 2017 es muy alto comparado a los años anteriores porque por la compra de RB Food tomaron mucha deuda en agosto 2017 que todavía no comenzó a ser cancelada. Como la compañía tiene intenciones de disminuir este apalancamiento, utilizamos tanto para el cálculo del WACC como para el cálculo del β el promedio de los últimos cinco años.

El β que utilizamos es el obtenido a través de Bloomberg, el cual toma la relación del precio de la acción con el índice S&P 500 durante los últimos 5 años y tiene en cuenta el nivel de apalancamiento actual (2017). Para llevarlo al nivel de apalancamiento deseado, el promedio de los últimos cinco años, utilizamos la fórmula de β apalancado. Primero obtuvimos el β desapalancado y luego lo volvimos a apalancar con este nivel deseado.

$\beta_L = \beta_u * (1 + (1 - t) * (\frac{D}{A}))$; Siendo β_L el β apalancado y β_u el desapalancado.

7. Anexo 2 – Valuación de Activos Intangibles

Las compañías que hacen fusiones y adquisiciones a partir del 30 de junio del 2001, tienen que seguir las normas contables que aplican para la valuación y contabilización de los activos intangibles según lo que se establece en las Declaraciones sobre los estándares de contabilidad financiera (en adelante SFAS, por sus siglas en inglés Statements of Financial Accounting Standards) N° 141, acerca de las Combinaciones de Negocios, y la N°142, acerca de Goodwill y otros Intangibles.

Bajo las normas contables de Estados Unidos (GAAP, por sus siglas en inglés Generally Accepted Accounting Principles) y estas SFAS, se debe diferenciar entre el goodwill que la compañía genera por el curso normal de las operaciones del negocio, el cual no se contabiliza, y el goodwill procedente de una adquisición, el cual debe ser registrado en el momento de la adquisición. La interpretación del goodwill es el valor residual calculado de sustraer el valor razonable de mercado de los activos tangibles y los intangibles identificables del total del precio de la adquisición. Si esta diferencia es negativa, no se contabiliza. También establece que no debe ser amortizado, pero sí deben realizarse ajustes según el resultado de diferentes tests que definen si el valor razonable del goodwill es mayor (o menor) que su valor registrado.

Mc Cormick Inc. Cumple con estas normas contables. Por un lado, realiza tests una vez al año para identificar eventos y circunstancias que generen ajustes en el valor de los activos intangibles. Para el goodwill compara el valor registrado con el valor presente de los flujos de fondos de la unidad usando el costo de capital de la compañía para descontarlos. Para los intangibles, utilizan tanto el método de flujo de fondos descontado como el método libre de regalías, y lo comparan con el valor registrado. Este seguimiento continuo me resulta motivo suficiente para pensar que el goodwill e intangibles de adquisiciones anteriores están valuados a su valor razonable. No es así para los provenientes de la adquisición de RB Food porque no fueron sometidos a ningún análisis posterior, están basados en un análisis preliminar al momento de la adquisición y van a terminar de cerrar el valor cuando cierren el ejercicio 2018.

En sus estados contables, la compañía aclara que uno de los riesgos de su negocio es que RB Food tenga un rendimiento menor al esperado, por no lograr captar los beneficios a tiempo o por no lograrlo en su totalidad. Los errores pueden venir de problemas al: concretar las reducciones de costos, sinergias, y crecimiento propuesto; integrar las operaciones y sistemas; unificar los estándares, controles, procedimientos y culturas; juntar a los empleados; manejar la combinación de productos del portafolio; manejar las operaciones de una compañía más grande y más compleja; obtener nuevos clientes; retener al personal clave; y heredar compromisos inherentes a la operación de RB Food que aún no fueron reconocidos. A su vez, notifican de la posibilidad de que los intangibles provenientes de las marcas de la adquisición pueden ser más susceptibles a ajustes en el próximo período. Esto nos dice que debemos tener precaución con el valor de los activos registrados por la operación.

La valuación realizada por MKC de los intangibles de RB Food al momento de la adquisición está basada en métodos de ingreso. Para el valor de las marcas utilizaron el método libre de regalías. Para la relación de los consumidores utilizaron un método del distribuidor, un método que mide la variación del exceso de ganancias. Todos estos métodos tienen supuestos que incluyen la

proyección de flujos de fondos anuales para cada intangible, la tasa de descuento que refleja el riesgo de estos flujos, la estimación del ciclo de vida, las tendencias, el crecimiento proyectado, entre otros.

De la misma forma, con los métodos que más se adaptan a cada tipo de activo, llegaron a la siguiente valuación de la operación:

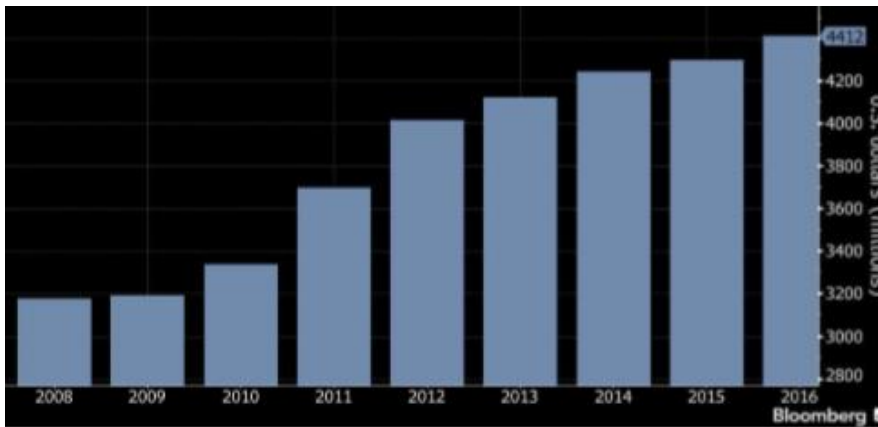
Cuentas por cobrar	\$36,90
Inventarios	\$68,80
Propiedad, planta y equipos	\$33,10
Goodwill	\$2.546,30
Intangibles	\$2.595,00
Otros Activos	\$4,40
Cuentas por pagar	(\$65,50)
Otros pasivos acumulados	(\$35,40)
Impuestos diferidos	(\$954,80)
Otros pasivos de largo plazo	(\$23,10)
Total	\$4.205,70

La cuenta de goodwill representa los activos intangibles que no se pueden reconocer por separado, como el valor de aprovechar la experiencia en creación de marca, la percepción de la demanda de los consumidores y el sector industrial, las posibilidades de integrar las cadenas de suministros y las sinergias esperadas en operaciones y fuerza de trabajo ensamblada. Este goodwill registrado surge de la diferencia entre el total pagado y la valuación de los activos y pasivos del negocio adquirido pero al momento de la adquisición, es parte del valor que consideraban que tenía el negocio. Sin embargo, estas proyecciones incluyen supuestos que tienen cierta incertidumbre, por lo tanto voy a realizar ajustes en estas cuentas.

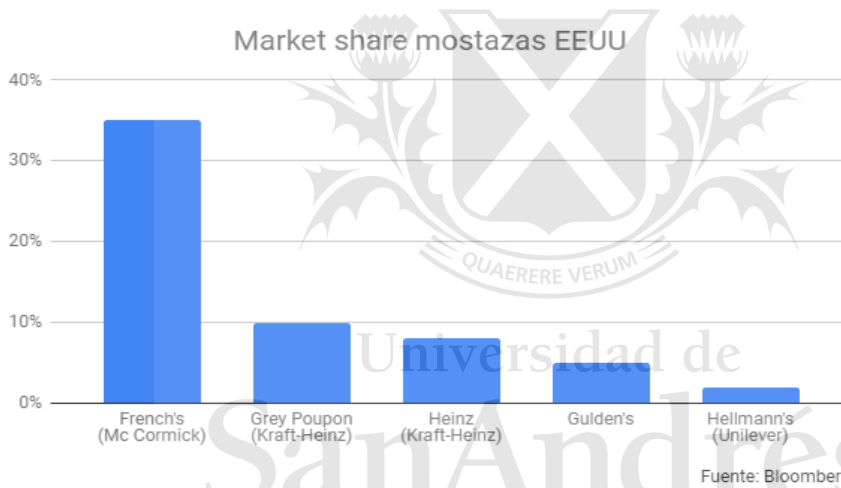
San Andrés

8. Anexo 3 – Gráficos que respaldan la información

8.1 Gráfico 1 – Facturación anual Mc Cormick & Co. Inc. en millones de dólares



8.2 Gráfico 2 – Market Share de Mostazas en EEUU

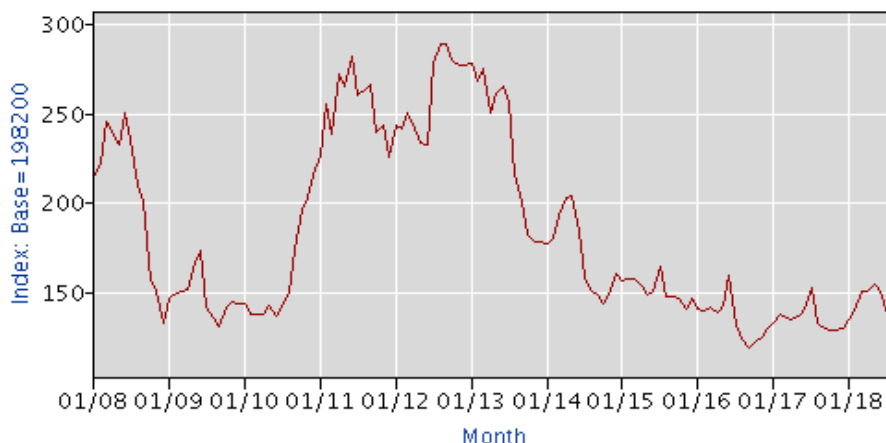


8.3 Gráfico 3 – Variación del precio de la acción de Mc Cormick



8.4 Gráfico 4 – Índice de precios al productor de commodities de granos

Series Id: WPU012
 Not Seasonally Adjusted
 Series Title: PPI Commodity data for Farm products-Grains, not seasonally adjusted
 Group: Farm products
 Item: Grains
 Base Date: 198200



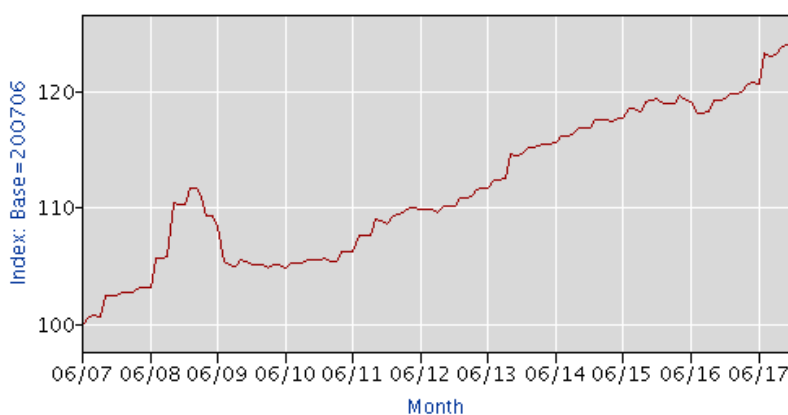
8.4.1 Tabla índice de precios al productor de commodities de granos

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2008	214.5	223.1	245.6	239.8	233.4	251.1	235.7	209.8	201.5	157.2	150.6	133.7
2009	147.2	150.3	151.5	152.2	166.7	173.9	142.6	136.4	131.1	142.5	144.6	144.5
2010	143.8	138.3	138.5	137.9	143.4	136.9	141.9	150.8	174.8	196.7	203.1	216.0
2011	226.7	255.2	239.1	272.1	266.0	281.9	260.7	263.6	266.8	240.3	243.5	226.4
2012	243.5	241.6	250.5	242.3	234.2	232.8	278.8	289.7	289.2	280.7	277.2	277.2
2013	278.8	268.1	275.4	251.1	261.9	265.7	257.0	216.2	200.2	182.4	178.2	179.0
2014	177.2	180.9	193.2	203.0	203.9	184.3	158.9	152.3	148.7	143.7	151.7	160.4
2015	157.2	157.7	157.6	153.8	148.6	151.4	165.0	148.3	147.8	147.2	141.0	147.1
2016	140.8	139.9	142.6	139.6	142.7	159.8	132.7	124.5	119.9	122.5	125.6	130.3
2017	133.0	138.5	136.2	135.7	136.8	141.2	153.1	133.7	129.9	129.2	129.0	130.5
2018	135.4	143.3	150.6	151.5	155.1	150.8(P)	138.3(P)	144.5(P)	139.0(P)			

P : Preliminary. All indexes are subject to revision four months after original publication.

8.5 Gráfico 5 – Índice de precios al productor para construcción industrial

Series Id: PCU236211236211
 Series Title: PPI industry data for New industrial building construction, not seasonally adjusted
 Industry: New industrial building construction
 Product: New industrial building construction
 Base Date: 200706

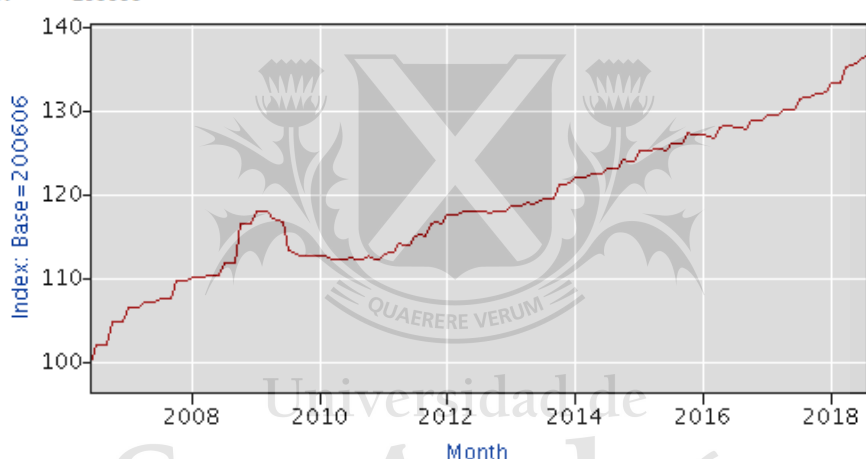


8.5.1 Tabla índice de precios al productor para construcción industrial

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2007						100.0	100.7	100.8	100.7	102.5	102.5	102.4
2008	102.8	102.8	102.8	103.2	103.1	103.1	105.7	105.7	105.8	110.5	110.4	110.4
2009	111.8	111.8	110.9	109.4	109.4	108.4	105.4	105.2	105.0	105.6	105.4	105.2
2010	105.2	105.1	104.9	105.1	105.1	104.9	105.3	105.3	105.3	105.6	105.6	105.6
2011	105.7	105.4	105.4	106.3	106.3	106.3	107.7	107.7	107.6	109.1	109.0	108.7
2012	109.4	109.5	109.7	110.1	110.0	109.9	109.9	109.9	109.7	110.2	110.2	110.2
2013	110.9	110.9	111.0	111.6	111.7	111.8	112.4	112.4	112.6	114.7	114.6	114.7
2014	115.3	115.3	115.4	115.6	115.6	115.7	116.3	116.3	116.4	116.9	117.0	116.9
2015	117.6	117.6	117.7	117.5	117.8	117.8	118.7	118.6	118.4	119.2	119.3	119.5
2016	119.1	119.0	119.0	119.8	119.3	119.2	118.2	118.2	118.4	119.4	119.4	119.5
2017	119.9	119.9	120.0	120.8	120.9	120.8	123.4	123.2	123.3	124.0	124.1	124.2

8.6 Gráfico 6 – Índice de precios al productor para construcción de oficinas

Series Id: PCU236223236223
 Series Title: PPI industry data for New office building construction, not seasonally adjusted
 Industry: New office building construction
 Product: New office building construction
 Base Date: 200606

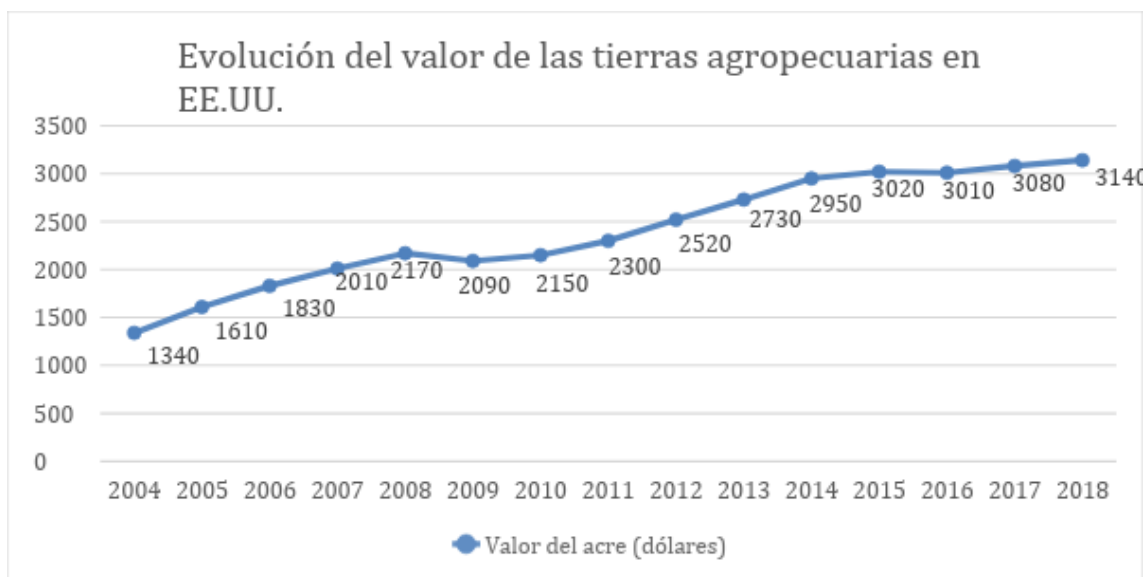


8.6.1 Tabla índice de precios al productor para construcción de oficinas

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2006						100.0	102.1	102.1	102.1	104.9	104.8	104.8
2007	106.6	106.6	106.5	107.2	107.2	107.1	107.6	107.6	107.6	109.8	109.7	109.8
2008	110.1	110.1	110.2	110.4	110.4	110.4	111.8	111.8	111.8	116.5	116.5	116.5
2009	118.1	118.0	118.0	117.2	116.9	116.8	113.3	113.2	112.8	112.7	112.7	112.6
2010	112.6	112.6	112.3	112.3	112.3	112.3	112.4	112.3	112.2	112.6	112.3	112.3
2011	112.9	113.1	113.2	114.1	114.0	114.0	115.1	115.2	115.1	116.5	116.7	116.6
2012	117.5	117.5	117.5	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0	117.9	118.1	118.1	118.1
2013	118.7	118.7	118.7	119.0	118.9	119.0	119.6	119.5	119.5	121.3	121.3	121.4
2014	122.1	122.1	122.1	122.6	122.6	122.6	123.2	123.2	123.2	124.2	124.0	124.0
2015	125.2	125.2	125.2	125.4	125.4	125.3	126.2	126.2	126.2	127.4	127.3	127.2
2016	127.2	127.0	126.7	128.1	128.2	128.2	128.0	128.0	127.9	128.9	129.0	128.9
2017	129.6	129.6	129.6	130.1	130.2	130.3	131.4	131.6	131.6	132.2	132.2	132.3
2018	133.4	133.4	133.5	135.4	135.5(P)	135.7(P)	136.4(P)	136.7(P)				

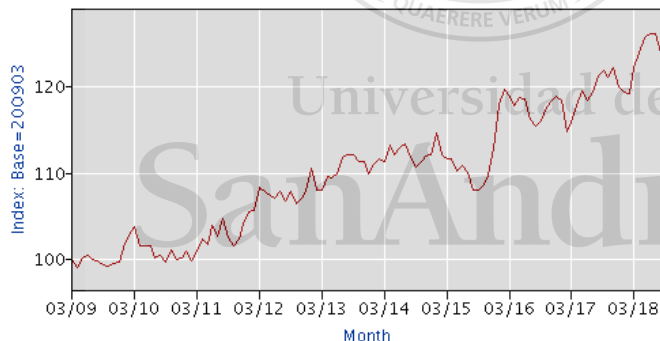
P : Preliminary. All indexes are subject to revision four months after original publication.

8.7 Gráfico 7 – Evolución del valor de las tierras agropecuarias en EE.UU.



8.8 Gráfico 8 – Índice de precios al productor para la venta de maquinaria y equipos

Series Id: WPU571101
 Not Seasonally Adjusted
 Series Title: PPI Commodity data for Wholesale trade services-Machinery and equipment wholesaling, not seasonally adjusted
 Group: Wholesale trade services
 Item: Machinery and equipment wholesaling
 Base Date: 200903

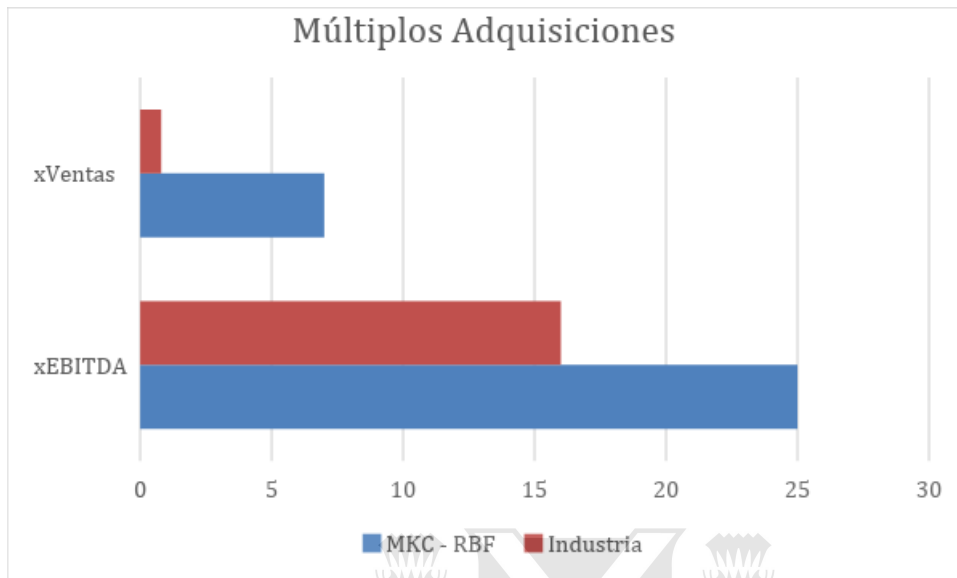


8.8.1 Tabla índice de precios al productor para la venta de maquinaria y equipos

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2009			100.0	99.1	100.1	100.5	100.0	99.8	99.4	99.2	99.5	99.7
2010	101.9	102.8	103.8	101.5	101.5	101.6	100.2	100.5	99.6	101.0	99.9	100.2
2011	100.9	99.8	101.0	102.4	101.7	103.9	102.6	104.7	102.5	101.6	102.4	104.1
2012	105.5	105.6	108.3	107.9	107.4	107.1	107.9	106.8	107.8	106.4	107.1	108.1
2013	110.5	108.0	108.1	109.6	109.4	109.9	111.8	112.1	112.1	111.3	111.3	110.0
2014	111.1	111.6	111.4	113.2	112.1	113.0	113.4	111.9	110.8	111.4	112.0	112.1
2015	114.7	112.1	111.6	111.6	110.3	110.9	110.1	108.1	108.0	108.5	109.8	113.0
2016	118.0	119.7	119.0	117.8	118.8	118.6	116.3	115.5	116.1	117.3	118.3	119.0
2017	118.5	114.9	116.0	117.8	119.6	118.4	119.4	121.4	121.9	121.2	122.2	120.1
2018	119.5	119.3	122.3	124.0	125.7	126.3(P)	126.2(P)	124.0(P)	123.7(P)			

P : Preliminary. All indexes are subject to revision four months after original publication.

8.9 Gráfico 9 – Múltiplos adquisición RB Food vs Industria



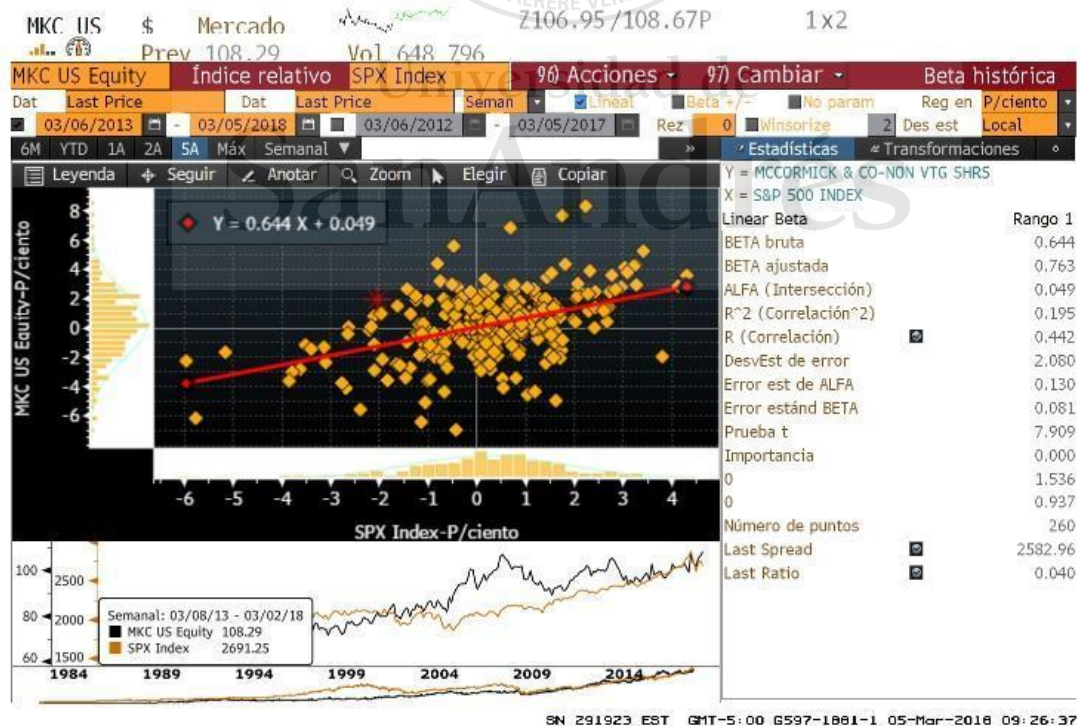
8.10 Gráfico 10 – Curva de rendimiento Bono MKC vto 2027 (10y)



8.11 Gráfico 11 – Tasa del Treasury a 10 años



8.12 Gráfico 12 – Cálculo del β con 5 años de historia



8.13 Gráfico 13 - Tasa del Tesoro de EEUU atado a la inflación a 10 años (TIIP 10y)



8.14 Otros Gráficos utilizados en el análisis

8.14.1 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2021



8.14.2 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2022



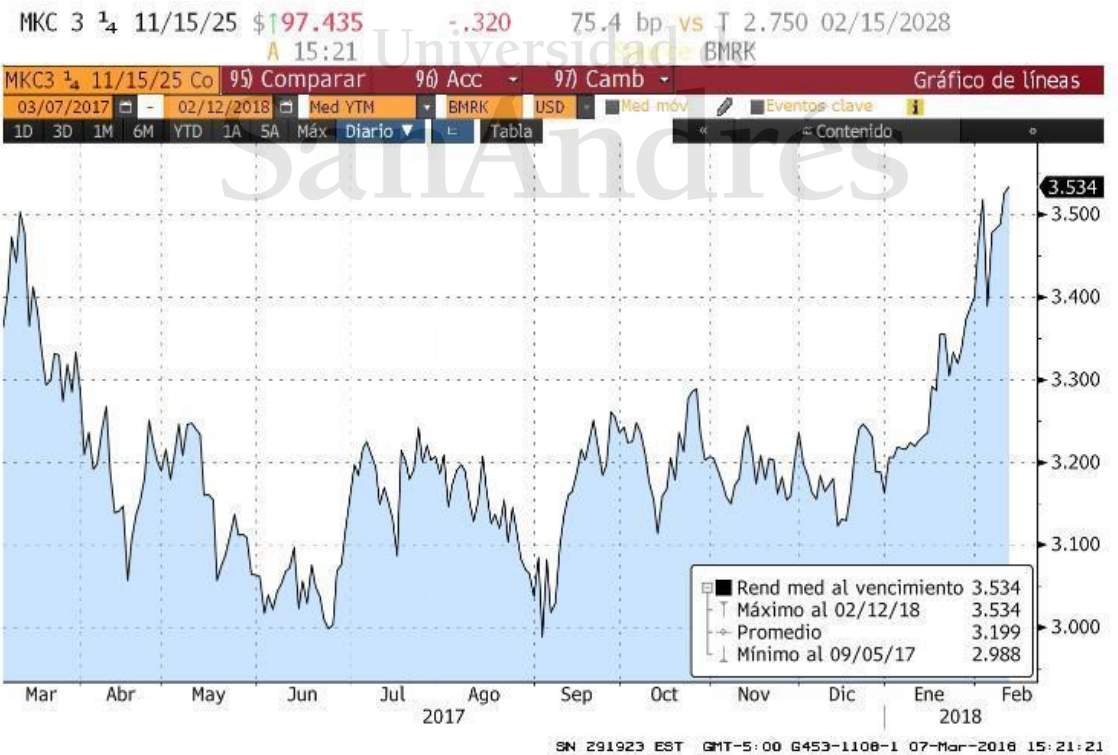
8.14.3 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2023



8.14.4 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2024



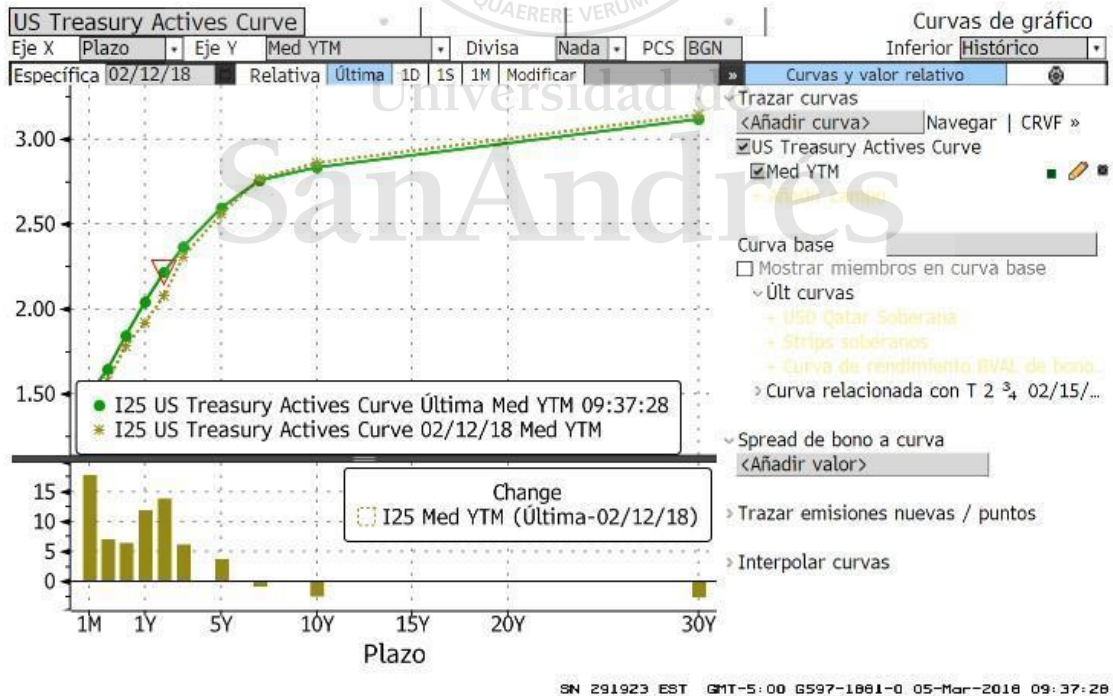
8.14.5 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2025



8.14.6 Curva de rendimiento Bono MKC vto 2047

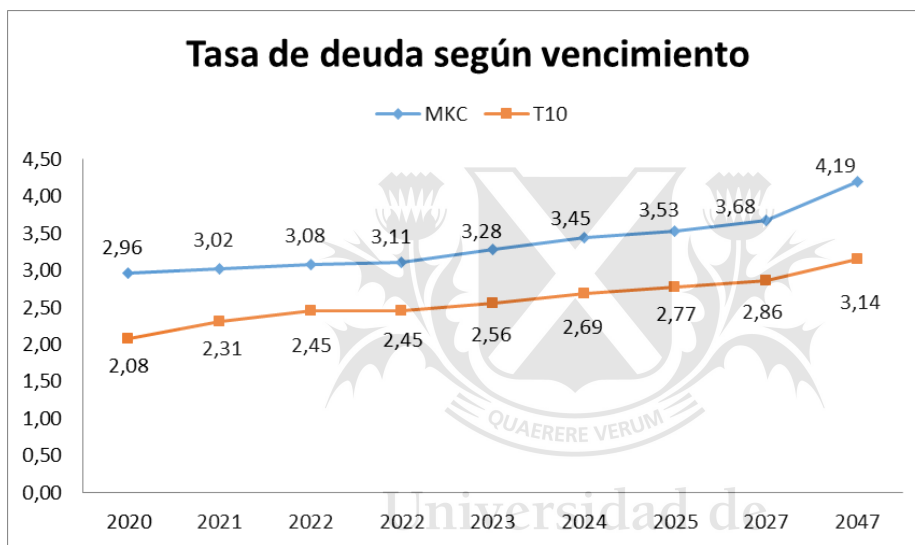


8.14.7 Curva de rendimientos Treasury por duration



8.14.8 Cuadro rendimientos Deuda MKC, Treasuries y Spread

Deuda Largo Plazo MKC					
Vencimiento	Monto (M)	Cupon (%)	Tasa mercado(%)	T10	Spread
2017	250	5,75	Vencido		
2020	500	Libor 3m +1,	2,96	2,08	0,88
2021	250	3,9	3,02	2,31	0,71
2022	731,3	Libor 3m +1,	3,08	2,45	0,64
2022	750	2,7	3,11	2,45	0,66
2023	250	3,5	3,28	2,56	0,72
2024	700	3,15	3,45	2,69	0,75
2025	250	3,25	3,53	2,77	0,77
2027	750	3,4	3,68	2,86	0,82
2047	300	4,2	4,19	3,14	1,05



Universidad de San Andrés

9. Bibliografía

“Fundamentos de Administración Financiera”, Eugene F. Brigham y Joel F. Houston, décima edición, Ed. THOMSON INTERNATIONAL, ISBN, 2005.

Bureau of Labor Statistics www.bls.gov

“Financial Theory and Corporate Policy” T. Copeland and J. Weston, Capítulo 6.

“Applied Corporate Finance” Aswath Damodaran, tercera edición. Ed. John Wiley & Sons Inc., 2011.

Departamento de agricultura de Estados Unidos: <https://www.ers.usda.gov/>

“Modern portfolio Theory and Investment analysis,” Elton, Gruber, Brown and Goetzmann” Capítulo 13.

“The Intelligent Investor,” Benjamin Graham, Updated with new commentary by Jason Zweig, cuarta edición, Harper Collins, New York, 2011.

“Value Investing: from Graham to Buffett and Beyond,” Bruce Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin and Michael Van Biema, Ed. John Wiley, New York, 2004.

“Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy,” Bruce Greenwald and Judd Kahn. Ed. Penguin Group, New York, 2007.

“Valuation of the Components of Purchased Goodwill”, Steven L. Henning, Barry L. Lewis and Wayne H. Shaw, Journal of Accounting Research Vol. 38, No. 2 (autumn, 2000), pp. 375-386

Cátedra Value Investing - Kellogg School of Management – Northwestern University, MBA Program, 2017. Professor: Ravi Jagannathan.

“Valuation for Financial Reporting: Intangible Assets, Goodwill, and Impairment Analysis, SFAS 141 and 142”, Michael J. Mard, James R. Hitchner, Steven D. Hyden, Mark L. Zyla. Ed. John Wiley&Sons Inc., 2002

“Say Good-Bye to Pooling and Goodwill Amortization”, Stephen R. Moehrle and Jennifer Reynolds, Journal of Accountancy, 2001

“Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor” Seth A. Klarman, Ed. Harper Collins, 1991.

10. Glosario

Bureau of Labor Statistics (BLS): Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos

Capex: Capital Expenditures. Gastos de capital que se realizan para mantener el nivel de activos y sostener el crecimiento.

- *Maintenance Capex:* gastos de capital por mantenimiento del valor de los activos.
- *Growth Capex:* gastos de capital para acompañar el crecimiento de la compañía.

Commodities: se refiere a activos que tienen muy bajo nivel de diferenciación entre sí, con valor comercial y que se pueden operar en cualquier lugar del mundo, con precios de mercado conocidos a nivel internacional.

Costo de reproducción: cuánto le costaría a un nuevo competidor que ingresa al mercado generar u obtener activos similares.

Earnings per Share: Ganancias por acción.

Earnings Power Value (EPV): Poder de Generar Ganancias. Es el análisis, por el método de Value Investing, de los flujos libres de fondos de la compañía.

EBIT: Earnings before Interest and Tax. Ganancias antes de intereses e impuestos.

EBITDA: Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization. Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Franquicia: En términos de value investing, es un indicador que nos muestra si se genera más valor que el crecimiento por parte de la inversión en activos.

Goodwill: activo intangible que esta derivado de factores como la clientela, la eficiencia, la organización, el crédito, el prestigio, la experiencia, etc.

Instrumentos financieros derivados: Son instrumentos financieros a término, es decir a un cierto plazo, cuyo valor depende del valor de otro activo. Se utilizan como cobertura o especulación.

Joint Ventures: acuerdo entre dos o más empresas que ponen en común sus recursos con el fin de completar una tarea común o llegar al mismo objetivo a través de una empresa conjunta.

Know-how: Literalmente significa “saber cómo”, pero se utiliza para referirse a los conocimientos que tienen ciertos individuos sobre la resolución de una tarea con cierto nivel de aprendizaje por la repetición de la misma y el nivel de tecnología disponible.

Long Term Performance Plan: Plan de desempeño a largo plazo.

Management: directivos que toman las decisiones en una empresa y se encargan de la gestión y administración de la misma.

Market share: porcentaje de tenencia del mercado en cuanto a participación en nivel de ventas.

Métodos de valuación de inventarios:

- *First In, First Out (FIFO):* Primero Entrado, Primero Salido. Consiste en ajustar el nivel de inventarios a medida que éstos van saliendo, de manera que la disminución del inventario se haga por el valor del inventario que se generó o compró más lejos en el tiempo.
- *Last In, First Out (LIFO):* Último Entrado, Primero Salido. Consiste en ajustar el nivel de inventarios a medida que éstos van saliendo, de manera que la disminución del inventario se haga por el valor del inventario que se generó o compró más cerca en el tiempo.

Net Asset Value (NAV): Valor Neto de los Activos. Es el análisis, por el método de Value Investing, de los activos de una compañía, neto de los pasivos que sostienen este nivel de activos.

Valor de liquidación: cuánto podrían recibir los accionistas de una compañía en caso de que entre en quiebra y sus activos fueran liquidados.

Value Investing: Valor de la Inversión. Es un método de valuación mediante el cual se busca aproximar el valor de una acción a través del análisis de sus activos y sus flujos libres de fondos, siguiendo cierta metodología determinada.

Vida útil: período que se utiliza para calcular las depreciaciones de un activo según la duración estimada de uso del activo.

WACC: Weighted Average Cost of Capital. Costo Promedio Ponderado de Capital. Es la tasa de financiamiento de una compañía que se obtiene con un método determinado que pondera la cantidad de financiamiento a través de deuda y de capital de la compañía, y tiene en cuenta el escudo fiscal, es decir lo que se ahorra en impuestos por tener que pagar intereses de la deuda.