



Universidad de  
**San Andrés**

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

***Valuación del Capital Accionario de  
Kellogg Company***

Autor: Bautista Mingoia

DNI: 36.398.238

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, 10 de octubre de 2020

## Resumen Ejecutivo

El objeto del presente informe es valorar, con fecha 31 de diciembre de 2019, el capital accionario de Kellogg Company, una compañía multinacional dedicada a la manufactura y comercialización de alimentos, principalmente cereales para el desayuno, bocadillos, alimentos congelados y pasta seca.

En primer lugar, se presenta la descripción y dimensión del negocio, luego se expone un análisis de la industria y del posicionamiento competitivo de Kellogg, incluyendo los objetivos y la estrategia de la gerencia corporativa y sus expectativas. Posteriormente, se efectúa un análisis económico financiero de Kellogg en base a la evolución de distintos indicadores de rentabilidad, gestión operativa y financiera, y comparando su desempeño con firmas semejantes.

Para la valuación del capital accionario se emplean dos metodologías; el método de Flujo de Fondos Descontados (DCF), y el de Valuación Relativa o Valuación por Múltiplos de Mercado. La valuación mediante Flujo de Fondos Descontados se realiza proyectando el Flujo de Fondos disponible para la Firma (FCFF) y aplicando como tasa de descuento el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), estimado según el modelo "Capital Asset Pricing Model" (CAPM). Como resultado se obtiene un valor del capital accionario de Kellogg de US\$ 74,2 por acción. Adicionalmente, del análisis de sensibilidad se desprende que el precio de la acción puede variar entre US\$ 62,4 y US\$ 78,3.

En la Valuación Relativa se utiliza el múltiplo EV/EBITDA, estimado a partir de una muestra de empresas comparables a Kellogg, dedicadas a la producción y comercialización de alimentos procesados, que operan globalmente y cotizan en bolsas de Estados Unidos. El resultado obtenido mediante este método sitúa el precio de la acción de Kellogg entre US\$ 64,6 y US\$ 83,7.

Dado que el 31 de diciembre de 2019 el precio de mercado de la acción de Kellogg cerró en US\$ 69,16, es dable destacar que los resultados de la valuación mediante ambos métodos arrojan valores similares al mercado.

## Contenido

Resumen Ejecutivo .....	1
Glosario .....	4
I. Descripción del Negocio .....	5
1.1. Aspectos generales y dimensión del Negocio.....	5
1.2. Mercado de Capitales .....	7
1.3. Historia .....	8
1.4. Segmentos Operativos .....	10
1.5. Cartera de Productos.....	11
1.6. Canales de Distribución .....	13
II. Análisis de la Industria y Posicionamiento Competitivo de Kellogg.....	14
2.1. El Mercado de Alimentos .....	14
2.1.1. Mercado de Cereales para el desayuno.....	17
2.1.2. Mercado de Bocadoillos .....	19
2.1.3. Mercado de Alimentos listos para consumir .....	22
2.2. Nuevas tendencias de la Industria.....	24
2.3. Análisis Competitivo de la Industria .....	26
2.4. Posicionamiento Competitivo de Kellogg .....	29
2.5. Objetivos y Estrategia de la Gerencia Corporativa de Kellogg .....	33
III. Análisis Financiero .....	34
3.1. Evolución de Indicadores de Kellogg .....	34
3.1.1. Crecimiento de las Ventas .....	34
3.1.2. Indicadores de Rentabilidad .....	40
3.1.3. Indicadores de Gestión Operativa .....	46
3.1.4. Indicadores de Gestión Financiera.....	48
3.2. Comparación con Pares del Mercado .....	50
IV. Valuación.....	52
4.1. Valuación por Flujo de Fondos Descontados.....	52
4.1.1. Flujo de Fondos disponibles para la Firma.....	54
4.1.1.1. Proyección de Ventas .....	56
4.1.1.2. Proyección de Márgenes .....	58

4.1.1.3.	Depreciaciones y Amortizaciones .....	60
4.1.1.4.	Impuestos .....	60
4.1.1.5.	Capital de Trabajo .....	60
4.1.1.6.	CAPEX .....	60
4.1.2.	Tasa de Descuento.....	61
4.1.2.1.	Estructura de Capital .....	62
4.1.2.2.	Costo del Capital Accionario (Ke) .....	62
4.1.2.3.	Costo de la Deuda Financiera (Kd) .....	70
4.1.2.4.	Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).....	71
4.1.3.	Valor Terminal .....	72
4.1.4.	Intereses Minoritarios e Inversiones en Empresas Asociadas .....	74
4.1.4.1.	Intereses Minoritarios .....	74
4.1.4.2.	Inversiones en Empresas Asociadas.....	75
4.1.5.	Resultados de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados .....	76
4.1.6.	Análisis de Sensibilidad.....	77
4.2.	Valuación por Múltiplos .....	79
Anexo A:	Proyección de Ventas.....	83
Anexo B:	Escenario Base .....	86
Anexo C:	Escenario Pesimista.....	88
Anexo D:	Escenario Optimista.....	89
Bibliografía .....		90
Académica .....		90
Reportes y Artículos .....		90
Páginas Web.....		91

## Glosario

**AMEA:** Zona geográfica comprendida por Asia, Medio Oriente y África (en inglés, “Asia, Middle East and Africa”).

**CAGR:** Tasa de crecimiento anual compuesta (en inglés, “Compound Annual Growth Rate”).

**CAPEX:** Inversiones en bienes de capital (en inglés, “Capital expenditures”).

**COVID-19:** Enfermedad por coronavirus (en inglés “Coronavirus disease 2019”).

**DCF:** Flujo de fondos descontados (en inglés, “Discounted Cash Flow”).

**D&A:** Abreviatura de Depreciaciones y Amortizaciones.

**EBIT:** Utilidades antes de intereses e impuestos (en inglés, “Earnings Before Interest and Taxes”).

**EBITDA:** Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (en inglés, “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”).

**EV:** Representa el valor total de la compañía (en inglés, “Enterprise Value”).

**FCFF:** Flujo de fondos disponibles para la firma (en inglés, “Free Cash Flow to the Firm”).

**NOPAT:** Utilidad operativa después de impuestos (en inglés, “Net Operating Profit After Taxes”). Se calcula multiplicando el EBIT por uno menos la tasa impositiva del Impuesto a las Ganancias.

**OPEX:** Gastos Operativos (en inglés, “Operational expenditures”).

**PP&E:** Abreviatura de Propiedad Planta y Equipos. Hace referencia a los activos fijos físicos.

**ROA:** Rendimiento sobre activos (en inglés, “Return On Assets”). Se calcula como NOPAT/Activos.

**ROE:** Rendimiento del capital accionario (en inglés, “Return On Equity”). Se calcula como Utilidad Neta/Patrimonio Neto.

**ROIC:** Rendimiento del capital invertido (en inglés, “Return On Invested Capital”). Se calcula como NOPAT/Capital Invertido.

**TIR:** Tasa interna de retorno. Es la tasa de descuento que hace igual a cero el valor presente neto de una inversión.

**US\$:** Dólar estadounidense.

**WACC:** Costo promedio ponderado del capital (en inglés, “Weighted Average Cost of Capital”).

**WK:** Capital de trabajo neto (en inglés, “Working Capital”).

## I. Descripción del Negocio

### 1.1. Aspectos generales y dimensión del Negocio

Kellogg Company es una compañía multinacional dedicada a la manufactura y comercialización de alimentos, principalmente cereales para el desayuno, bocadillos<sup>1</sup>, alimentos congelados y pasta seca.

Si bien la firma tiene su origen en Estados Unidos, la presencia de sus productos se extiende en más de 180 países y las operaciones de producción son llevadas a cabo en 53 plantas ubicadas en 21 países alrededor del mundo con una dotación de personal que supera los 31.000 trabajadores.

En 2019 las ventas netas superaron los US\$ 13.500 millones, mientras que las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) alcanzaron los US\$ 1.400 millones.

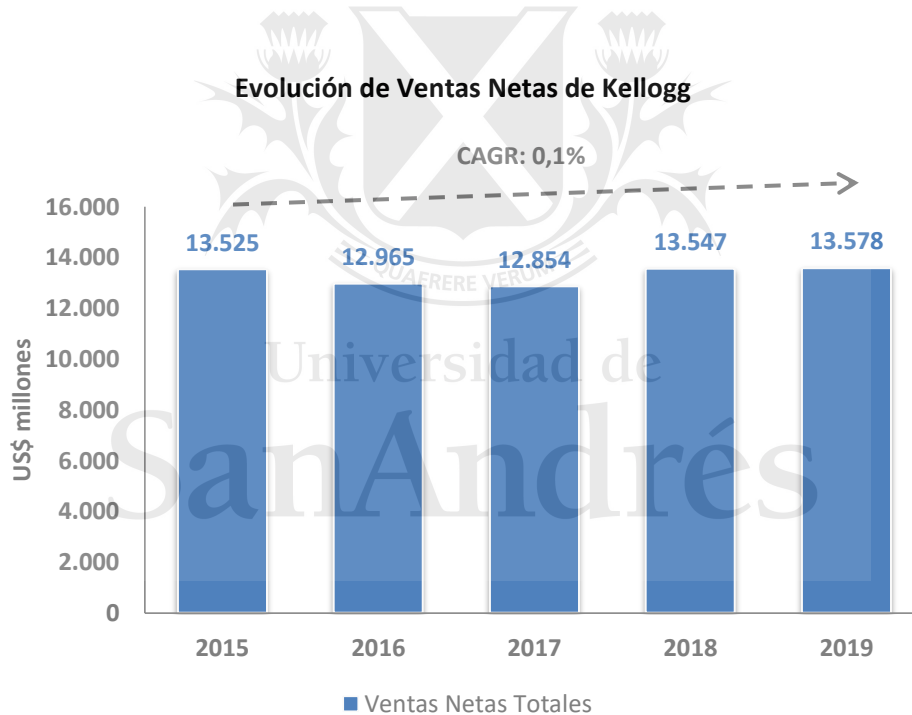


Gráfico I - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2019.

Según se indica en el Gráfico I, la tasa de crecimiento anual (CAGR) de las ventas netas de Kellogg ha sido de 0,1% entre 2015 y 2019. En lo que respecta a la evolución del EBIT, el Gráfico II señala que la tasa CAGR ha sido de 2,5% para el mismo período bajo análisis.

<sup>1</sup> Los bocadillos son conocidos como “snacks” por su traducción al inglés.

### Evolución de EBIT de Kellogg

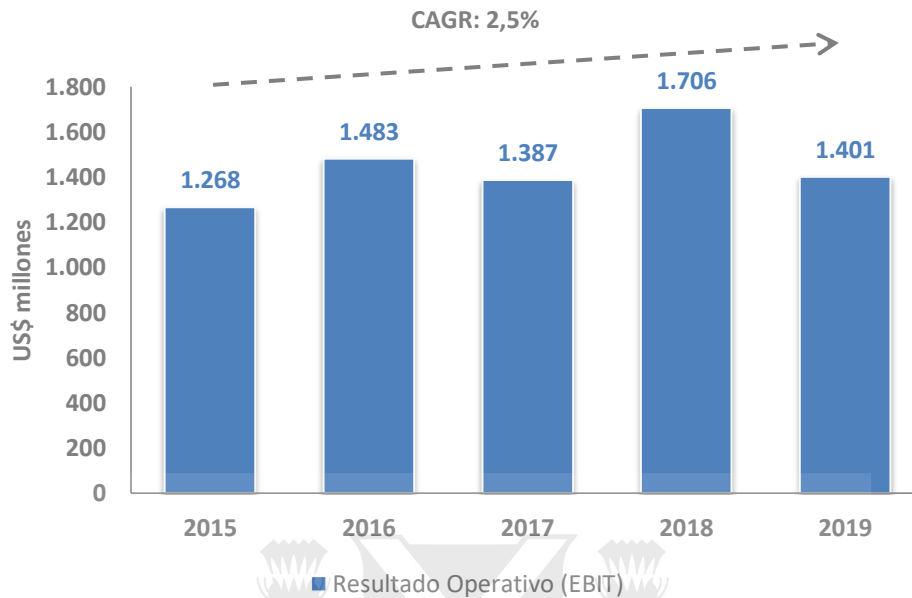


Gráfico II - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2019.

La mayoría de las instalaciones de manufactura de Kellogg se localizan en Estados Unidos. La sede corporativa y las principales instalaciones de investigación y desarrollo se encuentran en Battle Creek, Michigan. Fuera de Estados Unidos, cuenta con plantas de manufactura en Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, Colombia, Ecuador, Egipto, Gran Bretaña, India, Japón, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, España, Tailandia y Turquía.

#### Plantas de Manufactura de Kellogg Company

Cantidad de Plantas de Manufactura	
América del Norte	26
Europa	8
América Latina	9
AMEA	10
<b>Total</b>	<b>53</b>

Tabla I - Fuente: Elaboración propia en base a Kellogg Company - Investor.

## 1.2. Mercado de Capitales

Kellogg es una empresa de capital abierto y sus acciones cotizan (símbolo de cotización: K) en la Bolsa de Nueva York (NYSE). A su vez, forma parte del índice S&P 500, compuesto por acciones de las 500 compañías más importantes de Estados Unidos.

Al 31 de diciembre de 2019, Kellogg tenía en circulación un total de 341,5 millones de acciones ordinarias. El precio de la acción cerró ese mismo día en US\$ 69,16, dando como resultado un capital accionario de US\$ 23.621 millones.

Del total de acciones ordinarias en circulación, un 99,31% se encuentran en flotación. Los principales propietarios son fondos de inversión, fondos de pensiones y otras instituciones de inversión. La Tabla II muestra los cinco principales accionistas de cada tipo, Institucional y Fondos de Inversión al 31 de diciembre de 2019.

**Principales Propietarios de Acciones de Kellogg en Flotación al 31 de diciembre de 2019**

	Cantidad de Acciones	% Total Acciones en Flotación
<b>Instituciones</b>		
Kellogg W.K. Foundation Trust	62.731.838	18,32%
BlackRock, Inc.	27.118.644	7,92%
Keybank National Association	24.125.663	7,04%
The Vanguard Group, Inc.	20.547.572	6,00%
State Street Corporation	13.567.548	3,96%
<b>Fondos de Inversión</b>		
Income Fund of America, Inc.	9.700.000	2,83%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	7.211.280	2,11%
Templeton Growth Fund, Inc.	5.248.682	1,53%
Vanguard 500 Index Fund	4.974.490	1,45%
American Mutual Fund Inc.	4.818.043	1,41%

Tabla II - Fuente: *Elaboración propia en base a Yahoo Finance.*

Se puede observar que “Kellogg W.K. Foundation Trust”, con un 18,32% de las acciones en flotación, concentra gran parte de las acciones de Kellogg, mientras que el resto de los inversores institucionales ninguno supera el 8% del total.

Para llevar a cabo un análisis sobre el desempeño de la acción de Kellogg, se debería tener en cuenta el retorno total acumulado a lo largo de los últimos años, incluyendo ganancias de



capital y dividendos. El Gráfico III ilustra el retorno total acumulado de las acciones de Kellogg, con frecuencia semanal, desde enero de 2015 a diciembre de 2019. Al mismo tiempo, se lo compara con el retorno total acumulado del índice S&P 500, el índice “S&P Food & Beverage Select Industry” y General Mills Inc., principal competidor de Kellogg en la categoría de cereales.

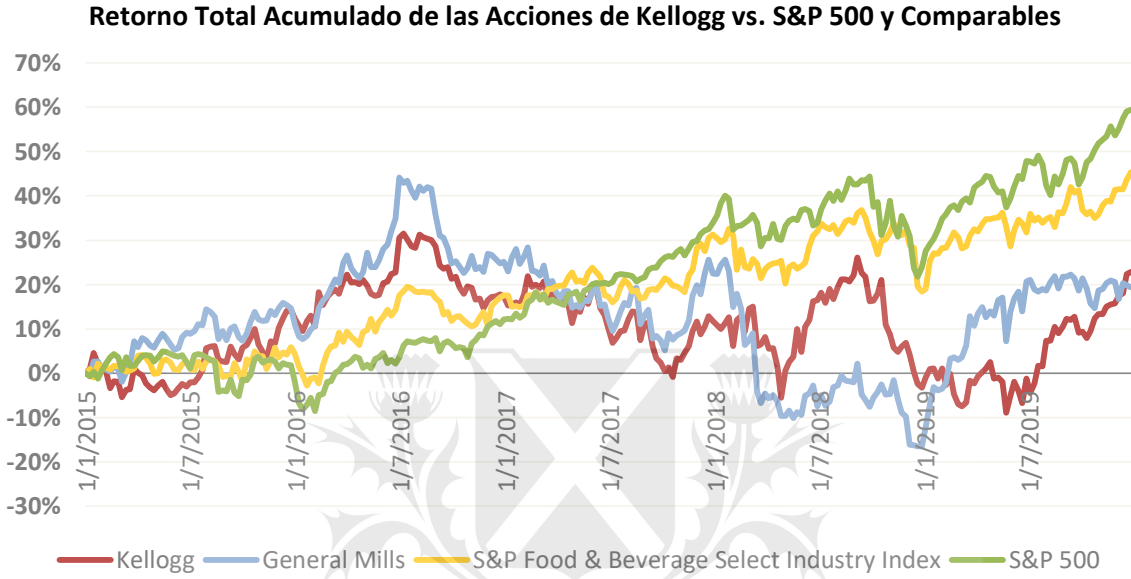


Gráfico III - Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance y S&P Global.

El retorno total acumulado de Kellogg fue, aproximadamente, del 23% a lo largo de los últimos 5 años, mientras que el índice S&P 500 alcanzó casi el 60%. Al considerar la industria de alimentos, el índice “S&P Food & Beverage” registró un retorno total del 45%, y su principal competidor, General Mills, acumuló un rendimiento cercano al 20% para el mismo período bajo análisis. Se puede afirmar entonces que el retorno acumulado de Kellogg fue sustancialmente menor al rendimiento del índice S&P 500 y el índice “S&P Food & Beverage”. Sin embargo, el desempeño de la acción de Kellogg fue ligeramente superior al de la acción de su principal competidor en la categoría de cereales.

**1.3. Historia**

La escala de operaciones y la variedad de productos de Kellogg fueron evolucionando desde hace más de un siglo. A través de su larga historia, Kellogg ha logrado convertirse en una de las compañías de alimentos más grandes de América del Norte, siendo líder mundial en la producción y comercialización de cereales para el desayuno y uno de los principales fabricantes de bocadillos.

## Historia de Kellogg Company

Año	Hitos - Kellogg Company
<b>1906</b>	Will Keith Kellogg funda “Battle Creek Toasted Corn Flake Company” en Battle Creek, Michigan, Estados Unidos.
<b>1914</b>	Comienza la expansión internacional, se inaugura una planta en Canadá.
<b>1922</b>	La compañía se constituye oficialmente como Kellogg Company.
<b>1930</b>	Will Keith Kellogg establece “The W.K. Kellogg Foundation Trust” para apoyar instituciones agrícolas, de salud y educativas. Hoy en día, el fideicomiso es el principal propietario de las acciones de Kellogg Company.
<b>1969-1977</b>	<p>Etapa de expansión y diversificación del negocio. Kellogg realiza la adquisición de varias empresas pequeñas pertenecientes a la industria alimentaria, incluyendo firmas extranjeras. Algunas de las adquisiciones fueron:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Salada Foods, compañía dedicada a la comercialización de té.</li> <li>• Fearn International, comercializadora de sopas, salsas y postres a restaurantes.</li> <li>• Mrs Smith’s Pie Company, fabricante de productos de panadería.</li> <li>• Eggo, fabricante de panqueques congelados.</li> <li>• Pure Packed Foods, fabricante de alimentos congelados para clientes institucionales.</li> </ul>
<b>1988-1993</b>	Período de desinversión. Se destaca el desprendimiento de sus operaciones vinculadas con el té.
<b>1999</b>	Adquisición de Worthington Foods, Inc., fabricante de comida vegetariana, incorporando a su cartera las marcas Morningstar Farms y Natural Touch.
<b>2000</b>	Adquisición de Kashi Company, fabricante de cereales integrales.
<b>2001</b>	Kellogg se diversifica adquiriendo The Keebler Company, el segundo mayor fabricante de galletas de EE. UU., incorporando las marcas: Famous Amos, Cheez-it, Murray cookies, Austin y Plantation.
<b>2012</b>	Kellogg se convierte en la segunda compañía de bocadillos más grande del mundo luego de adquirir la marca de papas fritas Pringles de Procter & Gamble.
<b>2015</b>	<p>Expansión en mercados emergentes - África:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Adquisición de la principal compañía de cereales de Egipto, Mass Food Group.</li> <li>• Adquisición de Bisco Misr, compañía líder de galletas empaquetadas de Egipto.</li> <li>• Joint venture con Tolaram África para desarrollar bocadillos y alimentos para el desayuno en el mercado de África. Este acuerdo involucró la adquisición del 50% de Multipro, una importante compañía de venta y distribución de alimentos en Nigeria y Ghana.</li> </ul>
<b>2016</b>	<p>Expansión en mercados emergentes - América Latina:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Adquisición del Grupo Parati, un grupo líder de alimentos en Brasil, fabricante de galletitas, pastas y bebidas en polvo. El monto de la transacción ascendió a US\$ 381 millones, representando la inversión más grande de Kellogg en América Latina.</li> </ul>
<b>2017</b>	Kellogg adquiere Chicago Bar Company LLC, fabricante de RXBAR, barras con alto contenido de proteínas e ingredientes integrales. La transacción se realizó por US\$ 596 millones.
<b>2018</b>	Kellogg ejerce una opción para adquirir el 50% del capital accionario de Tolaram Africa Foods, subsidiaria de alimentos envasados de Tolaram Group (sede en Singapur). Además, incrementa en un 1% su participación accionaria en Multipro, pasando a tener una posición controlante del 51%. La suma de ambas transacciones alcanzó los US\$ 420 millones.
<b>2019</b>	En julio de 2019, Kellogg realiza la venta de ciertos negocios de galletas, bocadillos y conos de helado a Ferrero International S.A. por US\$ 1.300 millones. Algunas de las marcas involucradas en el proceso de desinversión fueron: Famous Amos, Murray's, Keebler, Mother's y Little Brownie Bakers.

Tabla III - Fuente: Elaboración propia en base a Fundinguniverse y Reporte Anual de Kellogg Company 2019.

## 1.4. Segmentos Operativos

Como consecuencia de la expansión internacional que experimentó Kellogg en los últimos años, a partir del 2019, la compañía transformó su antigua organización por producto a una organización por mercado. De esta manera, Kellogg gestiona sus operaciones a través de cuatro segmentos operativos que se basan principalmente en la ubicación geográfica:

- a) América del Norte
- b) Europa: incluye Rusia
- c) América Latina: comprende América del Sur, América Central y México
- d) Asia Medio Oriente y África (AMEA): incluye Turquía, Australia y otros mercados de Asia y el Pacífico

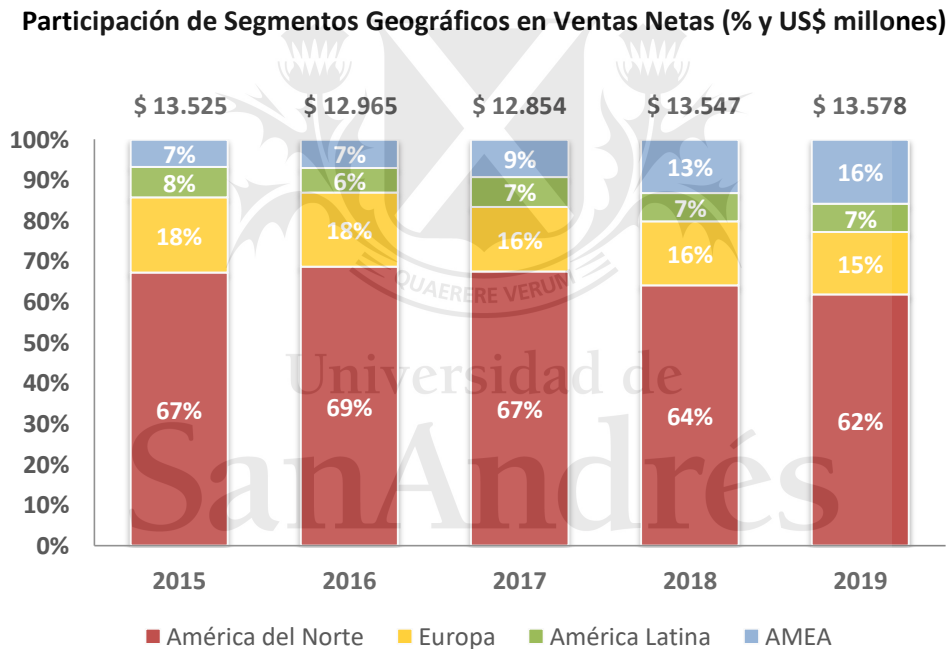


Gráfico IV - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

Como puede observarse en el Gráfico IV, más de la mitad de las ventas de Kellogg se concentran en América del Norte. Las participaciones de los segmentos geográficos de Europa y América Latina representan un 15% y un 7% de las ventas respectivamente, y se han mantenido estables a lo largo de los últimos 3 años. Por otro lado, el segmento AMEA ha aumentado considerablemente su participación en ventas en los últimos 2 años. Este segmento geográfico explicó el 9% de las ventas netas en 2017, mientras que en 2019 representó el 16% de las mismas. Este aumento responde al objetivo de Kellogg de expandirse hacia mercados emergentes.

Concretamente, a mediados del año 2018, Kellogg incrementó en un 1% su participación accionaria en Multipro, compañía de venta y distribución de alimentos en Nigeria y Ghana, pasando a tener una posición controlante del 51% del capital accionario. Consecuentemente, Kellogg consolida los estados financieros de Multipro, explicando finalmente el incremento en las ventas netas del segmento AMEA.

### 1.5. Cartera de Productos

Kellogg comercializa sus productos bajo reconocidas marcas. Dada la variedad de productos que ofrece, la compañía diferencia cuatro categorías:

- a) Cereales
- b) Bocadillos
- c) Congelados
- d) Pasta Seca y Otros

Participación de Categorías de Productos en Ventas Netas (% y US\$ millones)

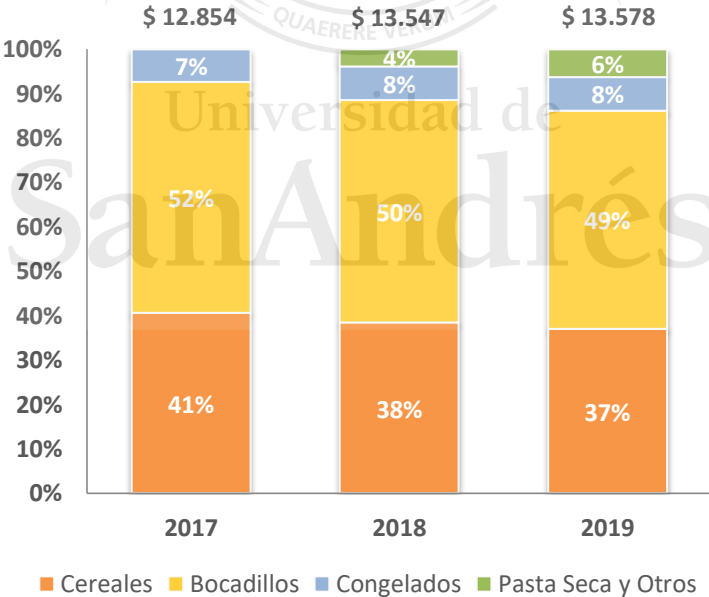


Gráfico V - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2017-2019.

La participación de las categorías de productos en las ventas de Kellogg ha cambiado en los últimos años. Las preferencias cambiantes de los consumidores han tenido un impacto negativo en la categoría de cereales, la cual ha experimentado una disminución constante en su participación relativa desde que alcanzó su punto máximo en 2011, representando el 51% de las ventas netas de la compañía. Actualmente, la categoría cereales comprende el 37% de las ventas de Kellogg, siendo superada por la categoría bocadillos que explica el 49% de las mismas. Esta reestructuración en la cartera de productos fue impulsada principalmente por la adquisición de Pringles en 2012, y posteriormente por la consolidación de Multipro en 2018, dando impulso a la categoría de pasta seca.

El Gráfico VI ilustra las marcas más emblemáticas de Kellogg. En bocadillos se destacan Kellogg's, Cheez-It, Pringles, Austin, Parati y RXBAR. Los cereales se comercializan bajo el nombre de Kellogg's, y algunos bajo las marcas Kashi y Bear Naked. Mientras que los alimentos congelados se comercializan bajo las marcas Eggo y Morningstar Farms.



Gráfico VI - Fuente: Elaboración propia.

## 1.6. Canales de Distribución

Kellogg se caracteriza por utilizar una estrategia de distribución de múltiples canales. Los productos son comercializados principalmente a distribuidores, cadenas mayoristas y minoristas a través de fuerzas de venta directas.

El mayor cliente, Wal-Mart Stores Inc., explicó aproximadamente el 19% de las ventas netas durante 2019, mientras que ningún otro cliente representó más del 10%. En línea con esto, los cinco principales clientes, incluido Wal-Mart, comprendieron el 33% de las ventas netas de Kellogg y casi el 50% de las ventas netas en Estados Unidos.

Por otro lado, ciertos canales minoristas alternativos, como plataformas de comercio electrónico, servicios de suscripción, tiendas de descuento y farmacias, se han vuelto más frecuentes a medida que fueron evolucionando los patrones de consumo. Actualmente, el comercio electrónico minorista representa aproximadamente el 3% de las ventas de la compañía.



## II. Análisis de la Industria y Posicionamiento Competitivo de Kellogg

### 2.1. El Mercado de Alimentos

El mercado global de alimentos alcanzó en el año 2019 ventas por US\$ 7,0 billones. Como muestra el Gráfico VII, este mercado internacional presenta un crecimiento sostenido a través de los años, con una tasa CAGR de 3,0% para el período 2012-2019.

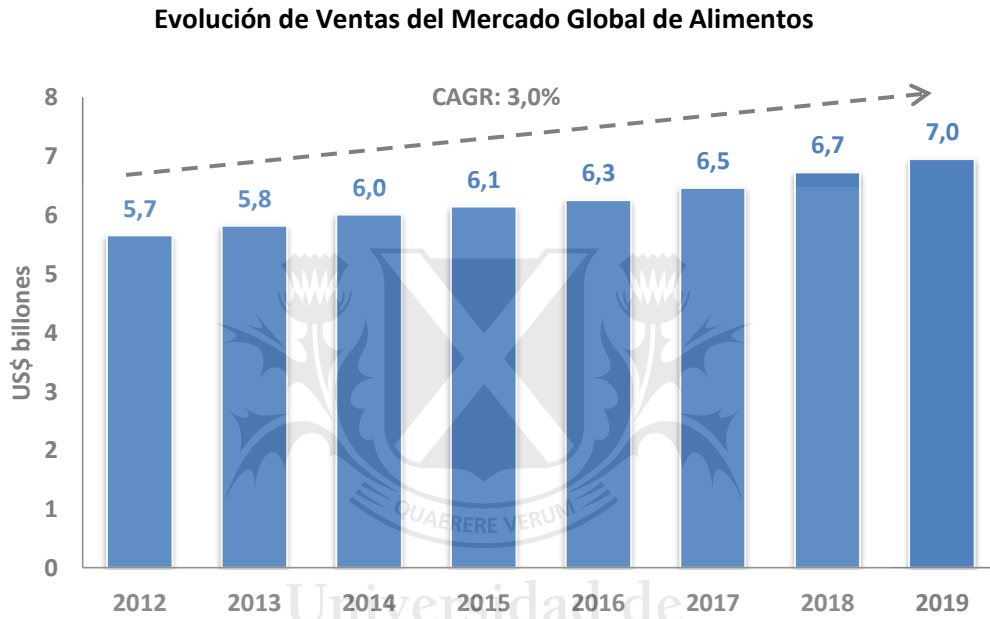


Gráfico VII - Fuente: *Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.*

El mercado de alimentos está constituido por el mercado de alimentos procesados y el mercado de alimentos no procesados. Este último incluye productos frescos, como frutas y verduras, mientras que el mercado de alimentos procesados incluye alimentos obtenidos mediante algún un proceso de transformación o preservación.

A continuación se introducen los principales segmentos que integran el mercado de alimentos procesados:

#### Segmentos del Mercado de Alimentos Procesados

Alimentos Procesados	
Productos Lácteos	Salsas y Condimentos
Productos Cárnicos	Productos para Untar y Edulcorantes
Productos de Pescadería	<b>Confitería y Bocadillos ✓</b>
Frutas y Verduras procesadas	<b>Alimentos Preparados ✓</b>
<b>Productos a base de Cereales ✓</b>	Comida para Bebé
Aceites y Grasas	Comida para Animales

Tabla IV - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

Dentro del mercado de alimentos procesados, Kellogg se dedica principalmente a la manufactura de productos pertenecientes a los segmentos de: Productos a base de Cereales, Confitería y Bocadillos y Alimentos Preparados. A su vez, cada uno de los segmentos indicados está conformado por categorías según se detalla a continuación:

#### Categorías de los Segmentos de Alimentos Procesados en los que compete Kellogg

Segmentos	Categorías
<b>Productos a base de Cereales</b>	<b>Cereales para el desayuno ✓</b> <b>Pasta ✓</b>
<b>Confitería y Bocadillos</b>	Confitería <b>Bocadillos ✓</b>
<b>Alimentos Preparados</b>	<b>Alimentos listos para consumir ✓</b> Sopas

Tabla V - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

Dentro del segmento de Productos a base de Cereales, Kellogg se dedica principalmente a la elaboración de Cereales para el desayuno, sin embargo, a lo largo de los últimos años ha ganado terreno en la comercialización de Pasta Seca en mercados emergentes, donde es común consumir fideos para el desayuno. En lo que respecta al segmento de Confitería y Bocadillos, Kellogg se dedica a la manufactura de Bocadillos, y su alcance es global. Por su parte, el segmento de Alimentos preparados se conforma mayormente por productos que solo requieren calentamiento para su consumo. Específicamente, la categoría de alimentos listos para consumir hace referencia a productos congelados a base de carne, pescado o verduras, pastas rellenas, pizzas congeladas y



productos similares. En relación a esta última categoría, Kellogg comercializa su línea de productos congelados exclusivamente en América del Norte.

La industria de alimentos procesados se caracteriza por ser una industria madura en países con economías desarrolladas, con niveles de crecimiento orgánico escasos pero beneficios estables. Esto último, genera gran competencia entre los participantes de la industria. La estabilidad de los beneficios viene dada por el hecho de que los alimentos son productos básicos de consumo. El carácter esencial de estos productos hace que las personas difícilmente puedan o quieran recortarlos de sus presupuestos independientemente de su situación financiera. Por lo tanto, la industria de alimentos procesados es defensiva y se ve poco impactada por los movimientos del ciclo económico.

Actualmente, el crecimiento de la industria de alimentos procesados se encuentra impulsado especialmente por el aumento de los ingresos disponibles en los mercados emergentes, donde los consumidores, al incrementan su poder adquisitivo, optan por mayor comodidad comprando alimentos con mayor grado de transformación.

Las marcas líderes de productos procesados pertenecen a grandes multinacionales de bienes de consumo. La Tabla VI muestra el ranking global de las 30 compañías de alimentos y bebidas con mayor facturación del año 2019.

#### Top 30° Compañías de Alimentos y Bebidas 2019 (Global)

Ranking Global 2019					
1°	Nestle	11°	Mondelez International	21°	Diageo
2°	PepsiCo, Inc	12°	WH Group	22°	Lactalis
3°	Anheuser-Busch InBev	13°	Suntory	23°	Grupo Bimbo
4°	JBS	14°	Danone	24°	Kirin Holdings
5°	Tyson Foods	15°	Olam International	25°	Fonterra
6°	Archer Daniels Midland Co.	16°	CHS Inc.	26°	Dairy Farmers of America
7°	Mars	17°	Heineken	<b>27°</b>	<b>Kellogg Company</b>
8°	Cargill	18°	Asahi Group	28°	Bunge
9°	The Coca-Cola Company	19°	Unilever	29°	Yili Group
10°	Kraft Heinz Company	20°	General Mills Inc.	30°	Keurig Dr Pepper

Tabla VI - Fuente: Elaboración propia en base Food Engineering. Top 100 Food & Beverage Companies Report.

Estas compañías dominan los sectores de productos lácteos, bebidas, bocadillos y cereales, entre otros. El ranking es liderado por el Grupo Nestle, con una facturación de US\$ 92.568 millones, mientras que Kellogg Company se ubica en la posición 27 con una facturación de US\$ 13.578 millones.

Si bien estas firmas integran el “Top 30” por su volumen de facturación en la industria de alimentos y bebidas, existen diferencias significativas entre ellas, principalmente en lo vinculado a los segmentos en los cuales compiten. Particularmente, la oferta de productos en los segmentos que participa Kellogg se encuentra concentrada en pocas compañías, por consiguiente, el mercado presenta características de oligopolio.

A continuación, se efectúa un análisis de los principales segmentos del mercado de alimentos en los cuales compite Kellogg.

### 2.1.1. Mercado de Cereales para el desayuno

El mercado global de cereales para el desayuno alcanzó en el año 2019 ventas por US\$ 62.456 millones. Como muestra el Gráfico VIII, este mercado internacional presenta un crecimiento sostenido a través de los años, con una tasa CAGR de 2,3% para el período 2012-2019.

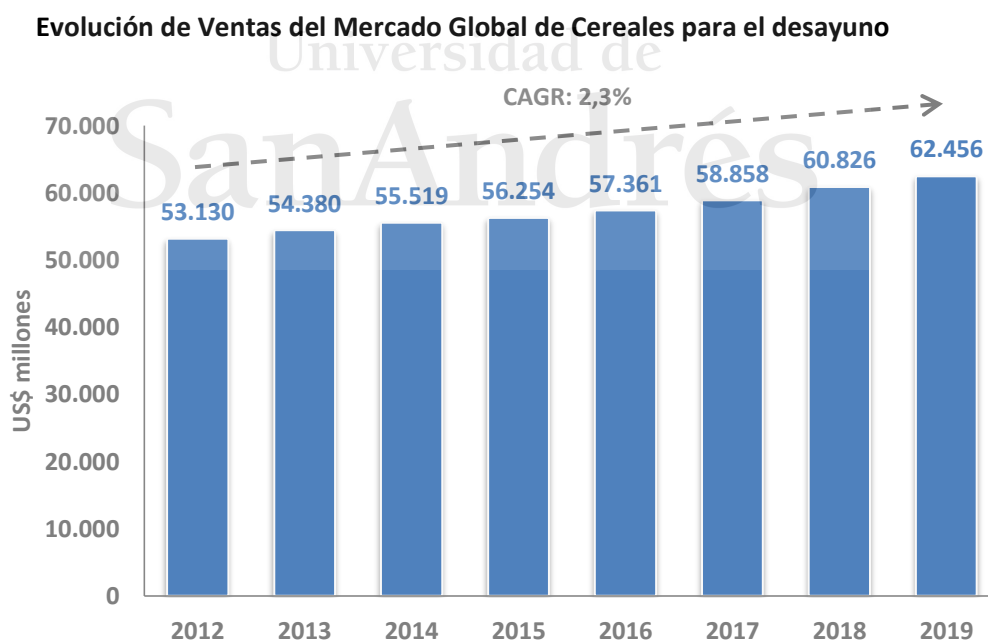


Gráfico VIII - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

El Gráfico IX muestra la composición de las ventas por zona geográfica de los últimos 5 años y el pronóstico para el período 2020-2024.

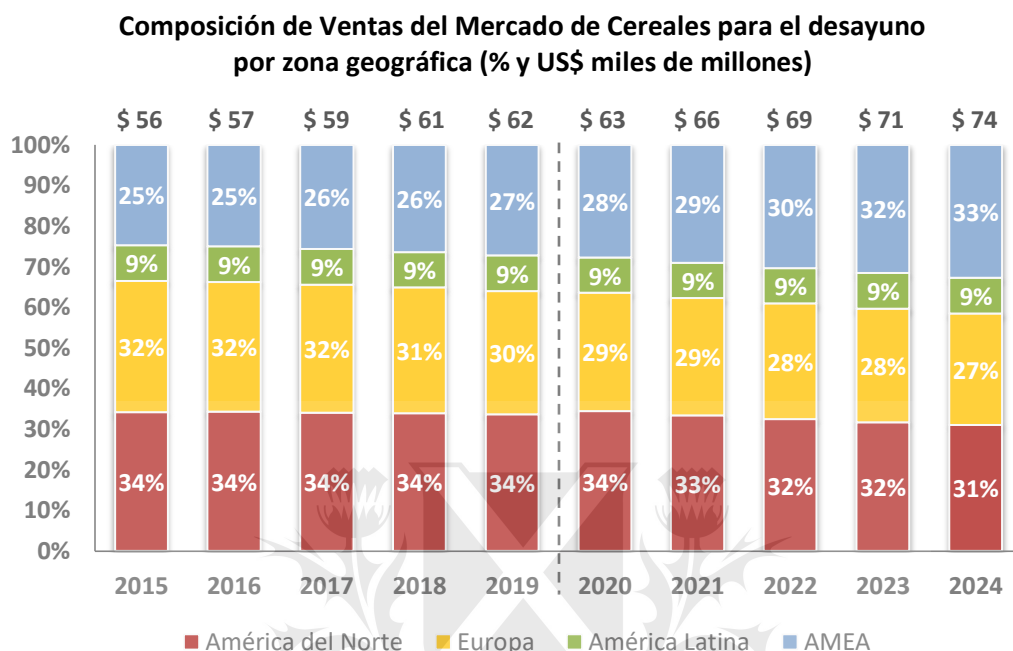


Gráfico IX - Fuente: *Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.*

Las zonas geográficas que más ventas reportaron en 2019 fueron América del Norte y Europa, con un 34% y 30% respectivamente. Ambos constituyen mercados maduros, con altos ingresos y alta penetración en la categoría de cereales para el desayuno. Por otro lado, los mercados de AMEA y América Latina explicaron el 27% y el 9% de las ventas del año 2019 respectivamente. Estos últimos, representan mercados emergentes con mayor potencial de crecimiento para los próximos años. Incluso, se espera que AMEA comprenda el 33% del mercado en el año 2024, superando la participación de América del Norte.

El Gráfico X muestra, para cada una de las zonas geográficas donde opera Kellogg, la tasa de crecimiento anual de ventas de los últimos 5 años y los pronósticos para el período 2020-2024.

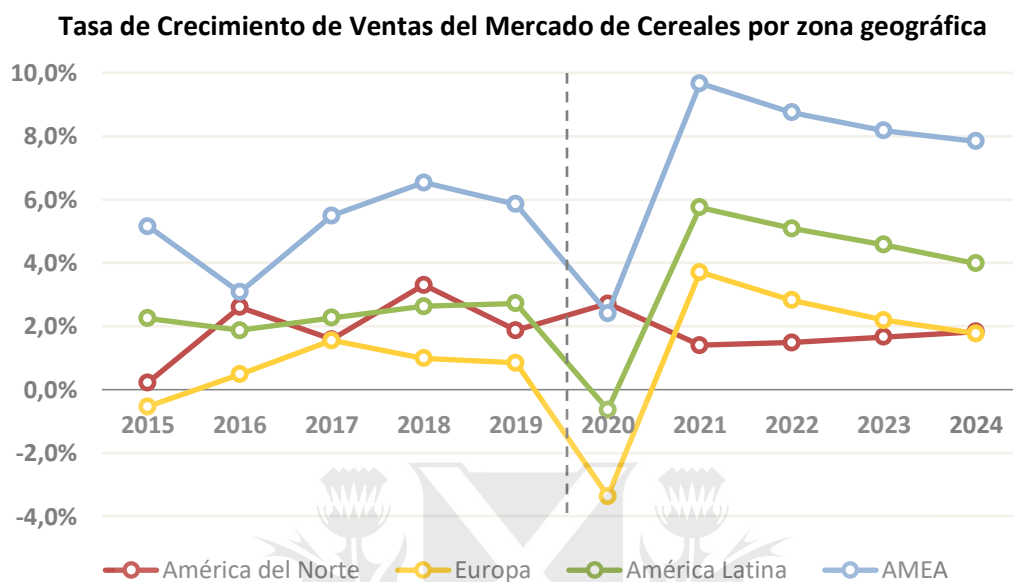


Gráfico X - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

El crecimiento responde a la evolución de precios y el volumen de consumo. Puede observarse que los mercados maduros, integrados por América del Norte y Europa, presentan tasas de crecimiento inferiores que los mercados de AMEA y América Latina. Asimismo, exceptuando América del Norte, los pronósticos de crecimiento se ven perjudicados en 2020 por el impacto de la pandemia originada por el COVID-19. No obstante, se espera que este impacto negativo sea corregido en el año 2021.

Particularmente, la categoría de cereales para el desayuno de América del Norte representa el mercado tradicional de Kellogg. Actualmente, el 63% de las ventas de cereales de Kellogg corresponden a este segmento geográfico, explicando el 38% de las ventas en esta región y el 23% de toda la compañía.

### 2.1.2. Mercado de Bocadoillos

El mercado global de bocadoillos alcanzó en el año 2019 ventas por US\$ 387.125 millones. Como muestra el Gráfico XI, este mercado internacional presenta un crecimiento sostenido a través de los años, con una tasa CAGR de 3,1% para el período 2012-2019.

### Evolución de Ventas del Mercado Global de Bocadillos

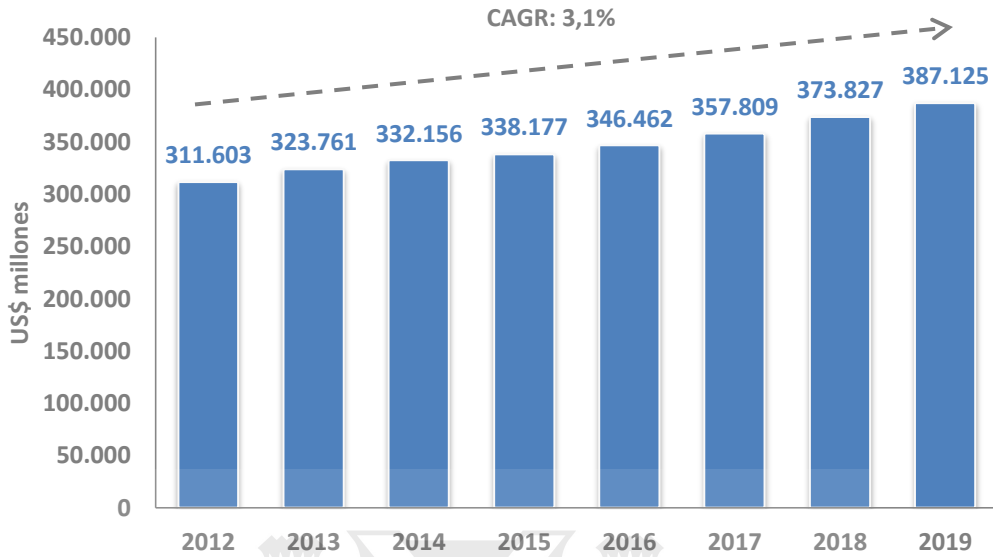


Gráfico XI - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

El Gráfico XII muestra la composición de las ventas por zona geográfica de los últimos 5 años y el pronóstico para el período 2020-2024.

### Composición de Ventas del Mercado de Bocadillos por zona geográfica (% y US\$ miles de millones)

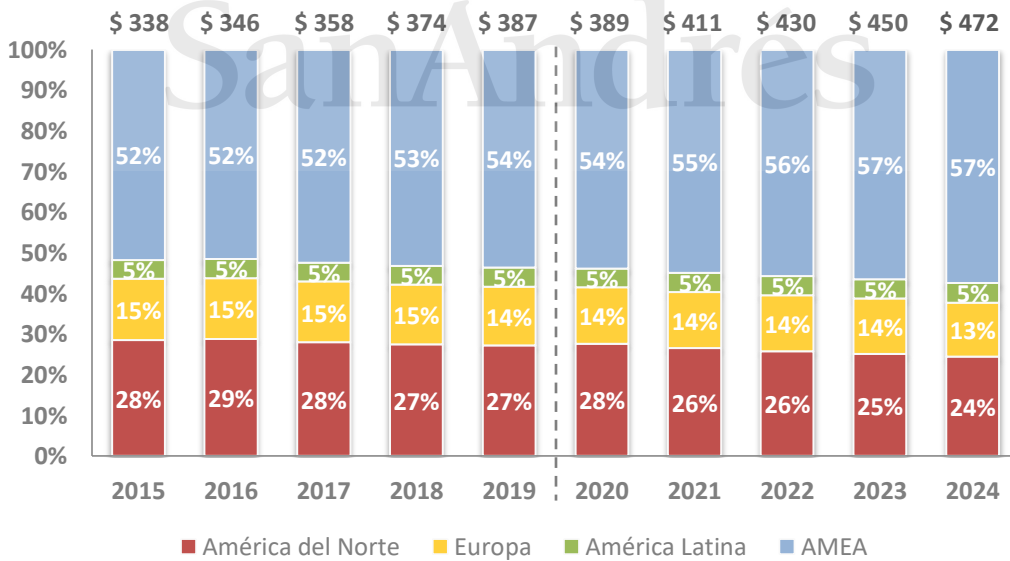


Gráfico XII - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

Las zonas que más ventas reportaron en 2019 fueron AMEA y América del Norte, con un 54% y 27% respectivamente. En un segundo plano, los mercados de Europa y América Latina explicaron un 14% y 5% de las ventas respectivamente. Los segmentos geográficos de AMEA y América Latina, conformados principalmente por economías emergentes, son los que mayor potencial de crecimiento poseen para los próximos años.

El Gráfico XIII muestra, para cada una de las zonas geográficas donde opera Kellogg, la tasa de crecimiento anual de ventas de los últimos 5 años y los pronósticos para el período 2020-2024.

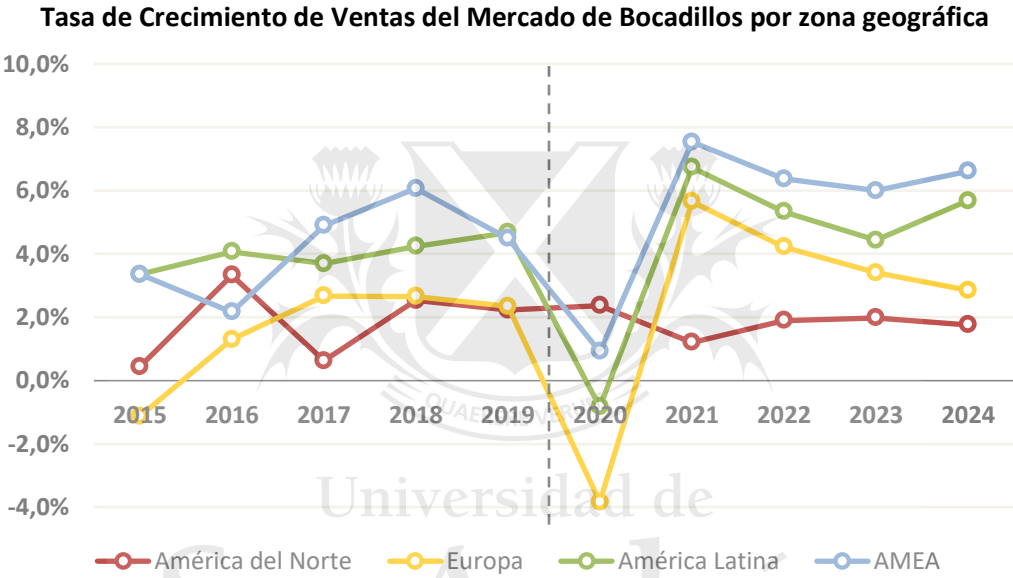


Gráfico XIII - Fuente: *Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.*

El crecimiento responde a la evolución de precios y el volumen de consumo. Puede notarse que los mercados maduros, integrados por América del Norte y Europa, presentan tasas de crecimiento inferiores que los mercados de AMEA y América Latina. Asimismo, exceptuando América del Norte, los pronósticos de crecimiento se ven perjudicados en 2020 por el impacto de la pandemia originada por el COVID-19. No obstante, se espera que este impacto negativo sea corregido en el año 2021.

En relación a Kellogg Company, después de la adquisición de Pringles en 2012, las ventas netas de bocadoillos han desplazado a los cereales a un segundo lugar. En esta categoría, América del Norte también sobresale en facturación respecto al resto de los segmentos geográficos. Actualmente, el 63% de las ventas de bocadoillos de Kellogg corresponden a América del Norte, explicando el 50% de las ventas en este segmento geográfico y el 31% de toda la compañía.

### 2.1.3. Mercado de Alimentos listos para consumir

Como se mencionó anteriormente, la categoría de alimentos listos para consumir hace referencia a productos congelados a base de carne, pescado o verduras, pastas rellenas, pizzas congeladas y productos similares. En el caso de Kellogg, comercializa exclusivamente en América del Norte panqueques congelados bajo la marca Eggo y comida vegetariana bajo la marca Morningstar Farms.

En 2019, el mercado de alimentos listos para consumir reportó ventas por US\$ 44.337 millones en Estados Unidos y Canadá. Como muestra el Gráfico XIV, este mercado presenta un crecimiento sostenido a través de los años, con una tasa CAGR de 2,8% para el período 2012-2019.

**Evolución de Ventas del Mercado de alimentos listos para consumir en América del Norte**

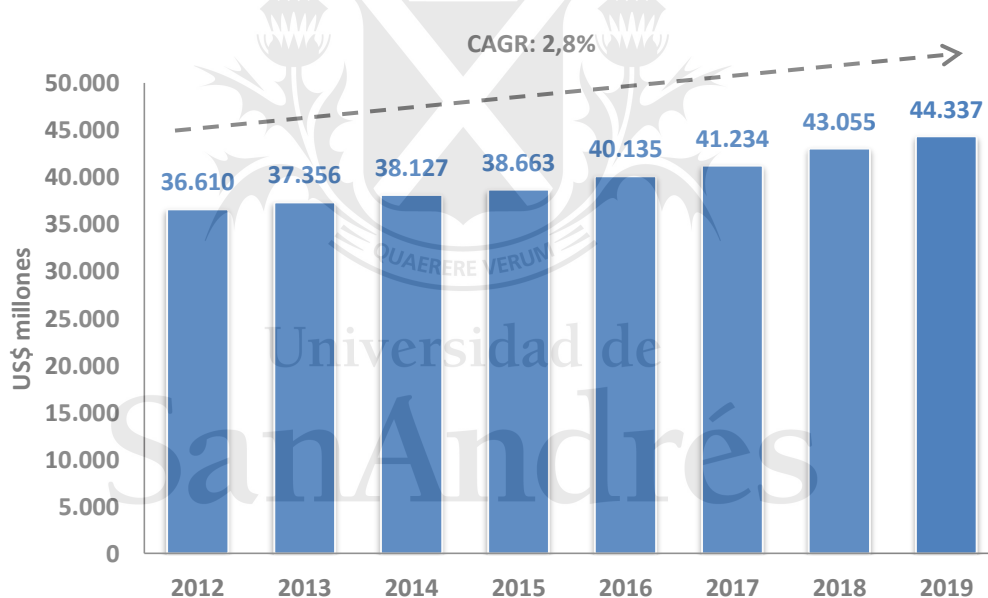


Gráfico XIV - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

El Gráfico XV muestra la tasa de crecimiento anual de ventas de los últimos 5 años y el pronóstico para el período 2020-2024 en América del Norte.

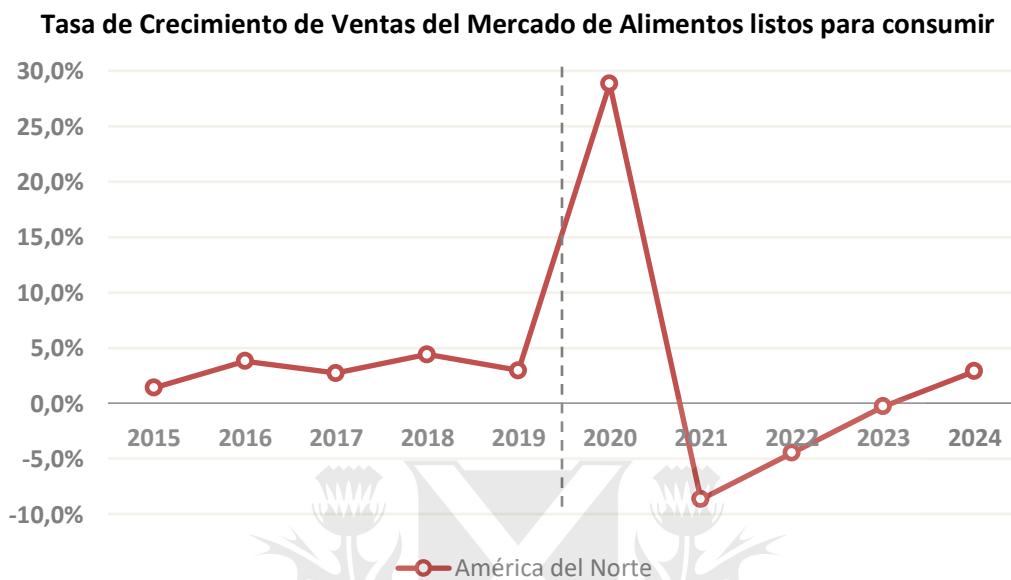


Gráfico XV - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

El crecimiento responde a la evolución de precios y el volumen de consumo. Se pronostica un crecimiento abrupto de 28,8% en 2020 como consecuencia de la pandemia originada por el COVID-19. Asimismo, se espera que este crecimiento desproporcionado del año 2020 sea corregido parcialmente en los años sucesivos.

Actualmente, esta categoría representa el 12% de las ventas de Kellogg en América del Norte y el 8% de las ventas totales de la compañía. La apuesta de Kellogg para los próximos años se enfoca en alimentos con contenido proteico, especialmente aquellos relacionados con la carne alternativa.



## 2.2. Nuevas tendencias de la Industria

En los últimos años, se pueden destacar tendencias vinculadas a la salud y el bienestar en la industria alimentaria. Los consumidores expresan su preocupación por el contenido nutricional de los alimentos y existe una preferencia creciente hacia alimentos saludables, orgánicos y totalmente naturales, con particular demanda de productos con menores contenidos de azúcar, sodio y grasas. En línea con esto, existe un gran auge por los productos vegetarianos y veganos, dando paso a un mercado con potencial de crecimiento para los próximos años.

De acuerdo al banco de inversión UBS AG<sup>2</sup>, el mercado de carne alternativa de origen vegetal está listo para crecer de US\$ 4.500 millones en 2018 a US\$ 85.000 millones en 2030, es decir, a una tasa CAGR de casi 28% que va mucho más allá de la creciente expansión del veganismo o del vegetarianismo.

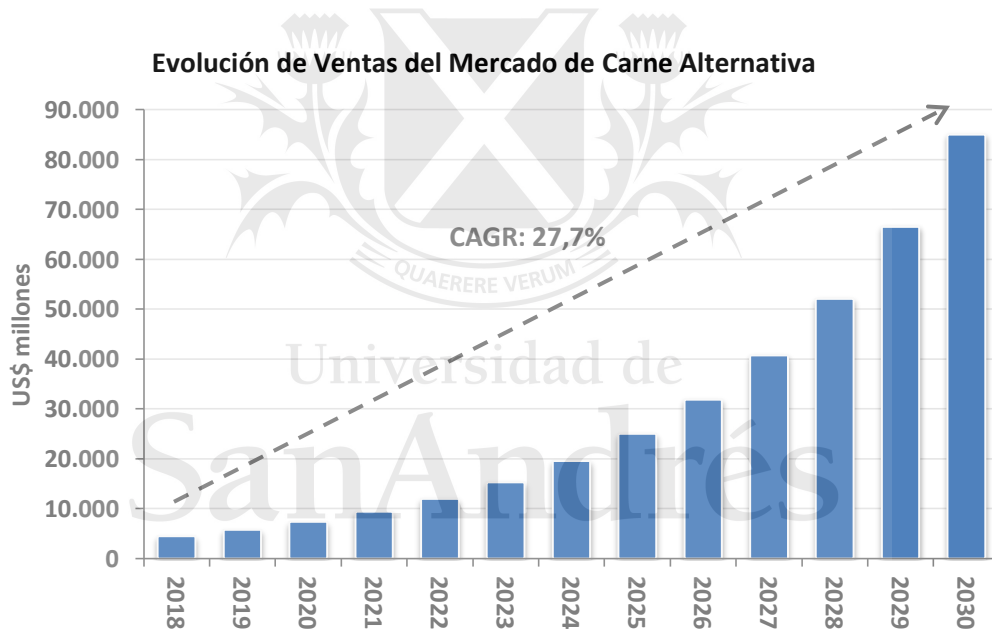


Gráfico XVI - Fuente: *Elaboración propia en base a SDR Ventures, Inc. - "1 H 2019 Food & Beverage M&A Report"*.

Esta tendencia de consumo está basada en la precepción de que una hamburguesa de origen vegetal es más saludable que una de origen animal. No obstante, hay muy poca evidencia de que esta percepción sea correcta, ya que al prestar atención a la lista de ingredientes de las carnes alternativas, se pueden observar muchos ingredientes altamente procesados.

<sup>2</sup> Véase SDR Ventures, Inc. - "1 H 2019 Food & Beverage M&A Report".  
<<https://sdrventures.com/newsletters/food-beverage-reports/>>.

Sin lugar a dudas el elevado consumo de carnes rojas es asociado negativamente con un aumento del riesgo de enfermedades, principalmente cardiovasculares. Sin embargo, al comparar una hamburguesa tradicional con una de origen vegetal, los perfiles nutricionales son parecidos. El contenido calórico es muy similar, aunque la carne de origen vegetal tiene menos contenido de grasas saturadas pero mayor contenido de sodio.

Al mismo tiempo que se produce esta inclinación hacia la carne alternativa, los consumidores se vuelcan hacia alimentos de fácil pronunciación que sean mínimamente procesados, por lo tanto, será interesante ver cómo reaccionan los consumidores con mayor conciencia de la salud a esta dicotomía en los próximos años.

Otra tendencia a destacar son los cambios en los hábitos de consumo y la reducción del tamaño de las familias, que han aumentado el consumo de productos en envases más pequeños y de un solo servicio. Por otro lado, cada vez es más frecuente el uso de canales de distribución basados en plataformas de comercio electrónico. Según S&P Global<sup>3</sup>, la penetración del comercio electrónico entre las empresas de alimentos envasados se encuentra en el extremo inferior de la gama de productos de consumo. El promedio de la industria global está por debajo del 5% con diferencias significativas entre las categorías de productos y zonas geográficas. Muchas empresas están aumentando su exposición a los minoristas de comercio electrónico, pero para obtener una ventaja competitiva se requiere una inversión sustancial en la cadena de suministro y la oferta de productos junto con modificaciones en el empaque. Además, la logística alrededor de la gestión de inventarios es fundamental y puede resultar costosa, lo que puede dañar los márgenes. Asimismo, con el aumento de las ventas en línea, es de esperar que aumente la penetración de marcas blancas, y las empresas de alimentos envasados de marca tendrán que hacer frente a esta nueva competencia.

Por último, vale destacar que el creciente uso de redes sociales y medios digitales ha cambiado el enfoque respecto a la publicidad. Los esfuerzos y costos vinculados a la publicidad tradicional cada vez son menores y la publicidad digital va ganando terreno.

---

<sup>3</sup> Véase S&P Global. *Industry Top Trends 2019*.  
<<https://www.spratings.com/documents/20184/5670590/Industry+Top+Trends+2019+Overview/fc820785-9345-63e0-d666-b6b80cab625d>>.

## 2.3. Análisis Competitivo de la Industria

Una manera de llevar a cabo un análisis competitivo de la industria es aplicando el modelo de las 5 fuerzas de Porter. Esta metodología permite identificar las principales oportunidades y amenazas tanto para los participantes de la industria como para aquellos que planean ingresar. La acción de estas cinco fuerzas competitivas define el atractivo de una determinada industria de acuerdo a su capacidad para generar utilidades.

**Modelo de las 5 Fuerzas de Porter**



Gráfico XVII - Fuente: *Elaboración propia.*

### 2.3.1. Poder de negociación de los proveedores

Los principales suministros para la elaboración de alimentos son materias primas, con lo cual, la mayoría de las compañías en la industria de alimentos procesados poseen numerosos proveedores y son capaces de ejercer un gran control sobre ellos. Además, tienen la ventaja de poder cambiar de proveedores sin mayores inconvenientes por la poca diferenciación del producto que entregan.

### **2.3.2. Poder de negociación de los clientes**

Las grandes compañías de alimentos procesados comercializan la mayor parte de sus productos a través de tiendas minoristas y cadenas de supermercados. El poder de negociación de los clientes se diluye si el número de compradores es mayor. A medida que las cadenas de comercios minoristas se consolidan y se hacen más grandes, utilizan su posición para mejorar su rentabilidad a través de mejoras de eficiencia, precios más bajos y mayores programas promocionales financiados por sus proveedores. En este sentido, la industria es muy competitiva, ya que los clientes tienen muchas facilidades para pasar de una marca a otra. Aquí un factor importante a considerar es el peso de la identidad de la marca. Otro punto a destacar es que los minoristas más grandes tienen la escala para desarrollar cadenas de suministro para comercializar sus propios productos de marca privada. En base a todo esto, se puede concluir que el poder de negociación de los clientes es relativamente alto para pequeñas compañías de alimentos y moderado para grandes firmas como Kellogg.

### **2.3.3. Amenaza de productos sustitutos**

A nivel general, los sustitutos de los productos procesados son los productos frescos. Sobre este punto, no se percibe una real amenaza para la industria de alimentos procesados. Analizando internamente la industria, se puede afirmar que su oferta de productos es amplia y cuenta con distintos segmentos. En relación a ello, las principales compañías pueden estar más o menos diversificadas en su cartera de productos, por lo tanto tendrán distintas capacidades para responder ante la presencia de un producto sustituto. Un ejemplo de ello son las barras de cereal, las cuales representan un sustituto de los cereales para el desayuno. En este sentido, el impacto que pueda causar un producto sustituto depende en gran medida de la capacidad de respuesta y de adaptación de cada empresa.

#### **2.3.4. Rivalidad entre los competidores existentes**

La rivalidad competitiva resulta de la presión y los desafíos que otras firmas de la misma industria ejercen en la posición de una compañía. Se basa en la cantidad de rivales presentes, el nivel de control que tienen sobre el mercado, como así también de las fortalezas y debilidades de estos rivales. En este sentido, la industria de alimentos procesados es altamente competitiva. Los aspectos principales en relación a la competencia incluyen el reconocimiento de marca, el sabor, el valor nutricional, el precio, la promoción, la innovación, el espacio en las góndolas, la penetración en el creciente mercado de comercio electrónico, la entrega al consumidor y el servicio al cliente. La capacidad de competir también depende de la capacidad de predecir, identificar e interpretar los gustos y hábitos alimenticios de los consumidores y de ofrecer productos que sean atractivos para esas preferencias. Los participantes buscan defenderse construyendo una diferenciación sostenible, desarrollando nuevos productos, mejorando sus habilidades de marketing, generando economías de escala para mejorar márgenes operativos, e impulsando procesos de fusiones y adquisiciones. Al evaluar los principales jugadores no existen diferencias sustanciales, la competencia es bastante alta y está respaldada por altos costos de publicidad y promoción. En este aspecto, los principales participantes tienen importantes recursos financieros y de marketing para competir. Esta rivalidad intensa tiende a disminuir los precios, provocando una caída en la rentabilidad general de la industria.

#### **2.3.5. Amenaza de nuevos competidores**

La amenaza de nuevos competidores se refiere a la facilidad con la que nuevas empresas pueden entrar a la industria, y depende en gran medida del costo de entrada al mercado y su rentabilidad. Los costos de cambio de los consumidores, la diferenciación de productos, el poder de la marca, el acceso a los canales de venta y las represalias de los competidores influyen en gran medida en el nivel de entrada de nuevos participantes.

Dada la estructura de costos fijos del negocio, el primer requisito que deben cumplir los nuevos competidores es alcanzar una escala determinada para poder ser rentable. Sumado a las economías de escala hay que tener en cuenta las economías de experiencia en los procesos productivos y de comercialización. Otro factor limitante es la dificultad de acceso a los canales de distribución. El principal canal es a través de grandes cadenas mayoristas, los cuales concentran la mayor parte de la distribución final de la producción. El poder de negociación de estos agentes les permite establecer condiciones financieras muy desfavorables para las empresas entrantes, y a la

vez, suelen exigir una oferta amplia de productos para poder acceder a dichos canales de distribución.

Una barrera de entrada destacada es el posicionamiento de marca. Existen marcas reconocidas y valoradas por el consumidor, por las cuales está dispuesto a pagar un sobreprecio. Este hecho dificulta la entrada de nuevas empresas, dado que precisarían de inversiones muy elevadas en publicidad y un amplio período de tiempo para ganar la confianza de los clientes. Además, los participantes de la industria de alimentos procesados dificultan la entrada de nuevos competidores mediante la innovación constante de nuevos productos y realizando campañas de publicidad costosas. Es menos probable que nuevos participantes ingresen a una industria dinámica donde los jugadores establecidos siguen definiendo los estándares regularmente, ya que esto reduce significativamente la ventana de beneficios extraordinarios para las nuevas empresas.

Sin embargo, el crecimiento del comercio electrónico ha alentado la entrada de nuevos modelos de negocios, intensificando la competencia al simplificar la distribución y reducir las barreras de entrada. La creciente presencia de minoristas de comercio electrónico ha afectado, y puede continuar impactando, las preferencias de los consumidores y la dinámica del mercado, afectando negativamente las ventas y ganancias de los principales participantes.

En base a todo esto, la industria de alimentos procesados plantea moderadas barreras de entrada al sector.

#### **2.4. Posicionamiento Competitivo de Kellogg**

Kellogg es una compañía líder en su industria y el posicionamiento de sus productos y marcas en la mente de los consumidores le permiten mantener su condición dominante en Estados Unidos y proyectarse globalmente.

Es difícil hallar ventajas competitivas que perduren en el tiempo en este tipo de industria. Como se ha mencionado anteriormente, la competencia se basa en precios y descuentos que terminan afectando los márgenes del negocio. Consecuentemente, uno de los requisitos que debe cumplir Kellogg para ser competitivo es el liderazgo en costos, basado en la productividad y fuertemente ligado a las economías de escala de producción y una gestión eficaz de la cadena de suministro a nivel global. Esta estrategia consiste en vigilar los costos fijos para la obtención de un costo unitario bajo y mantener los márgenes del negocio.

La diferenciación por productos con cualidades distintivas importantes para el consumidor es muy difícil de sostener. Sin embargo, Kellogg se beneficia de la diferenciación basada en la imagen de marca. Aquí es importante destacar que Kellogg's ha sido calificada como una de las marcas de alimentos más valiosas a nivel mundial.

#### Ranking de las marcas de alimentos más valiosas del mundo 2019 (US\$ millones)

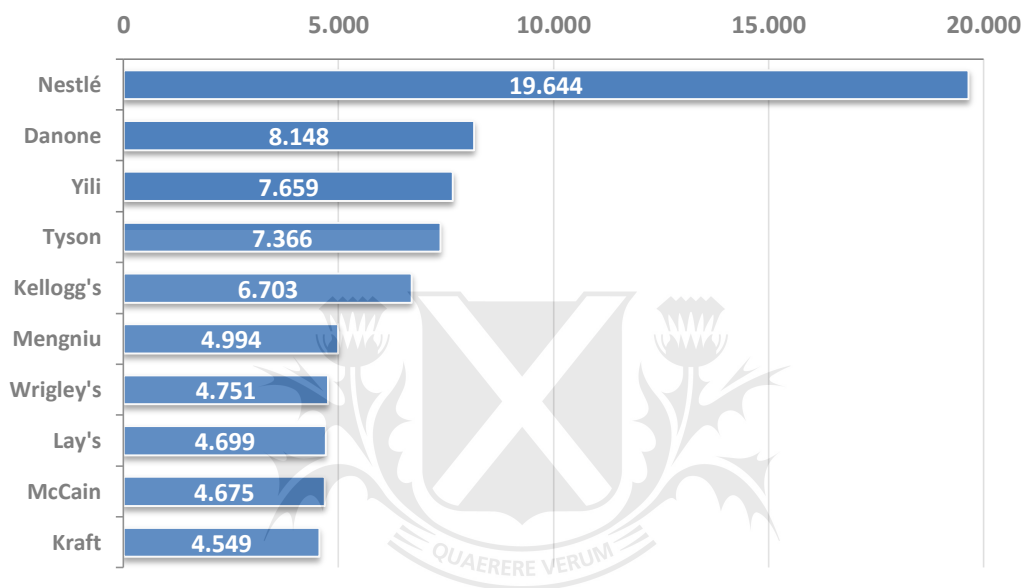


Gráfico XVIII - Fuente: Portal de estadísticas Statista.

Este posicionamiento de marca es una ventaja competitiva que le permite a Kellogg tener una curva de demanda distinta a los demás competidores, especialmente en la categoría de cereales para el desayuno. Básicamente, se genera un fenómeno de clientes cautivos por hábito. El precio relativamente bajo de este tipo de productos hace que difícilmente los clientes se preocupen por analizar si es el más conveniente y, por tanto, esta recurrencia le permite a la compañía implementar estrategias de precios más agresivas.

Como ilustra el Gráfico XIX, el mercado de cereales listos para consumir posee un elevado grado de concentración en Estados Unidos, donde más del 80% de las ventas pertenecen a General Mills, Kellogg Company y Post Holdings.

**Cuota de Mercado: Cereales listos para consumir en Estados Unidos (2018)**

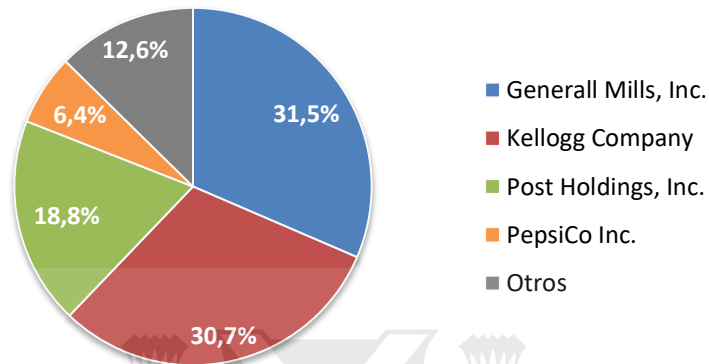


Gráfico XIX - Fuente: *Elaboración propia en base a Bakeryandsnacks.com.*

El Gráfico XX ilustra la cuota de mercado de Kellogg en el mercado de papas fritas de Estados Unidos. Aquí también se puede notar un elevado grado de concentración, siendo que más del 70% de las ventas pertenecen a PepsiCo y Kellogg.

**Cuota de Mercado: Papas Fritas en Estados Unidos (2019)**

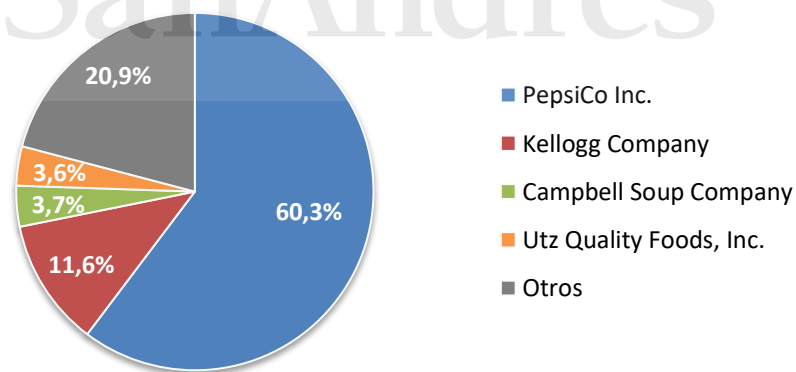


Gráfico XX - Fuente: *Elaboración propia en base a Snack Food & Wholesale Bakery.*



Para finalizar con el análisis competitivo, se expone un análisis de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) de Kellogg:

### Matriz FODA de Kellogg Company

KELLOGG COMPANY	
FACTORES INTERNOS	
FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Líder de mercado con presencia multinacional, manufactura global y capacidades de marketing.</li> <li>✓ Economías de escala.</li> <li>✓ Cadena de suministro confiable y con escala global.</li> <li>✓ Cartera de marcas valiosas con fuerte posicionamiento.</li> <li>✓ Disponibilidad de flujo de fondos estables para expandirse e invertir en el desarrollo de nuevos productos.</li> <li>✓ Experiencia en el desarrollo y lanzamiento de nuevos productos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ La mayoría de los productos y marcas que conforman la cartera de Kellogg son comercializados exclusivamente en América del Norte.</li> <li>✓ Gran parte de la oferta de productos de Kellogg es cuestionable en cuanto a su valor nutricional por su alto contenido de azúcar, sodio y grasas.</li> </ul>
FACTORES EXTERNOS	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Las perspectivas de expansión internacional con foco en mercados emergentes representan una oportunidad de crecimiento para la compañía.</li> <li>✓ Adquisiciones de empresas más pequeñas con potencial disruptivo.</li> <li>✓ En los últimos años, Kellogg incorporó un nuevo canal de ventas invirtiendo en el desarrollo de una plataforma de comercio electrónico. En los próximos años, la compañía puede aprovechar esta herramienta para conocer mejor al cliente y atender sus necesidades utilizando análisis de big data.</li> <li>✓ Expansión en el mercado de productos saludables, haciendo foco en productos con contenido proteico, especialmente aquellos vinculados con la carne alternativa; y potenciando la reciente línea de productos "Happy Inside", cereales enfocados en la salud digestiva que contienen probióticos prebióticos y fibras.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ La intensa competencia en la industria puede amenazar las ventas netas y la rentabilidad de la compañía.</li> <li>✓ Un giro masivo de los consumidores hacia el comercio electrónico podría ser una amenaza para el modelo de cadena de suministro basado en la infraestructura física existente.</li> <li>✓ Los cambios de percepción en relación a los alimentos procesados, y la mayor conciencia de los consumidores respecto al contenido de azúcar y sodio presente en los alimentos pueden erosionar las ventas de Kellogg.</li> <li>✓ Regulaciones gubernamentales relacionadas con los ingredientes utilizados en los alimentos pueden significar un obstáculo para la compañía.</li> </ul>

Tabla VII - Fuente: *Elaboración propia.*

## 2.5. Objetivos y Estrategia de la Gerencia Corporativa de Kellogg

En octubre de 2017 asume como CEO de Kellogg Steven A. Cahillane, quien desde 2018 ha impulsado una estrategia de “desarrollo para el crecimiento”, apostando a un proceso de transformación para lograr un crecimiento sostenible y rentable a lo largo del tiempo. En este sentido, se han realizado notorios cambios y avances en la compañía que han permitido la estabilización de las ventas. Entre los puntos clave de este proceso de transformación se destacan:

- **Proyecto K:** En noviembre de 2013, la compañía hizo anuncio del lanzamiento del “Proyecto K”, un programa de reestructuración global de cuatro años con foco en la eficiencia y la efectividad. Entre los cambios más significativos de infraestructura se encuentra el cierre de la planta de bocadillos en Charlotte, Carolina del Norte, EE. UU. y la eliminación de dos líneas de producción en la planta de bocadillos en Cincinnati, Ohio, EE. UU. En 2017, el programa se amplió para migrar del sistema de entrega directa a tienda hacia un sistema de entrega a almacén para todos los negocios de bocadillos de Estados Unidos. A fines de 2019, Kellogg finalizó la implementación de todas las iniciativas del “Proyecto K”, con cargos totales de US\$ 1.600 millones desde su inicio y reportando aproximadamente US\$ 700 millones anuales en ahorros. La gerencia corporativa destacó que el resultado de la implementación de este proyecto ha sido una infraestructura optimizada de la cadena de suministro, mayor agilidad como consecuencia de una organización por segmentos geográficos y mayor efectividad en modelos de lanzamiento al mercado.
- **Cartera de productos:** En los últimos años, se ha remodelado la cartera de productos de Kellogg a través de adquisiciones e inversiones estratégicas. Del mismo modo, se ha apoyado el desarrollo de marcas clave, haciendo foco en el crecimiento orgánico sostenido de las ventas netas. Además, se ha impulsado la desinversión de los negocios “no principales” para mejorar el perfil de crecimiento y márgenes de la compañía. En línea con esto, en julio de 2019 se efectuó la venta de ciertos negocios de galletas, bocadillos y conos de helado a Ferrero International S.A.
- **Mercados emergentes:** Desde 2015, la compañía potenció su expansión hacia mercados emergentes, especialmente en América Latina y África. Uno de los principales objetivos es

continuar expandiendo el portafolio de productos e incrementar las ventas en dichos mercados.

Actualmente, la gerencia corporativa explicita que la estrategia de Kellogg se basa en continuar siendo líder mundial en la venta de cereales para el desayuno, ser una potencia mundial de bocadillos y continuar la expansión en mercados emergentes. Estos tres pilares guían desde la búsqueda de adquisiciones hasta el lanzamiento de nuevos productos. Hacia fines de 2019, la gerencia corporativa manifestó que las perspectivas de crecimiento orgánico de las ventas netas de la compañía se ubicaban entre un 1% y 2% para el año 2020.

### **III. Análisis Financiero**

En esta sección se llevará a cabo un análisis financiero de Kellogg en vistas de realizar un diagnóstico de la situación actual de la compañía y poder definir valores esperados de variables clave en el proceso de valuación. En una primera parte se evalúan, a lo largo del período 2015-2019, distintos indicadores vinculados al crecimiento, la rentabilidad, la gestión operativa y la gestión financiera de la compañía. Posteriormente, se comparan ciertos indicadores de Kellogg del año 2019 con los de otras firmas pertenecientes a la misma industria.

#### **3.1. Evolución de Indicadores de Kellogg**

##### **3.1.1. Crecimiento de las Ventas**

El Gráfico XXI pone de manifiesto que las ventas netas por US\$ 13.578 millones del año 2019 se encuentran ligeramente por encima de las ventas netas por US\$ 13.525 millones del año 2015. Asimismo, puede observarse una tendencia negativa de las ventas a partir de 2015 que es revertida en 2018 con un incremento del 5,4% respecto al 2017. Esta recuperación se debe principalmente a la consolidación de la subsidiaria Multipro en el segmento AMEA.

### Evolución de Ventas Netas de Kellogg

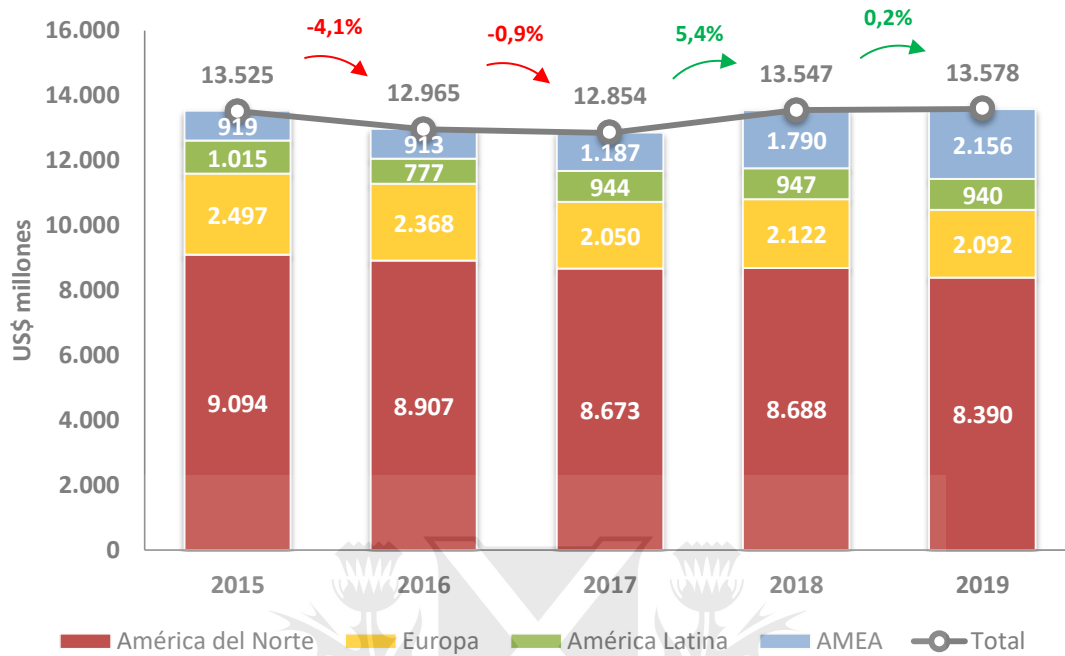


Gráfico XXI - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

A continuación, se efectúa un análisis más detallado de las ventas netas de Kellogg por segmento geográfico.

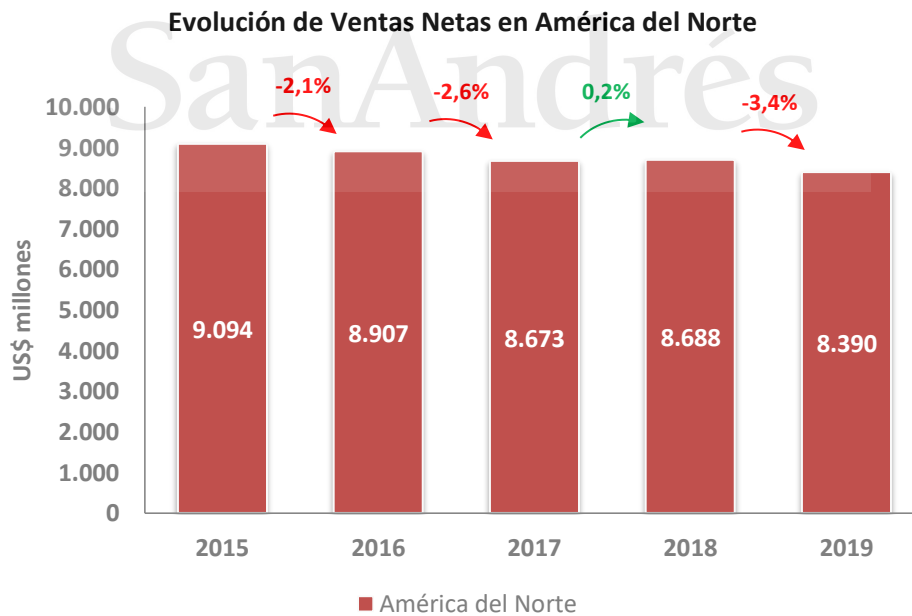


Gráfico XXII - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

En el segmento geográfico tradicional y más representativo de Kellogg hubo caídas en las ventas de 2,1% y 2,6% en los años 2016 y 2017 respectivamente, debido a una evolución desfavorable tanto en volumen como en precios.

A fines de 2017, Kellogg adquiere la empresa Chicago Bar Company LLC, fabricante de las barras ricas en proteínas RXBAR. La adquisición agregó US\$ 186 millones en ventas netas en 2018, compensando la caída del resto de los negocios y permitiendo un crecimiento de 0,2% respecto al año anterior.

El 28 de julio de 2019, la compañía completa la venta de ciertos negocios de bocadillos a Ferrero International S.A., impactando negativamente en el nivel de ventas del segmento de América del Norte. Dado que las ventas netas reportadas por los negocios desconsolidados totalizaron US\$ 308 millones durante los últimos cinco meses del año 2018, esto explica la caída de 3,4% del año 2019.

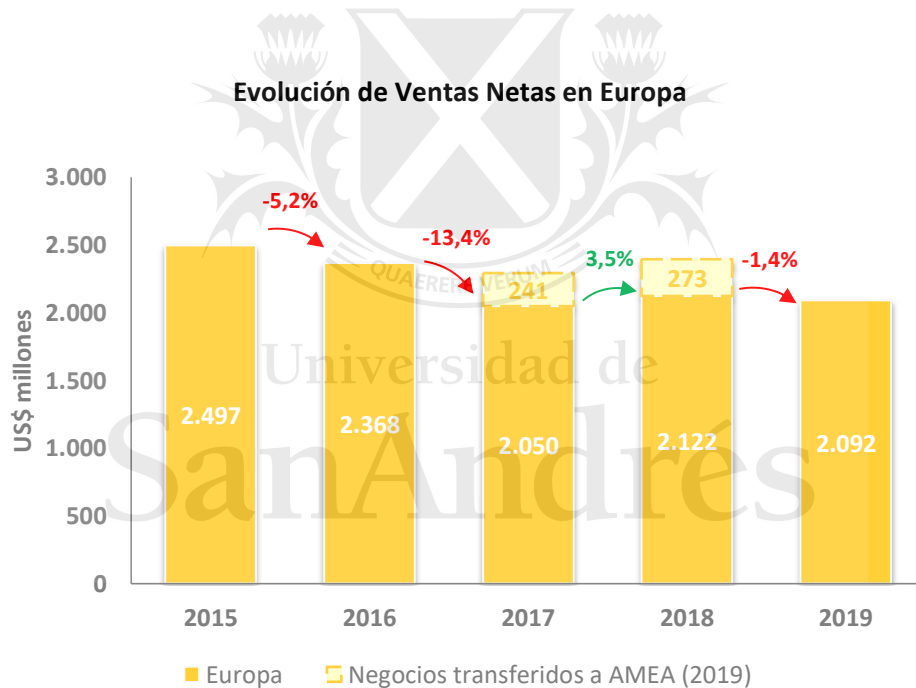


Gráfico XXIII - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.*

Como se mencionó anteriormente, Kellogg reorganizó los segmentos reportables a partir del año 2019. La compañía transfirió los negocios de Medio Oriente, África del Norte y Turquía, originalmente en el segmento reportable de Europa, hacia el segmento de Asia Pacífico. Además, el segmento reportable de Asia Pacífico pasó a llamarse Kellogg AMEA y consolidó todos los negocios de África en un solo equipo de gestión regional. En línea con esto, los estados financieros de los ejercicios 2017 y 2018 fueron reexpresados por la compañía para permitir la

comparabilidad, transfiriendo ventas netas de Europa a AMEA por US\$ 241 millones y US\$ 273 millones, respectivamente. De esta manera, la caída de 13,4% de las ventas netas de Europa entre 2016 y 2017 es explicada por la reestructuración mencionada.

En el Gráfico XXIV se puede apreciar el impacto positivo que tuvo la reestructuración de los segmentos reportables en las ventas netas de AMEA, explicando un 88% del incremento de 30% en el año 2017.

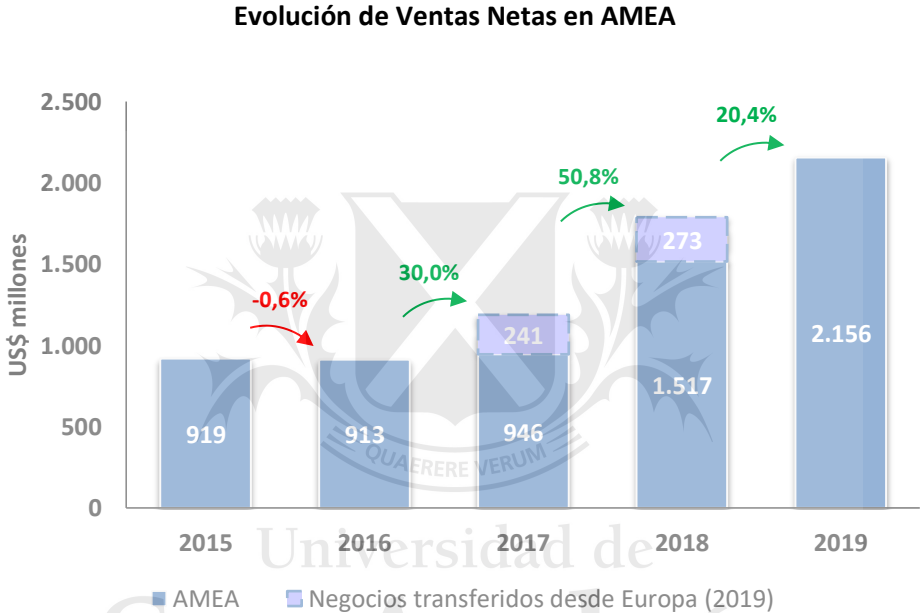


Gráfico XXIV - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.*

Continuando con el análisis del segmento AMEA, el crecimiento de ventas netas del 50,8% responde a la consolidación de Multipro en mayo de 2018, con un aporte de ventas por US\$ 536 millones. En 2019, se termina de reflejar el impacto de la consolidación de la subsidiaria, adicionando US\$ 271 millones en los primeros 4 meses del período, que explican en mayor parte el incremento de ventas del 20,4% de ese año.

### Evolución de Ventas Netas en América Latina

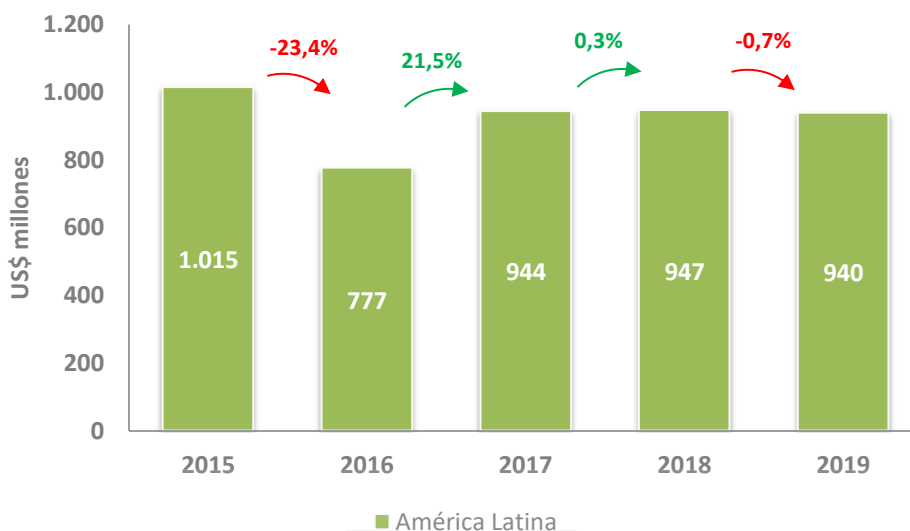


Gráfico XXV - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.*

Respecto a América Latina, aproximadamente el 70% de la caída de 23,4% de las ventas entre el 2015 y 2016 responde al impacto negativo de los negocios de Kellogg en Venezuela. A partir del año fiscal 2017, la compañía deja de incluir en los estados financieros la subsidiaria venezolana, manifestando que no cumplía con los criterios contables para la consolidación debido a una pérdida de control sobre las operaciones en dicho país.

Por otro lado, en diciembre de 2016, Kellogg adquiere el Grupo Parati, un importante grupo de alimentos brasileño. La adquisición agregó US\$ 203 millones en ventas netas en 2017, explicando el crecimiento de 21,5% de ese período.

Los procesos de adquisiciones y desconsolidaciones de negocios son habituales en este tipo de industria. Al mismo tiempo, dado que Kellogg es una firma con operaciones de manufactura y comercialización a nivel global, es importante considerar el impacto en las ventas por diferencias en los tipos de cambio de las monedas. De esta manera, para una mejor comparabilidad de los resultados a través de los años, es conveniente hacer una distinción entre el “Crecimiento Orgánico” y el “Crecimiento No Orgánico” de las ventas de la compañía. El efecto de ambos explica el crecimiento total de las ventas netas de la empresa.

### Crecimiento Orgánico vs. Crecimiento No Orgánico de Kellogg Company

Crecimiento de Ventas Netas	Kellogg Company				
	2015	2016	2017	2018	2019
Volumen	n/a	n/a	n/a	1,9%	-0,2%
Precio	n/a	n/a	n/a	-1,9%	2,1%
<b>Crecimiento Orgánico</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,7%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,9%</b>
Adquisiciones/Desinversiones	0,4%	0,1%	1,6%	6,3%	0,0%
Desconsolidación Negocio de Venezuela	-	-	-0,2%	-	-
Adquisición del Grupo Parati	-	-	1,6%	-	-
Consolidación de Multipro	-	-	-	4,9%	2,4%
Adquisición de Chicago Bar Company	-	-	-	1,4%	-
Desconsolidación Negocios de Bocadoillos	-	-	-	-	-2,4%
Otras adquisiciones/desinversiones	0,4%	0,1%	0,2%	-	-
Impacto del tipo de cambio	-7,5%	-8,0%	0,2%	-0,8%	-1,7%
Impacto de cambio de calendario contable	-1,3%	0,1%	0,1%	-0,1%	0,0%
<b>Crecimiento No Orgánico</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>1,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>-1,7%</b>
<b>Crecimiento Total</b>	<b>-7,2%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>0,2%</b>

Tabla VIII - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

La tasa CAGR de crecimiento orgánico de Kellogg ha sido de 0,8% en los últimos 5 años, mientras que la tasa CAGR vinculada al crecimiento total de la compañía ha sido de -1,4%.

A continuación se describen los acontecimientos más relevantes que explican el crecimiento de las ventas presentado en la Tabla VIII:

- **2015:** la apreciación del dólar a nivel global frente al resto de las monedas con las cuales opera Kellogg originó en mayor medida el derrumbe de 7,2% de las ventas netas.
- **2016:** el impacto negativo de los negocios de Kellogg en Venezuela explican un 30% de la caída de 4,1% de las ventas netas.
- **2017:** el descenso de 2,8% de las ventas orgánicas fue compensada parcialmente por adquisiciones realizadas por la compañía, resultando en un crecimiento total de -0,9%.
- **2018:** el incremento del 5,4% de las ventas responde a la consolidación de la subsidiaria Multipro y la adquisición de Chicago Bar Company.
- **2019:** Kellogg retoma el sendero del crecimiento orgánico, reportando un incremento de las ventas orgánicas del 1,9%. Por otro lado, el proceso de desconsolidación de negocios de bocadoillos generó una contracción de las ventas de 2,4%, la cual fue compensada por la consolidación de Multipro. En línea con esto, se espera que en 2020 termine de reflejarse el impacto de la desconsolidación con una caída adicional de las ventas de 3,2%.



### 3.1.2. Indicadores de Rentabilidad

El Gráfico XXVI muestra la evolución del margen bruto de Kellogg en los últimos 5 años:

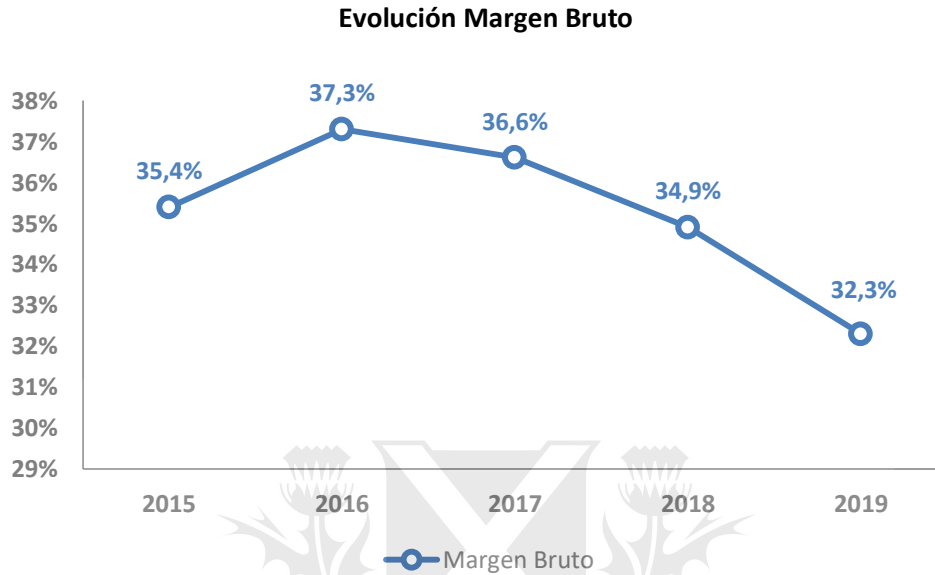


Gráfico XXVI - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2019.*

El margen bruto se obtiene deduciendo los costos de mercadería vendida de los ingresos por ventas, y expresando dicho resultado en relación a las ventas. Desde el año 2016 existe una tendencia decreciente del margen bruto de Kellogg. De un margen bruto de 37,3% en el año 2016, hubo una contracción de 5% en 3 años que sitúa dicho margen en un 32,3% en el año 2019.

Vale destacar que durante el período 2014-2019, Kellogg implementó un programa de reestructuración global, conocido como "Proyecto K", y parte de los costos vinculados al proyecto fueron asignados como costos de mercadería vendida, impactando en la evolución del margen bruto de Kellogg de los últimos años.

Además, como consecuencia de los negocios desinvertidos en 2019, Kellogg se retiró de dos planes de pensiones de empleados, reconociendo cargos por US\$ 132 millones, que explican un 37% de la caída de 2,6% del margen bruto entre 2018 y 2019.

El Gráfico XXVII ilustra la evolución del margen operativo de Kellogg en los últimos 5 años:



Gráfico XXVII - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2019.*

El margen operativo se obtiene deduciendo tanto los costos de mercadería vendida como los gastos operativos de los ingresos por ventas, y expresando dicho resultado en relación a las ventas. Este indicador se situó en 9,4% en 2015, se expandió hasta alcanzar un 12,6% en 2018 y finalmente se ubicó en 10,3% en el año 2019.

Cabe señalar que a pesar de la contracción de 3,1% del margen bruto en los últimos 5 años, la disminución de los gastos operativos compensó su caída e incluso permitió que el margen operativo del año 2019 se situara en 10,3%, ligeramente por encima del 9,4% del año 2015.

Otro indicador clave a la hora de evaluar la rentabilidad de un negocio es el margen EBITDA. Su evolución depende de los ingresos por ventas, los costos de las mercaderías vendidas y los gastos operativos, pero a diferencia del margen operativo, el margen EBITDA no deduce los costos asociados a depreciaciones y amortizaciones de los activos fijos.

Según se mencionó anteriormente, durante el período 2014-2019, Kellogg implementó un programa de reestructuración global, conocido como "Proyecto K". Tanto los costos vinculados al proyecto, como los ahorros generados por el mismo, impactan en la evolución del margen EBITDA. Sin embargo, los cargos de implementar este programa representan costos de carácter único que deberían apartarse para no afectar la comparabilidad. De la misma manera, deberían ajustarse aquellos conceptos de igual característica para realizar un mejor diagnóstico de la evolución del

negocio. En línea con esto, el Gráfico XXVIII muestra la evolución del margen EBITDA de Kellogg de los últimos 5 años junto al margen EBITDA Normalizado.

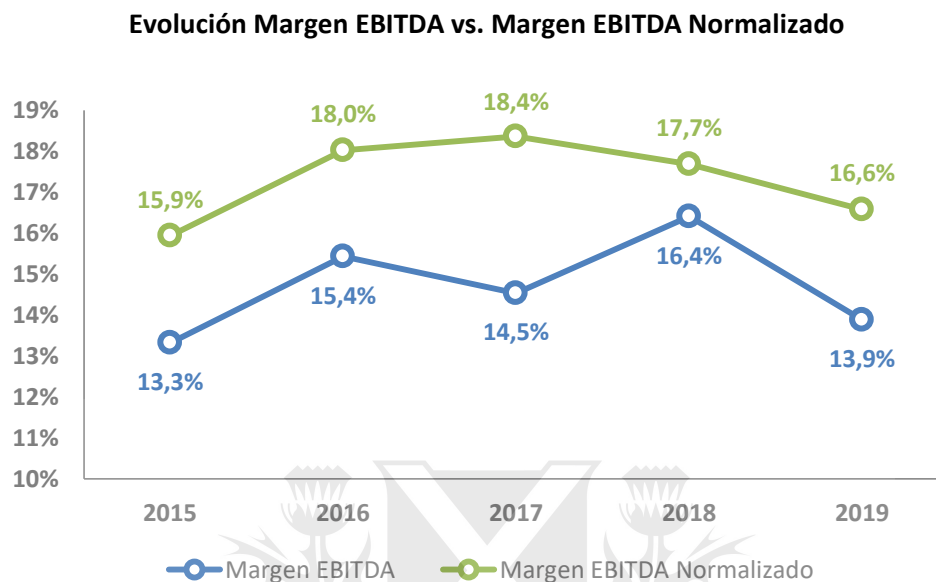


Gráfico XXVIII - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.*

Dado que el margen EBITDA Normalizado no considera principalmente los cargos de carácter único del “Proyecto K”, lógicamente se sitúa por encima del Margen EBITDA reportado. Además, como consecuencia de los negocios desinvertidos en 2019, Kellogg se retiró de dos planes de pensiones de empleados, reconociendo cargos por US\$ 132 millones, los cuales explican el 36% de la brecha entre el margen EBITDA y el margen EBITDA Normalizado de ese año.

Examinando el margen EBITDA Normalizado, existe una tendencia negativa en los últimos años. De un margen de 18,4 % en el año 2017, hubo una contracción de 1,8% en 2 años, posicionando dicho indicador en un 16,6% en el año 2019.

A continuación, se analiza la evolución de 3 indicadores de rentabilidad:

- ROIC: rendimiento del capital invertido. Calculado mediante el cociente entre el EBIT después de impuestos (NOPAT) y el capital invertido, compuesto por la deuda financiera y el patrimonio neto.
- ROA: rendimiento sobre activos. Se obtiene realizando el cociente entre el EBIT después de impuestos (NOPAT) y el total de activos de la compañía.
- ROE: rendimiento del capital accionario. Calculado como el cociente entre la utilidad neta y el patrimonio neto.

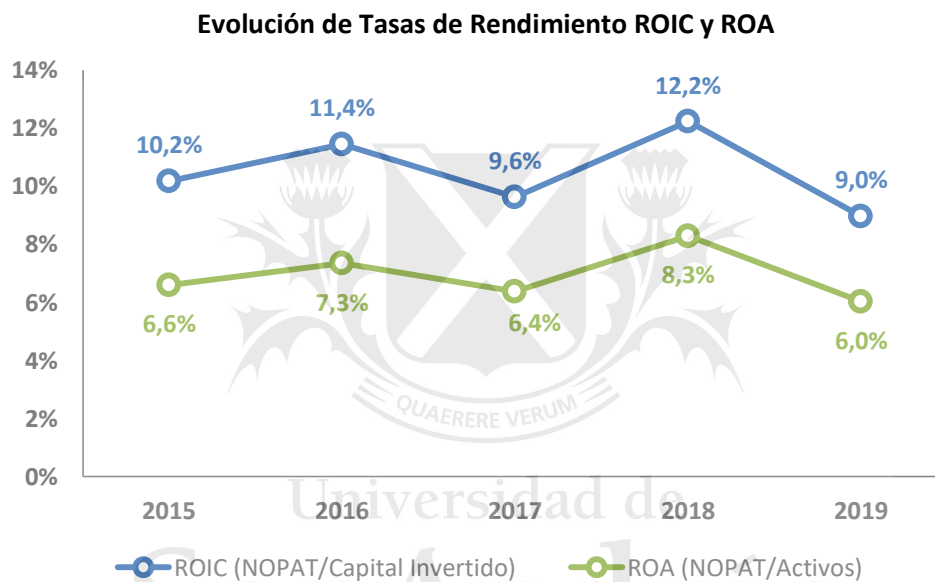


Gráfico XXIX - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.*

Tanto el ROIC como el ROA de Kellogg presentan estabilidad a lo largo de los últimos 5 años. En 2015, el ROIC se situó en 10,2%, mientras que en 2018 este ratio alcanzó un pico de 12,2% hasta ubicarse en un 9% en 2019. Esta última caída responde a un menor resultado operativo (EBIT) como consecuencia de la desinversión del negocio de bocadillos y una mayor tasa efectiva de impuesto a las ganancias. Respecto al ROA, este es un buen indicador de la eficiencia con la que son gestionados los activos. Este ratio se situó en 6,6% en 2015, alcanzó un pico de 8,3% en 2018 hasta ubicarse en un 6% en 2019.

El Gráfico XXX muestra la evolución del ROE de Kellogg en los últimos 5 años:

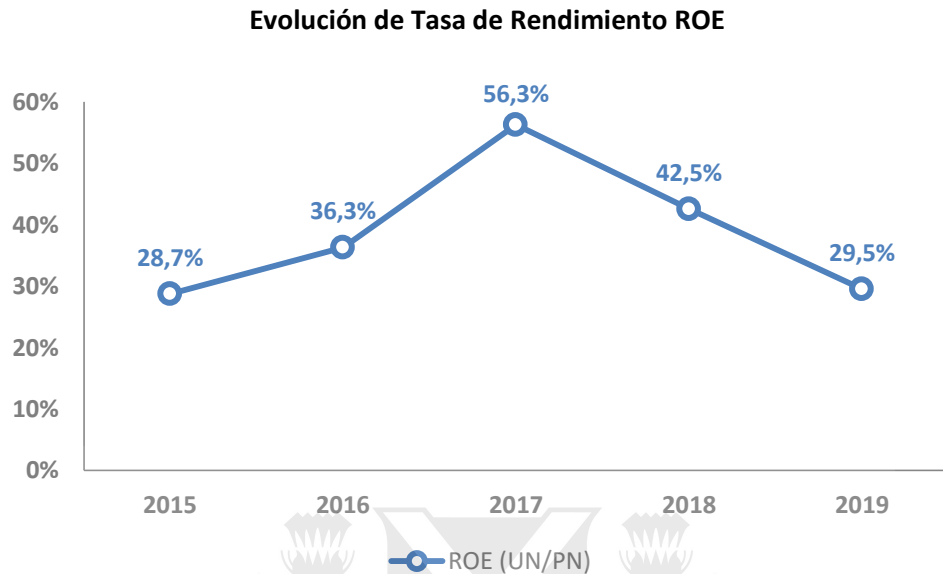


Gráfico XXX - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

En 2015 el ROE se situó en 28,7%, alcanzó un pico de 56,3% en 2017, hasta ubicarse en un 29,5% en el año 2019. Cabe resaltar que este indicador de rentabilidad es afectado por varios factores, con lo cual, para una mejor comprensión de su evolución es conveniente efectuar un análisis Dupont. Bajo este enfoque, el ROE puede ser analizado en 3 componentes: el margen neto, la rotación de activos y el multiplicador de capital.

$$ROE = \text{Margen Neto} \times \text{Rotación de Activos} \times \text{Multiplicador del Capital}$$

$$ROE = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

#### Análisis Dupont de Kellogg Company

Análisis DUPONT	Kellogg Company				
	2015	2016	2017	2018	2019
ROE (UN/PN)	28,7%	36,3%	56,3%	42,5%	29,5%
Margen Neto (UN/Ventas)	4,5%	5,4%	9,8%	9,9%	7,2%
Rotación de Activos (Ventas/Activos)	0,89	0,86	0,79	0,76	0,77
Multiplicador del Capital (Activos/PN)	7,14	7,85	7,34	5,63	5,30

Tabla IX - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

El margen neto representa la utilidad neta en relación a las ventas. Considera el resultado operativo del negocio como así también otras ganancias y pérdidas vinculadas con la venta de activos y otras inversiones de la empresa no relacionadas con su actividad principal. Además, contempla el pago de intereses e impuestos. En 2015, el margen neto se ubicó en 4,5% y en los años sucesivos experimentó un considerable incremento, alcanzando un pico de 9,9% en 2018, hasta ubicarse en un 7,2% en 2019. El aumento de 4,4% entre el año 2016 y el 2017 tiene su origen, principalmente, en un incremento de ganancias vinculado a otras inversiones. Si bien el resultado operativo por US\$ 1.483 millones del año 2016 fue superior al resultado por US\$ 1.387 millones del año 2017, cabe señalar que los conceptos de otros ingresos significaron US\$ -143 millones y US\$ 526 millones respectivamente. Estos representan pérdidas y ganancias que surgen de los ajustes a valor de mercado de los planes de pensiones y contratos de derivados sobre materias primas y divisas que la empresa utiliza a modo de cobertura. En línea con esto, en 2017 Kellogg reconoce particularmente ingresos por US\$ 542 millones como consecuencia de la adopción de nuevos estándares contables en relación a los planes de pensiones<sup>4</sup>. Por otro lado, los negocios de Kellogg en Venezuela reportaron pérdidas por US\$ 72 millones en 2016, mientras que a partir del año 2017 la compañía deja de incluir en los estados financieros a la subsidiaria venezolana, manifestando que no cumplía con los criterios contables para la consolidación debido a una pérdida de control sobre las operaciones en dicho país. En adición a esto, los intereses correspondientes a 2016 y 2017 representaron cargos por US\$ 406 millones y US\$ 256 millones respectivamente. Esta menor carga de obligaciones financieras por US\$ 150 millones también contribuyó en el incremento del margen neto del año 2017.

En 2018, el margen neto se mantiene elevado por mejores resultados operativos del negocio y por el reconocimiento de una ganancia de US\$ 200 millones como consecuencia de la consolidación de los estados contables de la subsidiaria Multipro. Respecto a esto último, en 2018 Kellogg incrementó en un 1% su participación accionaria en Multipro, pasando a tener una posición controlante del 51%. Previo al control, Kellogg mantenía dicha inversión mediante el Método del Patrimonio Neto (o método del Equity), y como resultado de la combinación de negocios, la diferencia entre el valor de mercado de la inversión que mantenía Kellogg y su valor de libros arrojó una ganancia neta por única vez de US\$ 200 millones. Al mismo tiempo, el margen neto del año 2018 se benefició por la menor tasa de impuesto a las ganancias debido a la reforma fiscal de Estados Unidos.

---

<sup>4</sup> Véase Reporte Anual de Kellogg Company 2019, en el cual se hace referencia al “Accounting Standard Update” (ASU) N° 2017-07 -“Improving the Presentation of Net Periodic Pension Cost and Net Periodic Postretirement Benefit Cost”.

Continuando con el análisis Dupont, la rotación de activos indica la cantidad de veces que se facturan los activos de la compañía en el período de un año, representando una medida de eficiencia en la gestión de los activos. Por ende, dado un cierto margen neto, a mayor rotación de activos, mayor rentabilidad. La rotación de activos de Kellogg ha sido bastante estable en los últimos 5 años. Este ratio era de 0,89 en 2015 y desde 2017 se ha mantenido en el orden de 0,80.

Finalmente, el multiplicador del capital, calculado como el cociente entre los activos y el patrimonio neto, es un indicador del nivel de apalancamiento del capital accionario, y por tanto, depende de la estructura de capital de la empresa. Durante el período 2015-2017 este ratio se ubicó entre 7,14 y 7,85, descendiendo a partir del 2018 hasta ubicarse en 5,30 en 2019. Aquí vale destacar que la compañía se caracteriza por tener un programa de recompra de acciones y pago de dividendos que mantienen el patrimonio neto en valores relativamente bajos respecto a los activos de la firma. Por último, la caída del multiplicador del capital en 2018 responde al incremento del patrimonio neto como consecuencia de la consolidación de los estados financieros de la subsidiaria Multipro.

### 3.1.3. Indicadores de Gestión Operativa

El Gráfico XXXI ilustra la evolución del capital de trabajo neto de Kellogg en los últimos 5 años:

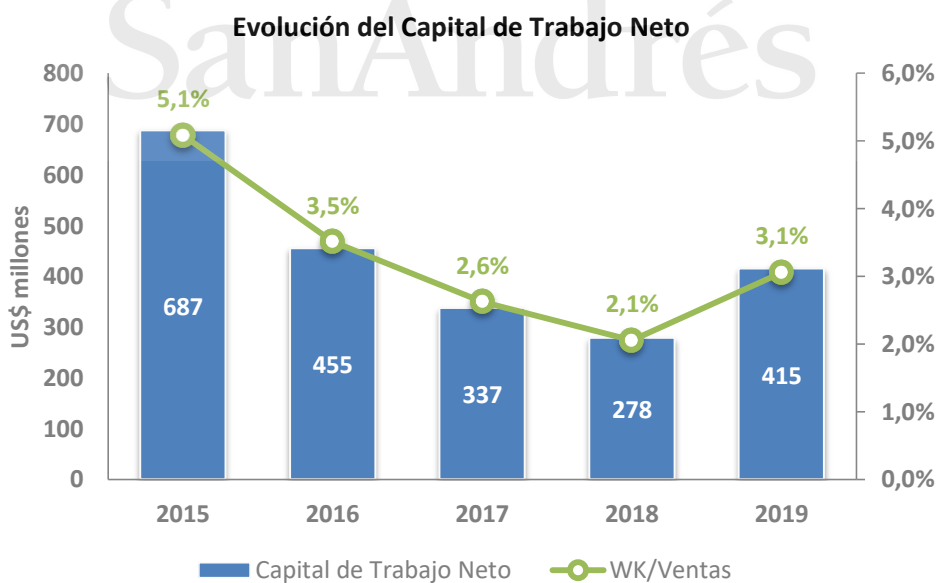


Gráfico XXXI - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

El capital de trabajo neto (WK) se calcula sumando el saldo de cuentas a cobrar con el de inventarios y restando el saldo de cuentas a pagar a proveedores. Para analizar su evolución respecto al tamaño del negocio, es apropiado examinar el capital de trabajo neto en relación a las ventas netas (WK/Ventas). Este ratio se ubicó en 5,1% en 2015 y en los años sucesivos disminuyó hasta alcanzar un mínimo de 2,1% en 2018. Finalmente, en 2019 este índice representó un 3,1% de las ventas netas. Dado que este indicador es afectado por 3 componentes, a continuación se presenta la evolución de cada uno de ellos:

#### Evolución de Indicadores de Gestión Operativa de Kellogg Company

Indicadores de Gestión Operativa	Kellogg Company				
	2015	2016	2017	2018	2019
Días de Cobro	36	35	39	37	42
Días de Inventario	52	56	55	55	49
Días de Pago a Proveedores	80	90	102	100	95
<b>Días de Ciclo de Caja</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>

Tabla X - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.*

Los días de cobro han tenido una tendencia creciente a lo largo de los últimos años, de 36 días en 2015 aumentaron a 42 días en 2019. Los días de inventario se han mantenido estables, mientras que los días de proveedores presentan una tendencia creciente, de 80 días en 2015 aumentaron a 95 días en 2019.

Universidad de  
**San Andrés**



### 3.1.4. Indicadores de Gestión Financiera

El Gráfico XXXII ilustra la evolución de la deuda financiera de Kellogg en los últimos 5 años:

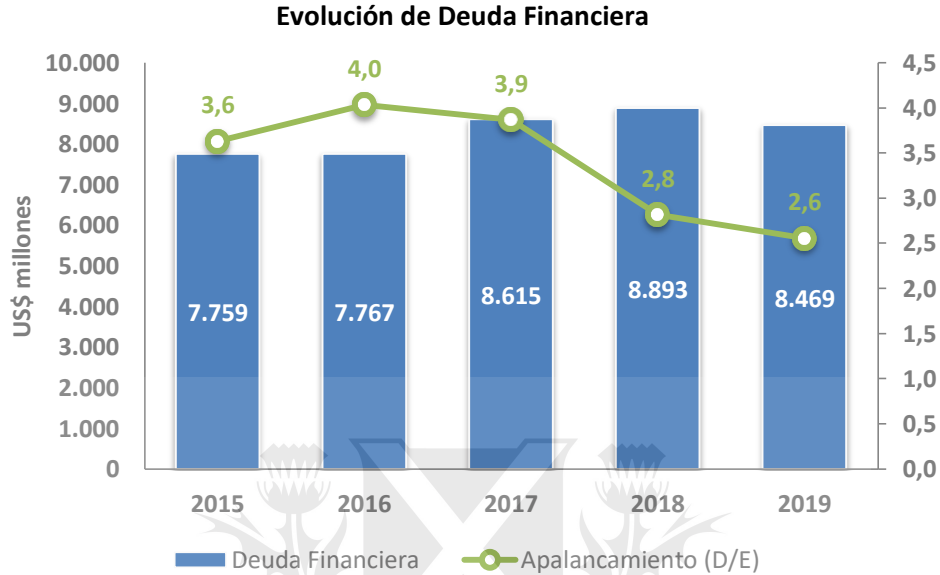


Gráfico XXXII - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

El apalancamiento está calculado en base a valores contables de la deuda y el capital accionario. Este indicador se ubicó entre 3,6 y 4,0 entre 2015 y 2017, disminuyendo hasta 2,6 en 2019. La caída observada del año 2018 tiene su origen en el incremento del patrimonio neto de la compañía debido a la consolidación de los estados financieros de la subsidiaria Multipro.

La siguiente tabla expone la composición de la deuda financiera de Kellogg al 31/12/2019:

#### Composición de la Deuda Financiera de Kellogg Company

Kellogg Company Composición de Deuda Financiera	US\$ millones	%
	<b>2019</b>	<b>2019</b>
Deuda de C.P.	107	1,3%
Porción Corriente de Deuda de L.P.	620	7,3%
Porción Corriente de Leasings operativos	114	1,3%
Deuda de L.P.	7.195	85,0%
Leasings operativos	433	5,1%
<b>Total</b>	<b>8.469</b>	<b>100,0%</b>

Tabla XI - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2019.

Un 90% de la deuda de Kellogg corresponde a deuda no corriente, es decir, con vencimientos mayores a un año. La deuda de largo plazo (L.P.) está constituida por notas emitidas en dólares y euros. Por su parte, la deuda de corto plazo (C.P.) está conformada en un 97% por préstamos bancarios y un 3% por papeles comerciales.

Las calificadoras de riesgo más reconocidas coinciden en que la deuda de largo plazo de Kellogg es de grado de inversión, con calidad crediticia satisfactoria y perspectivas estables para la compañía.

#### Calificaciones Crediticias de Kellogg Company

Kellogg Company	
Calificadora	Calificación
	<b>2019</b>
<b>S&amp;P</b>	BBB
<b>Moody's</b>	Baa2
<b>Fitch</b>	BBB-

Tabla XII - Fuente: Elaboración propia en base a S&P, Moody's y Fitch

La Tabla XIII detalla la evolución de los principales indicadores de gestión financiera de Kellogg en los últimos 5 años:

#### Evolución de Indicadores de Gestión Financiera de Kellogg Company

Indicadores de Gestión Financiera	Kellogg Company				
	2015	2016	2017	2018	2019
Razón de Endeudamiento (D/D+E)	0,78	0,80	0,79	0,74	0,72
Cobertura de Intereses (EBITDA/Intereses)	7,9	4,9	7,3	7,7	6,6
Plazo de Repago de la Deuda (DN/EBITDA)	4,2	3,7	4,5	3,9	4,3
Ratio de liquidez (AC/PC)	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7

Tabla XIII - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual de Kellogg Company 2015-2019.

La razón de endeudamiento de Kellogg está calculada en base a valores contables y puede observarse que fluctuó entre 0,72 y 0,80 en los últimos 5 años. El ratio de Cobertura de Intereses revela que el EBITDA de la compañía cubre holgadamente las obligaciones de intereses, puesto que en los últimos años el promedio fue de 7 veces el monto de dichas obligaciones. Por otro lado, el plazo de repago de la deuda señala que el EBITDA de Kellogg podría cancelar la deuda financiera neta en un plazo de 4,3 años. En lo que respecta al ratio de liquidez, calculado como Activos

Corrientes/Pasivos Corrientes, se ha mantenido estable en 0,7 a lo largo de los últimos años y es considerado un valor razonable para Kellogg.

### 3.2. Comparación con Pares del Mercado

En esta sección se comparan indicadores clave de crecimiento de ventas, rentabilidad, gestión operativa y financiera del año 2019 de Kellogg y otras cuatro compañías de la industria de alimentos procesados consideradas pares del mercado de Kellogg. Las empresas seleccionadas para este análisis comparativo son: General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company.

**Indicadores de Crecimiento y Rentabilidad de Kellogg vs. Pares del Mercado**

Indicadores de Crecimiento y Rentabilidad	Kellogg	General Mills	Campbell Soup	Nestle	Kraft Heinz
	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>
Crecimiento Ventas (CAGR últimos 5 años)	-1,4%	-1,2%	-0,4%	0,2%	-3,0%
ROA (NOPAT/Activos)	6,0%	6,9%	5,6%	9,9%	2,2%
ROIC (NOPAT/Capital Invertido)	9,0%	9,6%	7,7%	14,2%	2,7%
ROE (UN/PN)	29,5%	24,2%	19,0%	24,4%	3,7%
Margen Bruto	32,3%	34,1%	33,2%	49,6%	32,6%
Margen EBITDA	13,9%	18,6%	17,6%	21,4%	16,3%
Margen Operativo	10,3%	14,9%	12,1%	17,4%	12,3%

Tabla XIV - Fuente: *Elaboración propia en base a Reporte Anual (2019): Kellogg Company, General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company.*

En relación al crecimiento de las ventas, las compañías han mantenido tasas CAGR entre -3% y 0,2%. Solamente Nestlé ha experimentado un crecimiento positivo (0,2%) de las ventas a lo largo de los últimos 5 años, mientras que en el otro extremo se encuentra Kraft Heinz con un crecimiento de -3%, seguido por Kellogg con un crecimiento de las ventas de -1,4%.

En lo referido a la rentabilidad sobre activos y la rentabilidad sobre el capital invertido, Kellogg presenta indicadores que lo ubican en una posición media respecto a sus pares. No obstante, al comparar la rentabilidad sobre el capital accionario, Kellogg sobresale con un ROE de 29,5%. En cuanto a márgenes, Nestlé se beneficia de un margen bruto cercano al 50%, en cambio el resto de las empresas, incluida Kellogg, poseen un margen bruto en el orden del 33%. Continuando con el margen EBITDA, Kellogg es la menos favorecida con un margen de 13,9%, mientras que el promedio de sus pares se ubica en un 18,5%. Por último, el margen operativo

incorpora las depreciaciones y amortizaciones respecto al análisis anterior efectuado sobre el margen EBITDA. Dichos conceptos representan, en promedio, un 4% de las ventas.

#### Indicadores de Gestión Operativa de Kellogg vs. Pares del Mercado

Indicadores de Gestión Operativa	Kellogg	General Mills	Campbell Soup	Nestle	Kraft Heinz
	2019	2019	2019	2019	2019
WK/Ventas	3,1%	2,3%	7,7%	2,5%	2,8%
Días de Cobro	42	36	26	46	29
Días de Inventario	49	51	58	73	59
Días de Pago a Proveedores	95	94	55	147	87
Días de Ciclo de Caja	-4	-7	29	-28	1

Tabla XV - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual (2019): Kellogg Company, General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company.

En lo que respecta al Capital de Trabajo Neto sobre ventas, exceptuando Campbell (7,7%), el resto de las empresas mantienen un ratio entre 2,3% y 3,1%. Este análisis puede profundizarse con los días de cobro, inventario y pago a proveedores que finalmente determinan los días de ciclo de caja. Los días de cobro de Kellogg se ubican en 42 días, ligeramente por encima del promedio de 34 días del resto de las firmas. En relación a los días de inventario, Kellogg se destaca con 49 días de existencias, mientras sus pares promedian los 60 días. En cuanto a los días de proveedores, Kellogg se posiciona, con 95 días, detrás de Nestlé que se destaca con 147 días. El promedio de 96 días de pago refleja la capacidad de estas compañías de ejercer un gran control sobre sus proveedores.

#### Indicadores de Gestión Financiera de Kellogg vs. Pares del Mercado

Indicadores de Gestión Financiera	Kellogg	General Mills	Campbell Soup	Nestle	Kraft Heinz
	2019	2019	2019	2019	2019
Apalancamiento (D/E)	2,56	1,93	7,62	0,68	0,59
Razón de Endeudamiento (D/D+E)	0,72	0,66	0,88	0,40	0,37
Cobertura de Intereses (EBITDA/Intereses)	6,6	6,0	4,0	19,3	3,0
Plazo de Repago de la Deuda (DN/EBITDA)	4,3	4,4	5,9	1,4	7,0
Ratio de Liquidez (AC/PC)	0,7	0,6	0,6	0,9	1,0

Tabla XVI - Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual (2019): Kellogg Company, General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company.

En referencia a los ratios de estructura financiera, las firmas comparables presentan un apalancamiento entre 0,59 y 7,62. Consecuentemente, el ratio de 2,56 de Kellogg resulta razonable. En cuanto a cobertura de intereses, Nestlé mantiene un índice muy elevado, lo cual es razonable al observar su bajo nivel endeudamiento respecto al resto de las compañías de la muestra. En segundo lugar se encuentra Kellogg con un índice de cobertura de intereses de 6,6. En lo que respecta al plazo de repago de la deuda, Nestlé se destaca por su capacidad de cancelar sus obligaciones en un plazo de 1,4 años, seguida por Kellogg con un plazo de repago de la deuda de 4,3 años.

Por último, el ratio de liquidez de Kellogg ubicado en 0,7 sitúa a la compañía en una posición media en relación a las empresas comparables cuyos ratios se encuentran entre 0,6 y 1.

## IV. Valuación

A continuación se procederá a realizar la valuación de Kellogg Company al 31 de diciembre de 2019. Concretamente, se pretende estimar el valor intrínseco del capital accionario de Kellogg. Para ello, se utilizarán las siguientes metodologías:

- Valuación por flujo de fondos descontados (DCF)
- Valuación relativa mediante múltiplos del mercado

### 4.1. Valuación por Flujo de Fondos Descontados

El principal fundamento de la valuación por DCF radica en que el valor presente de un activo es igual al valor presente del flujo de fondos esperados que generará en el futuro. Dicho valor presente se calcula como la suma del flujo de fondos esperados descontados a una tasa apropiada que refleje el riesgo de los mismos.

El método de DCF más habitual en la práctica financiera es el que utiliza el Flujo de Fondos disponibles para la Firma (FCFF). El FCFF es el flujo de caja resultante, después de impuestos, de los flujos de operación del negocio y los flujos de inversión proyectados para un período determinado. Estos flujos representan el efectivo disponible para todos los inversores (accionistas y acreedores financieros) y son independientes de la estructura financiera de la empresa.

Como bajo esta metodología se valúan los flujos de fondos correspondientes a todos los inversionistas, representados por accionistas y acreedores financieros, el valor calculado es igual al valor de la empresa (EV). Por lo tanto, para obtener finalmente el valor del capital accionario (E), es necesario efectuar algunos ajustes:

$$E = EV - D + C - MI + IA$$

Dónde: **E**: Capital Accionario  
**EV**: Valor de la Empresa  
**D**: Deuda  
**C**: Caja  
**MI**: Intereses Minoritarios<sup>5</sup>  
**IA**: Inversiones en Empresas Asociadas<sup>6</sup>

Si bien los FCFF utilizados para la valuación son flujos futuros esperados, también son inciertos y por ende riesgosos. Por tal motivo, los flujos de fondos estimados deben ser descontados a una tasa que refleje tanto el riesgo como el valor tiempo del dinero. Dicha tasa de descuento representa el costo del capital de la empresa (WACC), es decir, el costo de financiar el negocio contemplando todas las fuentes de financiamiento, capital accionario y deuda. Para su cálculo debe realizarse un promedio ponderado de los retornos requeridos por los accionistas y los acreedores financieros según la participación relativa de cada fuente de financiamiento en la estructura de capital de la empresa.

Para la valuación de Kellogg se asumirá que la vida de la compañía es infinita, consecuentemente, el análisis se dividirá en dos partes, un período de proyección explícito de los FCFF y un valor terminal, equivalente al valor del flujo de fondos a perpetuidad posteriores a los años proyectados explícitamente.

---

<sup>5</sup> Los intereses minoritarios representan la participación en el valor de la empresa atribuible a accionistas ajenos a la compañía controladora. En 2018, Kellogg Company alcanza una participación controlante del 51% de Multipro y comienza a consolidar los estados financieros de la subsidiaria. Por tanto, los intereses minoritarios representan el 49% del valor de la subsidiaria consolidada que no pertenece al capital accionario de Kellogg Company.

<sup>6</sup> Las inversiones en empresas asociadas representan el valor de las inversiones de Kellogg Company en firmas no consolidadas en los estados financieros. En 2018, Kellogg Company adquiere el 50% del capital accionario de Tolaram Africa Foods (TAF). Por tanto, las inversiones en empresas asociadas representan el 50% del valor de TAF perteneciente al capital accionario de Kellogg Company.

Por lo tanto, para llevar a cabo este método de valuación es necesario seguir estos pasos:

1. Estimar los flujos de fondos disponibles (FCFF) del período de proyección explícito
2. Calcular la tasa de descuento (WACC)
3. Calcular el valor terminal (VT)
4. Calcular el valor de la empresa (EV)
5. Calcular el valor del capital accionario (E)

Matemáticamente, el valor de la compañía puede expresarse como la sumatoria de los FCFF descontados a la tasa WACC mediante la siguiente fórmula:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT_N}{(1+WACC)^N} \quad \text{con:} \quad VT_N = \frac{FCFF_N (1+g)}{(WACC-g)}$$

Dónde:

- $VP_{FF}$  : Valor Presente del Flujo de Fondos
- $FCFF_t$  : Flujo de Fondos disponibles para la Firma en el momento "t"
- $WACC$  : Tasa de Descuento
- $VT_N$  : Valor Terminal en el momento "N"
- $g$  : Tasa de Crecimiento esperada del Flujo de Fondos a Perpetuidad

Una de las principales ventajas de aplicar esta metodología es que el resultado obtenido es una valuación en términos absolutos. Además, permite un análisis detallado del negocio, ya que para estimar los FCFF es necesario proyectar estados contables proforma de años futuros haciendo una serie de supuestos razonables para ciertas variables clave de acuerdo a las perspectivas en relación al negocio, la industria y el mercado.

La principal desventaja radica en la dificultad de estimar el flujo de fondos, dado que requiere hacer supuestos sobre diversos factores cuyo futuro es incierto. Por esta razón, este método suele tener mayor precisión cuando se valúan empresas pertenecientes a industrias maduras, como es el caso de Kellogg.

#### 4.1.1. Flujo de Fondos disponibles para la Firma

Conforme a lo señalado previamente, el FCFF es el flujo de caja resultante, después de impuestos, de los flujos de operación del negocio y los flujos de inversión proyectados para un

período determinado. Este flujo de caja representa el efectivo disponible para todos los inversores (accionistas y acreedores financieros) y es independiente de cómo se encuentre financiada la empresa. Una forma de calcular el Flujo de Fondos disponibles para la Firma (FCFF) es aplicando la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT (1- alícuota impositiva)} \\ & + \text{Depreciaciones y Amortizaciones} \\ & - \text{Inversiones de Capital (CAPEX)} \\ & +/- \text{Variación del Capital de Trabajo Neto} \\ \hline & \text{Flujo de Fondos disponibles para la Firma (FCFF)} \end{aligned}$$

La fórmula parte del EBIT, una medida contable que debe ser ajustada para finalmente llegar al FCFF. A continuación se detallan los ajustes necesarios:

- En primer lugar, el EBIT debe afectarse por la alícuota del impuesto a las ganancias. Vale aclarar que no debe contemplarse ninguna deducción por pago de intereses. Esto significa que los FCFF son independientes de la estructura de capital de la empresa. Si bien los intereses son deducibles de las utilidades antes del pago de impuesto a las ganancias, proporcionando un escudo fiscal y contribuyendo a disminuir el costo de la deuda, dicha ventaja fiscal es excluida intencionalmente del cálculo de los FCFF, ya que la misma es incorporada en la tasa de descuento (WACC). En otras palabras, los FCFF pueden ser interpretados como los flujos de fondos disponibles para una firma no apalancada (sin deuda financiera), es decir, financiada exclusivamente con capital accionario.
- En segundo lugar, es necesario sumar las amortizaciones y depreciaciones, magnitudes contables que impactan en el EBIT como un costo pero no implican una erogación de caja.
- En tercer lugar, deben sustraerse las inversiones de capital (CAPEX), vinculadas al mantenimiento de los bienes de uso y a nuevas inversiones proyectadas por el negocio.
- Por último, debe restarse el incremento en el capital de trabajo neto, necesidades operativas de fondos vinculadas principalmente a las variaciones de inventarios, cuentas por cobrar a clientes y cuentas por pagar a proveedores.

De acuerdo a lo indicado anteriormente, se asumirá que la vida de la compañía es infinita. Entonces, a los fines de la presente valuación, se realizará una proyección explícita de los FCFF para los próximos 5 años (2020-2024) y luego se procederá a estimar el valor terminal. Para la proyección de los FCFF de Kellogg se utilizará de base los estados contables presentados por la



compañía hasta el 31/12/2019, como así también el análisis financiero y los aspectos más relevantes de la industria y la empresa expuestos en las secciones anteriores.

#### **4.1.1.1. Proyección de Ventas**

Para las proyecciones explícitas de las ventas (período 2020-2024) se utilizaron los pronósticos de crecimiento de mercado de las categorías de cereales, bocadillos, alimentos listos para consumir y pasta seca, correspondientes a cada uno de los segmentos geográficos en los que opera Kellogg.

Cabe resaltar que, el crecimiento de ventas del mercado es el resultado conjunto de la evolución de precios y volúmenes. En función de estos datos, se calcularon las ventas netas de Kellogg asumiendo que la firma logra mantener su cuota de mercado combinando esfuerzos de crecimiento orgánico y por adquisiciones. Asimismo, para las proyecciones de ventas se consideró que el impacto del tipo de cambio es nulo, asumiendo que la firma logra cubrir en su totalidad las fluctuaciones cambiarias entre las monedas que opera.

De acuerdo a lo señalado anteriormente, el ciclo económico de la industria se verá distorsionado en el año 2020 debido al avance de la pandemia iniciada en diciembre de 2019. A los fines de la presente valuación, se considerará la pandemia un evento particular del 2020. Se espera que el mercado de alimentos corrija sus efectos en el año 2021 y continúe evolucionando al ritmo previo a su aparición a partir del año 2022. Particularmente, para la categoría de alimentos listos para consumir en América del Norte y la categoría Pasta Seca en AMEA, el crecimiento esperado del mercado para el 2020 es superior al 28% y 15% respectivamente, impulsado por un mayor volumen de ventas a raíz de la pandemia. Dado este crecimiento excepcional esperado, se realizó un ajuste asumiendo que las ventas de Kellogg en ambos segmentos será la mitad del crecimiento del mercado pronosticado.

Por otro lado, no se prevé el involucramiento de Kellogg en procesos de adquisiciones en el año 2020. No obstante, como consecuencia de la desconsolidación de negocios del año 2019, es factible una caída en las ventas de aproximadamente US\$ 432 millones en la categoría de bocadillos en América del Norte. Para los años posteriores al 2020, se proyecta que la compañía continúe su expansión mediante procesos de adquisiciones, explicando un 2% del crecimiento total anual de las ventas netas.

El siguiente gráfico muestra el total de ventas netas proyectadas de Kellogg para el período 2020-2024 y la apertura por segmento geográfico:

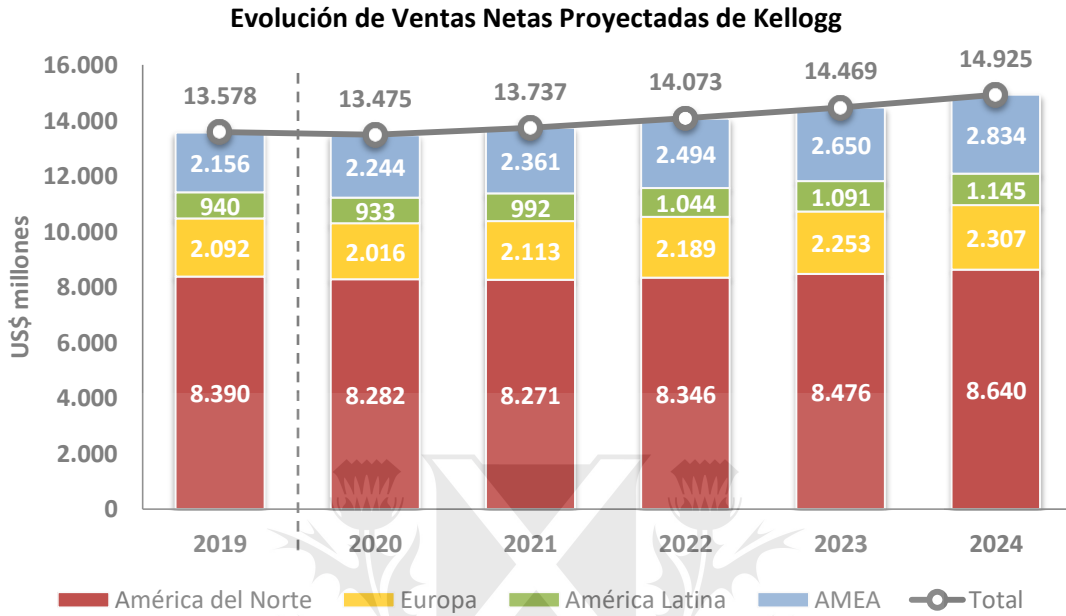


Gráfico XXXIII - Fuente: Elaboración propia.

**Nota: Ver detalle de la Proyección de Ventas Netas en Anexo A.**

De acuerdo a las proyecciones realizadas, se presenta la evolución esperada de la participación de cada segmento geográfico en las ventas netas de la compañía:

**Participación de Segmentos Geográficos en Ventas Netas Proyectadas (% y US\$ millones)**

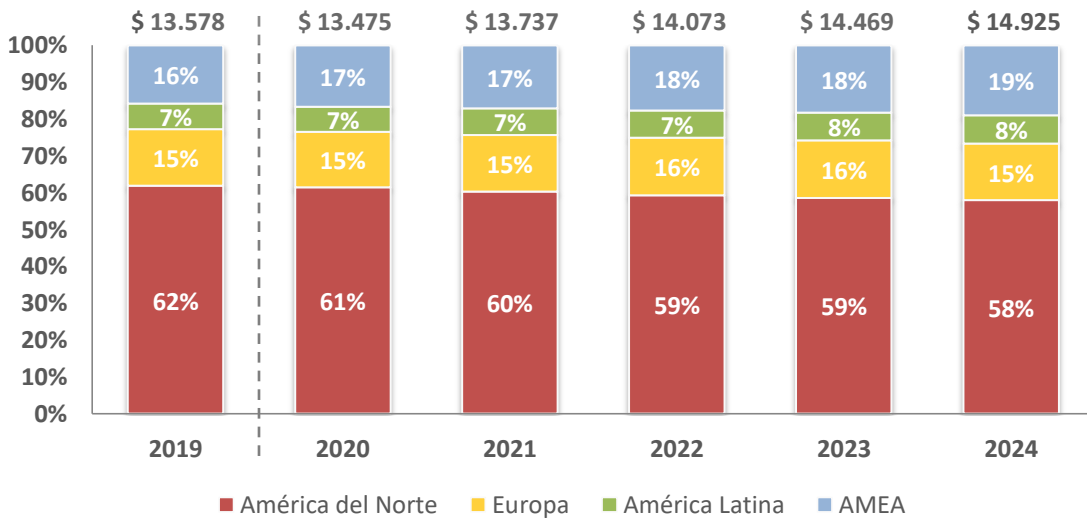


Gráfico XXXIV - Fuente: Elaboración propia.

Del mismo modo, se ilustra la evolución esperada de la participación de cada categoría de productos en las ventas netas de la compañía:

**Participación de Categorías de Productos en Ventas Netas Proyectadas (% y US\$ millones)**

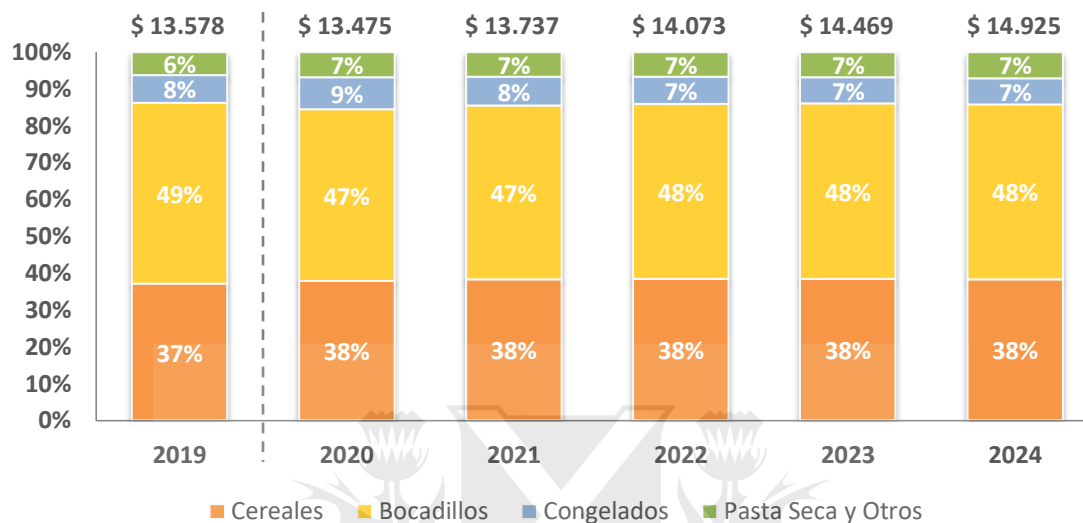


Gráfico XXXV - Fuente: *Elaboración propia.*

#### 4.1.1.2. Proyección de Márgenes

Como se mencionó anteriormente, los resultados operativos de Kellogg de los últimos años se encuentran afectados por cargos de carácter único principalmente vinculados al “Proyecto K” finalizado en 2019. Por este motivo, para la proyección de resultados se estimaron los márgenes EBITDA de cada segmento geográfico en función de los márgenes EBITDA normalizados de los últimos años y las expectativas en cada uno de ellos. Particularmente para el período 2020, se prevé que a raíz de la pandemia, el incremento de los gastos operativos vinculados a seguridad del personal y logística sea compensado por menores gastos de lanzamiento de nuevos productos y publicidad. La Tabla XVII detalla los márgenes EBITDA proyectados para el período 2020-2024.

**Proyección de Márgenes EBITDA de Kellogg por Segmento Geográfico**

<b>Kellogg Company</b>	<b>2017 N</b>	<b>2018 N</b>	<b>2019 N</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>18,4%</b>	<b>17,7%</b>	<b>16,6%</b>	<b>16,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,1%</b>	<b>14,7%</b>
<b>América del Norte</b>	20,3%	19,7%	18,7%	17,9%	17,2%	16,5%	15,7%	15,0%
<b>Europa</b>	14,5%	15,3%	15,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>América Latina</b>	14,4%	14,7%	12,4%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
<b>AMEA</b>	14,1%	12,3%	11,4%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,1%

Tabla XVII - Fuente: *Elaboración propia.*

- América del Norte: el margen EBITDA normalizado ha experimentado una contracción en el período 2017-2019. Se estima que continúe esta tendencia y que el margen EBITDA del año 2020 se ubique en 17,9%, implicando una mejoría respecto al margen EBITDA de 15,7% reportado en el período 2019 en dicho segmento geográfico. Para los años sucesivos se proyecta que el margen EBITDA evolucione desfavorablemente hasta ubicarse en un 15% en el año 2024.
- Europa: el margen EBITDA normalizado se ha mantenido relativamente estable en el período 2017-2019. Por tanto, se estima que el margen EBITDA de este segmento geográfico se mantenga en un 15%, equivalente al promedio del margen EBITDA normalizado de los últimos 3 años. Esto implicaría una mejoría respecto al margen EBITDA de 12,2% reportado en 2019 en dicho segmento geográfico.
- América Latina: el margen EBITDA normalizado se ha mantenido relativamente estable en el período 2017-2019. Por tanto, se estima que el margen EBITDA de este segmento geográfico se mantenga en un 13,8%, equivalente al promedio del margen EBITDA normalizado de los últimos 3 años. Esto implicaría una mejoría respecto al margen EBITDA de 10% reportado en 2019 en dicho segmento geográfico.
- AMEA: el margen EBITDA normalizado ha experimentado una contracción en el período 2017-2019, pasando de un margen EBITDA normalizado de 14,1% en 2017 a un 11,4% en 2019. Vale aclarar que este segmento geográfico se ha visto afectado negativamente por la consolidación de los estados financieros de Multipro en 2018. En línea con esto, se espera que la compañía logre revertir esta tendencia, ganando eficiencia en este segmento geográfico hasta alcanzar un margen EBITDA coincidente con el margen EBITDA normalizado del año 2017. Se estima que el margen EBITDA del año 2020 sea de 12%, implicando una mejoría respecto al margen EBITDA de 10,3% reportado en el período 2019. Para los años sucesivos se proyecta que el margen EBITDA evolucione favorablemente hasta ubicarse en un 14,1% en el año 2024.

#### 4.1.1.3. Depreciaciones y Amortizaciones

En el período 2015-2019 la relación entre Depreciaciones y Amortizaciones respecto a los activos fijos depreciables y amortizables se ha mantenido relativamente estable en un rango entre 7,3% y 9,1%. Por consiguiente, se proyecta que las Depreciaciones y Amortizaciones (D&A) representen un 8,1% de los activos fijos depreciables y amortizables, de acuerdo al promedio de los últimos 5 años.

#### 4.1.1.4. Impuestos

La alícuota del impuesto a las ganancias utilizada es del 21%, equivalente a la tasa de impuesto a las ganancias vigente en Estados Unidos.

#### 4.1.1.5. Capital de Trabajo

Se espera que el capital de trabajo neto de Kellogg evolucione manteniendo una relación de 3,3% respecto a las ventas netas. Este valor representa el ratio de capital de trabajo neto promedio de Kellogg de los últimos 5 años, y es consistente con los índices de las compañías comparables analizadas.

#### 4.1.1.6. CAPEX

En relación al CAPEX, se estima que evolucione según su relación histórica con las ventas. En este sentido, se proyecta que el ratio CAPEX/Ventas se mantenga en un 5,9%, coincidente con el promedio de los últimos 5 años.

Cabe destacar que debido al proceso desinversión del año 2019 por US\$ 1.332 millones, el CAPEX de dicho período implicó un origen de fondos para la compañía. En línea con esto, por considerarse un evento de naturaleza excepcional, el efecto de la desinversión no ha sido tenido en cuenta para el cálculo del ratio de CAPEX/Ventas señalado.

#### 4.1.2. Tasa de Descuento

Como se indicó previamente, los FCFE deben ser descontados a una tasa que refleje el valor tiempo del dinero y el riesgo de invertir en el negocio. Para la empresa, la tasa de descuento representa el costo de financiamiento, también llamado costo promedio ponderado del capital (WACC), ya que considera todas las fuentes de financiamiento, capital accionario y deuda financiera. Por consiguiente, para el cálculo de la tasa WACC debe realizarse un promedio ponderado de los retornos requeridos por todos los inversores, tanto accionistas como acreedores financieros, según la participación relativa de cada fuente de financiamiento en la estructura de capital de la empresa.

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Dónde:

- $K_e$**  : Costo del Capital Accionario
- $K_d$**  : Costo de la Deuda Financiera
- $E$**  : Valor de mercado del Capital Accionario
- $D$**  : Valor de mercado de la Deuda Financiera
- $t$**  : Tasa de Impuesto a las Ganancias

El costo de la deuda financiera ( $K_d$ ), está dado por la tasa de interés requerida por los acreedores financieros, mientras que el costo del capital accionario ( $K_e$ ) representa la tasa de retorno esperada por los accionistas por sus aportes de capital. En otras palabras, el costo del capital representa la retribución que esperan recibir los inversores por financiar el negocio. En este sentido, el costo del capital puede interpretarse desde el punto de vista de los inversores como el costo de oportunidad de los fondos. Los acreedores financieros proveen fondos en forma de deuda ( $D$ ) y reciben el pago de intereses. Por su parte, los accionistas aportan capital propio ( $E$ ) y son retribuidos con el pago de dividendos y a través de la variación en el precio del capital accionario como consecuencia del cambio de valor de la firma.

Según se detalló anteriormente, los FCFE no incorporan ningún flujo de financiamiento. Por este motivo, para el cálculo de la tasa WACC, el costo de la deuda es ajustado para reflejar el ahorro impositivo generado por el pago de los intereses. Este ajuste impacta disminuyendo el costo de la deuda e implica que el WACC es el costo de financiamiento de la compañía después de impuestos.

#### 4.1.2.1. Estructura de Capital

Una cuestión importante en el cálculo del WACC es la estructura de capital, es decir, las proporciones relativas de deuda financiera y capital accionario. Una manera de calcular los ponderadores es utilizando el valor de mercado del capital accionario y de la deuda financiera. En el caso de la deuda, mientras la compañía no se encuentre en situación de distress, el valor de libros no difiere significativamente del valor de mercado.

Sin embargo, una cuestión a tener en cuenta es el problema de circularidad de utilizar el valor de mercado del capital accionario para el cálculo de los ponderadores, ya que el valor del capital accionario es justamente la incógnita que se intenta determinar. Para salvar este inconveniente, una de las prácticas más comunes es utilizar una estructura de capital objetivo basada en la industria.

En el caso de Kellogg, como sus acciones cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE), se pudo obtener la estructura de capital utilizando los valores de mercado de deuda y capital accionario al 31/12/2019. Dicha estructura de capital se encuentra compuesta por un 26,4% de deuda financiera y un 73,6% de capital accionario.

En lo que refiere a la industria de alimentos procesados, la proporción de deuda financiera en relación al capital total se ubicó en 23,5% y 27,2% en 2018 y 2019 respectivamente<sup>7</sup>. Dado que la estructura de capital de Kellogg es similar al promedio de la industria, a los fines del cálculo del WACC, se utilizará la estructura de capital obtenida del mercado al 31/12/2019, es decir, 26,4% de deuda financiera y 73,6% de capital accionario.

#### 4.1.2.2. Costo del Capital Accionario (Ke)

Para estimar el retorno esperado por el accionista o costo del capital accionario (Ke), se utilizará el modelo "Capital Asset Pricing Model" (CAPM), el cual postula que el costo del capital accionario es igual al retorno de un activo libre de riesgo más una prima proporcional al riesgo sistemático que enfrentan los accionistas. Esta prima se obtiene multiplicando la prima de riesgo del mercado por el coeficiente beta, una medida del riesgo sistemático relativo del capital accionario respecto al mercado.

---

<sup>7</sup> Véase Damodaran, Aswath. *Online Database: Debt Fundamentals by Sector (US)*. 10 jun. 2020. <[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/dbtfund.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/dbtfund.html)>.

De este modo, la fórmula que determina el costo del capital accionario ( $K_e$ ) viene dada por:

$$K_e = R_f + \beta \times MRP$$

Dónde:  $R_f$  : Tasa Libre de Riesgo

$\beta$  : Coeficiente Beta

$MRP$  : Prima de Riesgo del Mercado

Las inversiones en mercado emergentes están expuestas a riesgos adicionales: inflación acelerada, fluctuaciones cambiarias, medidas fiscales adversas, leyes de repatriación, etc. Estos factores exigen un enfoque diferente para las decisiones de inversión. Una práctica común es sumar al costo del capital accionario una prima de riesgo país para reflejar estos riesgos adicionales. Si bien Kellogg es una compañía con presencia global, dado que más del 75% de sus operaciones se realizan en mercado desarrollados, este ajuste no será necesario.

A continuación, se profundizará sobre cada uno de los componentes necesarios para calcular el costo del capital accionario de Kellogg:

- Tasa libre de riesgo
- Prima de riesgo del mercado
- Coeficiente beta

### **Tasa Libre de Riesgo**

La tasa libre de riesgo es aquella que no posee riesgo de incumplimiento de pago ni de reinversión, y por tanto, la rentabilidad obtenida coincide con la esperada. Para la valuación de Kellogg, como el flujo de fondos se encuentra en dólares, las tasas de retorno que mejor se ajustan a la definición teórica de tasa libre de riesgo son las correspondientes a los bonos del tesoro de Estados Unidos. Teóricamente, el vencimiento de los bonos debería coincidir con los flujos de fondos a descontar. Esto implicaría distintas tasas libres de riesgo y, por consiguiente, distintas tasas de descuento para cada período. En la práctica, suelen utilizarse las notas del tesoro de EE. UU. a 10 años, cuya duración es similar a la de los flujos de fondos bajo análisis. A los fines de la



presente valuación, se utilizará como tasa libre de riesgo la tasa interna de retorno (TIR) de las notas del tesoro de EE. UU. a 10 años<sup>8</sup> con fecha 31 de diciembre de 2019, equivalente a 1,92%.

### Prima de Riesgo del Mercado

La prima de riesgo del mercado es el retorno esperado por encima de la tasa libre de riesgo de un portafolio de activos representativo de todo el mercado. Una de las metodologías ampliamente utilizada para su estimación es en base a datos históricos. La correcta estimación de la prima de riesgo del mercado a partir de datos históricos es un tema de amplio debate en el ámbito de las finanzas. El valor de la misma dependerá de cuánto tiempo hacia atrás se mire la historia, de qué tasa libre de riesgo se utilice, y si se calcula con promedios aritméticos o geométricos. En línea con esto, se estimó la prima de riesgo del mercado aplicando el promedio geométrico de los retornos totales (incluyendo ganancias de capital y dividendos) del S&P 500 con frecuencia anual, entre 1928 y 2019, y luego restando la TIR de las letras del Tesoro de EE. UU. a 10 años con fecha 31 de diciembre de 2019 (1,92%). A continuación se presenta la prima de riesgo del mercado obtenida:

#### Prima de Riesgo del Mercado

Prima de Riesgo del Mercado	
Retorno del S&P 500 (Prom. Geom. 1928-2019)	9,38%
Tasa Libre de Riesgo (31/12/2019)	1,92%
<b>Prima de Riesgo del Mercado</b>	<b>7,46%</b>

Tabla XVIII - Fuente: Elaboración propia en base a Damodaran, Aswath Online Database y Reserva Federal de Estados Unidos.

<sup>8</sup> Véase Reserva Federal de Estados Unidos. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. 18 may. 2020. <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>>.

## Beta

El coeficiente beta es una medida del riesgo sistemático o “no diversificable” del capital accionario de una compañía en relación al mercado. En otras palabras, este coeficiente representa la sensibilidad del activo respecto a los movimientos del mercado. Cabe aclarar que, el beta contempla: el riesgo del negocio, el riesgo del apalancamiento operativo y el riesgo del apalancamiento financiero.

- Un beta igual a uno significa que las acciones de la compañía tienen un riesgo sistemático promedio similar a una cartera representativa de todo el mercado.
- Betas mayores a uno indican mayor riesgo sistemático respecto al mercado. Esto es típico de empresas sensibles al ciclo económico. De modo que, este tipo de activos exageran los movimientos del mismo.
- Betas menores a uno indican menor riesgo sistemático respecto al mercado. Esto es más común en firmas con flujo de fondos estables, y por tanto, menos sensibles al ciclo económico. Las empresas de servicios públicos y las dedicadas al consumo masivo, como Kellogg, suelen tener betas menores a uno.

Dado que las acciones ordinarias de Kellogg cotizan en bolsa, se estimó el coeficiente beta utilizando la información disponible en el mercado bursátil siguiendo los siguientes pasos:

- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del capital accionario de Kellogg a partir de la información histórica del precio de las acciones de los últimos 7 años (2013-2019).
- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del índice S&P 500 a partir la información histórica del los últimos 7 años (2013-2019).
- Estimación del coeficiente beta de Kellogg utilizando el método de regresión lineal simple.

La ecuación de la regresión lineal simple es la siguiente:

$$r_K = \alpha + \beta_K \times r_{S\&P\ 500}$$

Dónde:  $r_K$  : Retornos totales del capital accionario de Kellogg  
 $\alpha$  : Intercepto  
 $\beta_K$  : Coeficiente Beta de Kellogg  
 $r_{S\&P\ 500}$  : Retornos totales del Índice S&P 500

El Gráfico XXXVI y la Tabla XIX ilustran los resultados de la regresión lineal simple:

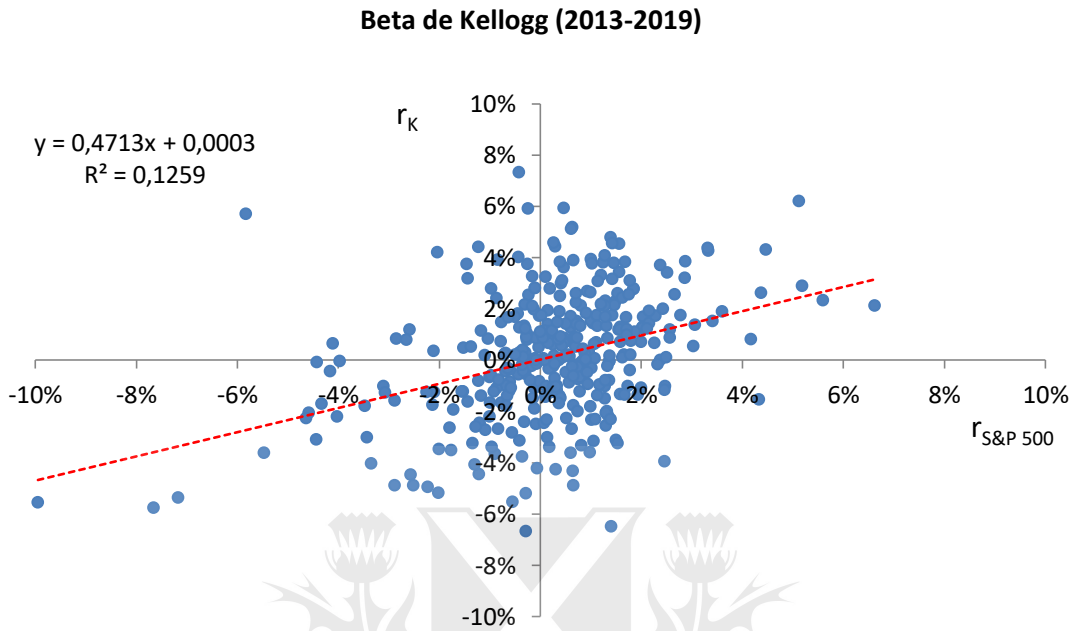


Gráfico XXXVI - Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

**Resultado de Regresión Lineal Simple: Kellogg vs. S&P 500**

Resultado de Regresión: $r_K$ vs. $r_{S\&P\ 500}$						
<i>Estadísticas de la regresión</i>						
R múltiple	0,35					
$R^2$	0,13					
$R^2$ ajustado	0,12					
Error estándar	0,02					
Observaciones	365					
<b>ANÁLISIS DE VARIANZA</b>						
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>	
Regresión	1	0,027	0,027	52,301	0,000	
Residuos	363	0,191	0,001			
Total	364	0,218				
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error estándar</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>p-value</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,00	0,00	0,23	0,82	0,00	0,00
$r_{S\&P\ 500}$	0,47	0,07	7,23	0,00	0,34	0,60

Tabla XIX - Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

El coeficiente beta obtenido es de 0,47. Del mismo modo, se calculó el beta de Kellogg teniendo en cuenta datos históricos de los últimos 5 años (2015-2019), consiguiendo un beta de 0,41.

Dado que el coeficiente beta calculado podría estar afectado por la dispersión observada en el Gráfico XXXVI, se decidió ampliar el análisis de la siguiente manera:

- De la regresión lineal simple realizada con los datos históricos de los últimos 7 años (2013-2019), se procedió a quitar los pares de puntos cuya suma de cuadrados de los residuos estuviera por encima de 2,7 veces el promedio de los cuadrados de los residuos<sup>9</sup> (valores atípicos).
- Luego, se volvió a efectuar la regresión lineal simple para obtener el beta de Kellogg ajustado.

El Gráfico XXXVII y la Tabla XX ilustran los resultados de la regresión lineal simple:

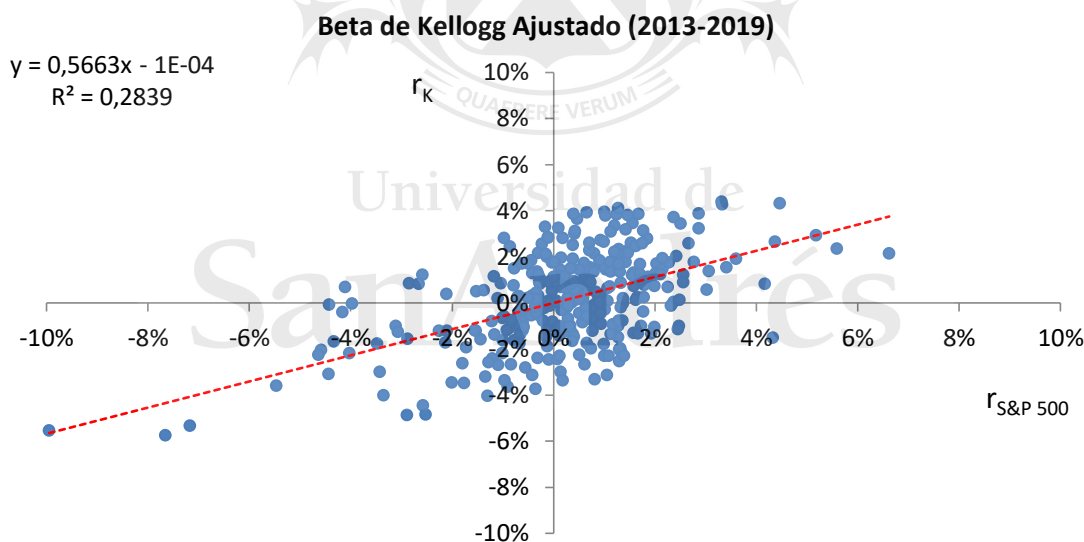


Gráfico XXXVII - Fuente: *Elaboración propia en base a Yahoo Finance.*

<sup>9</sup> Véase R. Douglas Martin & Timothy T. Simin. "Outlier-Resistant Estimates of Beta". Taylor & Francis, Ltd., 2003. Web. 10 jun. 2020. <<http://www.jstor.com/stable/4480512>>.

### Resultado de Regresión Lineal Simple Ajustada: Kellogg vs. S&P 500

Resultado de Regresión: $r_K$ vs. $r_{S\&P 500}$						
<i>Estadísticas de la regresión</i>						
R múltiple		0,53				
R <sup>2</sup>		0,28				
R <sup>2</sup> ajustado		0,28				
Error estándar		0,02				
Observaciones		329				
ANÁLISIS DE VARIANZA						
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>	
Regresión	1	0,036	0,036	129,637	0,000	
Residuos	327	0,090	0,000			
Total	328	0,126				
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error estándar</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>p-value</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,00	0,00	-0,10	0,92	0,00	0,00
$r_{S\&P 500}$	0,57	0,05	11,39	0,00	0,47	0,66

Tabla XX - Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

En base a esta última regresión es posible concluir lo siguiente:

- El beta ajustado obtenido es de 0,57.
- Los pares de puntos presentan una menor dispersión al prescindir de los valores atípicos.
- El R<sup>2</sup> de 0,28 indica que el 28% de los movimientos de la acción de Kellogg se explican por el movimiento del mercado.
- El intervalo de confianza del beta de Kellogg ajustado, con un nivel de significancia del 5%, se encuentra entre 0,47 y 0,66.

Para validar el beta de Kellogg, se llevó a cabo el mismo procedimiento de regresión lineal simple con firmas comparables. Las empresas seleccionadas fueron: General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company. De esta manera, se obtuvieron los valores de beta que responden a la estructura de capital de cada firma (apalancados), y posteriormente se procedió a:

- Calcular el beta apalancado ajustado de cada empresa (quitando valores atípicos).
- Calcular el beta desapalancado de cada compañía, es decir, el beta suponiendo que el financiamiento proviene solo de capital accionario. Dado que estos betas fueron calculados a partir de los betas apalancados ajustados, se los computó en la Tabla XXI como betas desapalancados ajustados.
- Promediar los betas desapalancados ajustados de las empresas comparables.
- Apalancar el beta promedio según la estructura de capital de Kellogg al 31/12/2019.

#### Beta de Kellogg calculado a partir de Firmas Comparables

	General Mills	Campbell Soup	Nestle	Kraft Heinz
Beta Apalancado (7 años)	0,58	0,50	0,50	0,79
Beta Apalancado Ajustado (7 años)	0,61	0,45	0,50	0,86
D/E (31/12/2019)	0,44	0,61	0,11	0,78
Beta Desapalancado Ajustado (7 años)	0,43	0,28	0,45	0,49
Beta Desapalancado Promedio (7 años)	0,41			
D/E Kellogg (31/12/2019)	0,36			
<b>Beta Apalancado Kellogg (7 años)</b>	<b>0,56</b>			

Tabla XXI - Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance.

Como el beta obtenido en base a empresas comparables es prácticamente el mismo que el calculado mediante el uso de información histórica de Kellogg, a los efectos del cálculo del costo del capital accionario se computará un beta de 0,57.

Finalmente, reemplazando en la ecuación del costo del capital accionario la tasa libre de riesgo (1,92%), el beta de Kellogg (0,57) y la prima de riesgo del mercado (7,46%), se obtiene un retorno requerido por los accionistas ( $K_e$ ) de Kellogg de 6,17%.

#### 4.1.2.3. Costo de la Deuda Financiera (Kd)

En vistas al cálculo del WACC, el costo de la deuda (Kd) debe reflejar las expectativas de retorno requeridas por los inversores en deuda a largo plazo de Kellogg.

Dada la existencia del riesgo de crédito, los inversores requerirán una tasa de retorno superior a la tasa libre de riesgo. Al mismo tiempo, el retorno esperado por los inversores debe ser consistente con los rendimientos esperados en instrumentos con riesgos y vencimientos similares.

Para estimar el costo de endeudamiento de Kellogg a largo plazo, se tomarán en cuenta las tasas internas de retorno (TIR) de las emisiones de deuda denominadas en dólares que posee Kellogg en el mercado con vencimientos a 10 años. En la siguiente tabla se detallan los títulos de deuda de Kellogg:

**Títulos de Deuda de Kellogg Company**

Emisor	Moneda	Tasa Cupón	Vencimiento	Calificación Moody's	TIR (*)	Volumen US\$ millones (31/12/2019)
Kellogg Co.	USD	4,50%	2046	Baa2	3,57%	638
Kellogg Co.	USD	7,45%	2031	Baa2	2,68%	621
Kellogg Co.	USD	4,30%	2028	Baa2	2,06%	595
Kellogg Co.	USD	3,40%	2027	Baa2	2,03%	596
Kellogg Co.	USD	3,25%	2026	Baa2	1,43%	741
Kellogg Co.	EUR	1,25%	2025	Baa2	0,86%	689
Kellogg Co.	EUR	1,00%	2024	Baa2	0,61%	692
Kellogg Co.	USD	2,65%	2023	Baa2	1,20%	539
Kellogg Co.	USD	2,75%	2023	Baa2	1,20%	201
Kellogg Co.	USD	3,125%	2022	Baa2	1,73%	353
Kellogg Co.	EUR	0,80%	2022	Baa2	0,55%	669
Kellogg Co.	EUR	1,75%	2021	Baa2	0,71%	558
Kellogg Co.	USD	3,25%	2021	Baa2	2,99%	198
Kellogg Co.	USD	4,00%	2020	Baa2	0,53%	601

Tabla XXII - Fuente: Elaboración propia en base a Market Insider y Reporte Anual de Kellogg Company 2019.

(\*) Los valores de TIR fueron consultados el 12/06/2020.

A los fines del cálculo del WACC, se utilizará como costo de la deuda financiera (Kd) de Kellogg una tasa de 2,68%, coincidente con la TIR de la segunda emisión listada en la Tabla XXII con vencimiento en 2031.

#### 4.1.2.4. Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

A continuación se expone el costo promedio ponderado del capital (WACC) de Kellogg Company y el detalle de cada uno de los componentes utilizados para su estimación. Esta tasa de descuento anual corresponde a una tasa en dólares expresada en términos nominales.

#### Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

<b>Kellogg Company</b>	<b>Dic. 2019</b>
<b>Costo del Capital Accionario</b>	<b>6,17%</b>
Tasa Libre de Riesgo	1,92%
Prima de Riesgo del Mercado	7,46%
Coefficiente Beta de Kellogg	0,57
<b>Costo de la Deuda Financiera - post impuestos</b>	<b>2,12%</b>
Costo de la Deuda Financiera - sin impuestos	2,68%
Tasa Impuesto a las Ganancias	21%
<b>Estructura de Capital</b>	
Capital Accionario/Capital Total	73,6%
Deuda Financiera/Capital Total	26,4%
<b>WACC (US\$ nominal)</b>	<b>5,10%</b>

Tabla XXIII - Fuente: Elaboración propia.



### 4.1.3. Valor Terminal

Al asumir que las actividades de Kellogg continuarán por un período de tiempo indefinido, el valor terminal es estimado en el último año de proyección explícito y representa el valor del flujo de fondos a perpetuidad posteriores a ese último año proyectado. Su cálculo se basa principalmente en que el flujo de fondos de la firma crecerá a perpetuidad a una tasa constante “g”.

Una cuestión importante a considerar es que el flujo inicial del período residual debe basarse en valores medios sostenibles para cada una de las variables utilizadas en la proyección, a fin de asegurar flujos normalizados. Por consiguiente, se incorporará a un año adicional al período de proyección explícito, denominado período residual, a partir del cual las variables clave del negocio se estabilizan a perpetuidad. De esta manera, a partir de dicho período, tanto las ventas como los resultados operativos y el flujo de fondos evolucionan a la misma tasa de crecimiento “g”.

Por último, cabe señalar que el valor terminal se encuentra expresado como un flujo de caja correspondiente al período residual. Luego, debe descontarse a la tasa WACC para llegar al valor presente del mismo.

$$VT_N = \frac{FCFF_N (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Dónde:

**VT<sub>N</sub>** : Valor Terminal en el momento “N”

**FCFF<sub>N</sub>** : Flujo de Fondos disponibles para la Firma en el momento “N”

**WACC** : Tasa de Descuento

**g** : Tasa de Crecimiento esperada del Flujo de Fondos a Perpetuidad

Para la estimación del valor terminal se utilizará:

- El FCFF del período residual. Se proyecta a perpetuidad un margen EBITDA de 14,7%, coincidente con el margen EBITDA del último año de proyección explícito (2024). Cabe señalar que este valor de margen EBITDA se encuentra entre la media (13,2%) y la mediana (15,0%) correspondiente al segmento de empresas públicas dedicadas a la manufactura de alimentos procesados y envasados<sup>10</sup>.
- La tasa de descuento WACC calculada previamente.
- Una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2,48%. Como se indica en la Tabla XXIV, esta tasa es obtenida realizando un promedio ponderado por volumen de ventas de las tasas de crecimiento esperadas, en términos reales, del mercado de alimentos procesados en las zonas geográficas donde Kellogg tiene operaciones. Posteriormente, se calcula la tasa de crecimiento a perpetuidad en términos nominales considerando una inflación anual promedio de 1,77%<sup>11</sup>.

#### Tasa de Crecimiento a Perpetuidad

Kellogg Company - Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	
<b>Participación en Ventas Netas (promedio)</b>	
América del Norte	59,5%
Europa	15,4%
América Latina	7,4%
AMEA	17,8%
<b>Tasa de Crecimiento Esperada Mercado (real)</b>	
América del Norte	0,05%
Europa	-0,47%
América Latina	2,44%
AMEA	3,19%
<b>Tasa de Inflación Esperada (US)</b>	<b>1,77%</b>
<b>Tasa de Crecimiento Esperada a perpetuidad (US\$ nominal)</b>	<b>2,48%</b>

Tabla XXIV - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

<sup>10</sup> Véase SDR Ventures, Inc. - "1 H 2019 Food & Beverage M&A Report".  
<<https://sdrventures.com/newsletters/food-beverage-reports/>>.

<sup>11</sup> Inflación esperada: obtenida por diferencia entre la TIR de las notas del tesoro de EE. UU. a 10 años (nominal) y la TIR de las notas del tesoro de EE. UU. a 10 años indexadas por inflación (TIPS). Ambas con fecha 31/12/2019. Véase Reserva Federal de Estados Unidos.

#### 4.1.4. Intereses Minoritarios e Inversiones en Empresas Asociadas

Como se mencionó anteriormente, para obtener el valor del capital accionario de Kellogg, debe ajustarse el valor de la empresa sustrayendo el valor de los intereses minoritarios y adicionando las inversiones en empresas asociadas.

##### 4.1.4.1. Intereses Minoritarios

Los intereses minoritarios representan la participación en el valor de la empresa no atribuible a los accionistas de Kellogg. En 2018, Kellogg Company alcanza una participación controlante del 51% de la firma Multipro y consolida los estados financieros de la subsidiaria. Por tanto, los intereses minoritarios representan el 49% del valor de la subsidiaria consolidada que no pertenece al capital accionario de Kellogg.

Para estimar el valor de los intereses minoritarios se asume que valor de la subsidiaria equivale a un porcentaje del EV de Kellogg Company proporcional a su participación en el EBITDA.

$$MI = MI\% \times Ventas Multipro \times Margen EBITDA AMEA \times \frac{EV}{EBITDA Kellogg}$$

Dónde:

**MI** : Valor de los Intereses Minoritarios

**MI%** : Porcentaje de Multipro perteneciente a accionistas ajenos a Kellogg Company (49%)

**Ventas Multipro** : Ventas netas de la subsidiaria Multipro del año 2019

**Margen EBITDA AMEA** : Margen EBITDA del segmento AMEA del año 2019

**EV** : Valor de la Empresa Kellogg Company

**EBITDA Kellogg** : EBITDA de Kellogg Company del año 2019

En los primeros 4 meses de 2019, las ventas de Multipro fueron de US\$ 271 millones<sup>12</sup>, y se estima que en todo el ejercicio las ventas netas de esta subsidiaria alcanzaron los US\$ 813 millones. Asimismo, el margen EBITDA del segmento AMEA del año 2019 se ubicó en un 10,3%, mientras que el EBITDA de Kellogg fue de US\$ 1.885 millones. De este modo, se llega a que el valor de los intereses minoritarios equivale a un 2,2% del EV de Kellogg Company.

---

<sup>12</sup> Véase Reporte Anual de Kellogg Company 2019.

#### 4.1.4.2. Inversiones en Empresas Asociadas

Las inversiones en empresas asociadas representan el valor de las inversiones de Kellogg en firmas no consolidadas en los estados financieros. En 2018, Kellogg Company adquiere el 50% del capital accionario de Tolaram Africa Foods (TAF). Por tanto, las inversiones en empresas asociadas representan el 50% del valor de TAF perteneciente al capital accionario de Kellogg. Para estimar el valor de TAF, se asume que su múltiplo EV/EBITDA es igual al de Kellogg Company.

$$IA = IA\% \times Ventas TAF \times Margen EBITDA AMEA \times \frac{EV}{EBITDA Kellogg}$$

Dónde:

**IA** : Valor de las Inversiones en Empresas Asociadas

**IA%** : Porcentaje de TAF perteneciente a Kellogg Company (50%)

**Ventas TAF** : Ventas netas de TAF del año 2019

**Margen EBITDA AMEA** : Margen EBITDA del segmento AMEA del año 2019

**EV** : Valor de la Empresa Kellogg Company

**EBITDA Kellogg** : EBITDA de Kellogg Company del año 2019

Las ventas netas de TAF fueron de US\$ 581 millones en 2019, y para el cálculo de su EBITDA se toma como referencia el margen EBITDA del segmento AMEA (10,3%). De esta manera, se obtiene que el valor de las inversiones en empresas asociadas es equivalente al 1,6% del EV de Kellogg Company.

#### 4.1.5. Resultados de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados

En esta sección se exponen los resultados de la valuación del capital accionario de Kellogg Company mediante la metodología de flujo de fondos descontados (DCF) con fecha 31 de diciembre de 2019.

Como ilustra la Tabla XXV, el valor estimado de la empresa (EV) es de US\$ 33.905 millones. Para obtener el valor del capital accionario (E) se adiciona la caja y equivalentes por US\$ 397 millones, se sustrae la deuda financiera por US\$ 8.469 millones, se reconoce un pasivo de US\$ 284 millones por falta de fondeo de planes de pensiones y planes de beneficios de empleados retirados, se sustraen los intereses minoritarios por US\$ 746 millones y se adicionan las inversiones en empresas asociadas por US\$ 542 millones. El valor del capital accionario resultante asciende a US\$ 25.346 millones, que al dividirlo por la cantidad de acciones en circulación arroja un precio por acción de US\$ 74,2. Dado que el 31 de diciembre de 2019 el precio de la acción de Kellogg cerró en US\$ 69,16, cabe señalar que el resultado obtenido se asemeja al valor de mercado.

Resultados de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados

<b>Kellogg Company</b>	
<b>Fecha de Valuación</b>	<b>31/12/2019</b>
<b>Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)</b>	<b>5,10%</b>
<b>Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)</b>	<b>2,48%</b>
<b>ROIC a Perpetuidad</b>	<b>10,05%</b>
<b>Valor Empresa Kellogg Company (US\$ M)</b>	<b>33.905</b>
Caja y Equivalentes (US\$ M)	397
Deuda Financiera (US\$ M)	-8.469
Pasivos de Pensiones y Beneficios de Empleados (US\$ M)	-284
Intereses Minoritarios (US\$ M)	-746
Inversiones en Empresas Asociadas (US\$ M)	542
<b>Valor Capital Accionario Kellogg Company (US\$ M)</b>	<b>25.346</b>
Cantidad de Acciones en Circulación	341.543.030
<b>Precio por Acción (US\$)</b>	<b>74,2</b>

Tabla XXV - Fuente: Elaboración propia.

**Nota: Ver detalle de la Proyección de Flujo de Fondos disponibles para la Firma en Anexo B.**

#### 4.1.6. Análisis de Sensibilidad

El objetivo de esta sección es llevar a cabo un análisis de sensibilidad del modelo de valuación presentado y ver los resultados que se obtendrían al modificar los valores de ciertas variables clave.

Dado que el futuro es incierto, se evaluaron dos escenarios adicionales al escenario base planteado. De esta manera, se realizaron cambios en algunas de las variables fundamentales del modelo para medir el impacto en la valuación de Kellogg.

##### Escenario Pesimista

- Ventas: reducción de cuota de mercado del 1% anual para el período 2021-2024 en todos los segmentos geográficos.
- Márgenes: se mantienen los márgenes brutos proyectados en el escenario base. En cuanto a los gastos operativos, se proyecta la misma evolución, en dólares, planteada en el escenario base. De esta manera, según se indica en la Tabla XXVI, el menor nivel de ventas de este escenario respecto al escenario base, incrementa la relación OPEX/Ventas, generando una contracción de los márgenes EBITDA proyectados.

##### Escenario Optimista

- Ventas en América del Norte: incremento de cuota de mercado del 1% anual para la categoría de Congelados durante el período 2021-2024.
- Ventas en América Latina y AMEA: incremento de cuota de mercado del 1% anual para el período 2021-2024.
- Márgenes: se mantienen los márgenes brutos proyectados en el escenario base. En cuanto a los gastos operativos, se proyecta la misma evolución, en dólares, planteada en el escenario base. De esta manera, según se indica en la Tabla XXVI, el mayor nivel de ventas de este escenario respecto al escenario base, disminuye la relación OPEX/Ventas, generando una expansión de los márgenes EBITDA proyectados.

### Proyección de Márgenes de Kellogg por Escenario

Kellogg Company	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Escenario Base</b>					
Margen Bruto	34,3%	33,9%	33,6%	33,3%	33,0%
OPEX/Ventas	21,9%	22,1%	22,2%	22,3%	22,4%
Margen Operativo	12,3%	11,9%	11,4%	11,0%	10,6%
Margen EBITDA	16,2%	15,8%	15,4%	15,1%	14,7%
<b>Escenario Pesimista</b>					
OPEX/Ventas	21,9%	22,3%	22,6%	22,9%	23,3%
Margen Operativo	12,3%	11,6%	11,0%	10,3%	9,7%
Margen EBITDA	16,2%	15,6%	15,1%	14,5%	13,9%
<b>Escenario Optimista</b>					
OPEX/Ventas	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Margen Operativo	12,3%	11,9%	11,6%	11,2%	11,0%
Margen EBITDA	16,2%	15,9%	15,6%	15,3%	15,0%

Tabla XXVI - Fuente: Elaboración propia.

La Tabla XXVII resume los resultados obtenidos en cada escenario planteado. Puede notarse que el precio de la acción de Kellogg varía entre US\$ 62,4 y US\$ 78,3.

### Análisis de Sensibilidad - Valuación por Flujo de Fondos Descontados

Kellogg Company	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Fecha de Valuación	31/12/2019	31/12/2019	31/12/2019
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)	5,10%	5,10%	5,10%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)	2,48%	2,48%	2,48%
ROIC a Perpetuidad	9,18%	10,05%	10,34%
<b>Valor Empresa Kellogg Company (US\$ M)</b>	<b>29.835</b>	<b>33.905</b>	<b>35.318</b>
Caja y Equivalentes (US\$ M)	397	397	397
Deuda Financiera (US\$ M)	-8.469	-8.469	-8.469
Pasivos de Pensiones y Beneficios de Empleados (US\$ M)	-284	-284	-284
Intereses Minoritarios (US\$ M)	-656	-746	-777
Inversiones en Empresas Asociadas (US\$ M)	477	542	565
<b>Valor Capital Accionario Kellogg Company (US\$ M)</b>	<b>21.300</b>	<b>25.346</b>	<b>26.750</b>
Cantidad de Acciones en Circulación	341.543.030		
<b>Precio por Acción (US\$)</b>	<b>62,4</b>	<b>74,2</b>	<b>78,3</b>
<b>Variación %</b>	<b>-16%</b>	<b>0%</b>	<b>6%</b>

Tabla XXVII - Fuente: Elaboración propia.

Nota: Ver detalle de la Proyección de Flujos de Fondos disponibles para la Firma en Anexos B, C y D.

## 4.2. Valuación por Múltiplos

La valuación por múltiplos de mercado, o valuación relativa con empresas comparables, es una metodología ampliamente utilizada como complemento de la valuación por flujo de fondos descontados (DCF) o como aproximación rápida al valor del activo. Mediante esta práctica, el valor del activo resulta ser un múltiplo de una magnitud observable del mismo (por ejemplo: ventas o EBITDA). Este múltiplo es estimado a partir de valores de mercado de activos comparables y sus respectivas magnitudes observables. La clave reside en identificar activos cuyos flujos de fondos posean un riesgo similar al que se quiere valorar, y en tener acceso a la información relevante de los mismos.

A continuación se detalla la secuencia para estimar el valor del capital accionario de Kellogg mediante múltiplos de mercado:

- Identificar y seleccionar compañías que coticen en bolsa comparables a Kellogg.
- Determinar el múltiplo más adecuado y calcular el valor de dichos múltiplos para las empresas comparables seleccionadas.
- Realizar un análisis comparativo de Kellogg con las empresas seleccionadas, incluyendo aspectos cualitativos e indicadores relevantes que permitan determinar un rango del múltiplo que refleje la realidad de Kellogg.
- Estimar el valor de la empresa (EV) utilizando el rango del múltiplo definido y las métricas de Kellogg.
- Calcular el valor del capital accionario (E) y el precio de la acción de Kellogg.

A la hora de seleccionar empresas comparables a Kellogg se tuvieron en cuenta compañías dedicadas a la producción y comercialización de alimentos procesados, que operan globalmente y cotizan en bolsas de Estados Unidos. Las empresas seleccionadas fueron: General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company. Estas firmas coinciden con las presentadas previamente en la sección de análisis financiero con pares del mercado.

Los múltiplos más utilizados para la valuación de empresas dedicadas a la fabricación de productos de consumo masivo son los basados en ventas o EBITDA. En la presente valuación se utilizará el múltiplo EV/EBITDA. Una de las ventajas de este múltiplo es que permite comparar firmas con distinta estructura de capital. Además, este múltiplo resulta más adecuado que el uso del EV/EBIT, ya que el beneficio operativo (EBIT) es una magnitud menos estable en relación al



EBITDA, particularmente por ajustes contables vinculados a procesos de adquisiciones o desinversiones característicos en empresas de la industria analizada.

La Tabla XXVIII expone los indicadores más relevantes de Kellogg y las compañías comparables que permiten llevar a cabo un análisis en el marco de la valuación por múltiplos.

### Kellogg Company vs. Compañías Comparables






Comparación de Kellogg Company con Pares del Mercado					
Compañía	EV/EBITDA	CAGR Ventas 5 años	Margen EBITDA	ROIC	ROE
	14,7	-1,2%	18,6%	9,6%	24,2%
	15,7	-0,4%	17,6%	7,7%	19,0%
	17,2	0,2%	21,4%	14,2%	24,4%
	16,6	-3,0%	16,3%	2,7%	3,7%
<b>Promedio</b>	<b>16,0</b>	<b>4,2%</b>	<b>18,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,8%</b>
	<b>14,0 - 17,0</b>	<b>-1,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>9,0%</b>	<b>29,5%</b>

Tabla XXVIII - Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance y Reporte Anual (2019): Kellogg Company, General Mills Inc., Campbell Soup Company, Nestle Group y Kraft Heinz Company.

Los indicadores reflejan que el desempeño de Kellogg tiene similitudes, principalmente, con General Mills y Campbell's Soup Company. No obstante, Kellogg se destaca con un ROE de 29,5%, seguido por Nestle con un ROE de 24,4%. En consecuencia, se considera que el rango del múltiplo EV/EBITDA de Kellogg debería situarse entre 14,0x y 17,0x.

En base al rango del múltiplo seleccionado y el EBITDA de Kellogg, se estimó el valor de la empresa (EV). Como se indicó en la sección de análisis financiero, el EBITDA de Kellogg del período 2019 se encuentra afectado por cargos de carácter único vinculados, principalmente, al “Proyecto K”. Por este motivo, a los fines de estimar el valor de la empresa (EV), se utilizó el EBITDA proyectado para el período 2020. Luego, se restó la deuda neta y se realizaron los ajustes correspondientes a intereses minoritarios e inversiones en empresas asociadas, obteniendo un valor del capital accionario entre US\$ 22.064 millones y US\$ 28.583 millones. Para hallar el precio de la acción se procedió a dividir el valor del capital accionario por la cantidad de acciones en circulación, arrojando un precio por acción entre US\$ 64,6 y US\$ 83,7. Este rango resulta consistente al obtenido mediante la metodología de flujo de fondos descontados (DCF).

La siguiente tabla presenta el valor de la empresa (EV), el capital accionario (E) y el precio de la acción de Kellogg para el rango del múltiplo seleccionado y considerando el EBITDA de Kellogg estimado para el período 2020:

#### Resultados de la Valuación por Múltiplos

<b>Kellogg Company</b>			
<b>Múltiplo de Mercado</b>	<b>Límite Inferior</b>	<b>Punto Medio</b>	<b>Límite Superior</b>
EV/EBITDA	<b>14,0x</b>	<b>15,5x</b>	<b>17,0x</b>
<b>Información Financiera de Kellogg</b>			
EBITDA (US\$ M)	2.186	2.186	2.186
<b>Valuación por Múltiplos</b>			
<b>Valor Empresa Kellogg Company (US\$ M)</b>	<b>30.604</b>	<b>33.883</b>	<b>37.162</b>
Deuda Neta (US\$ M)	-8.356	-8.356	-8.356
Intereses Minoritarios (US\$ M)	-673	-745	-818
Inversiones en Empresas Asociadas (US\$ M)	490	542	595
<b>Valor Capital Accionario Kellogg Company (US\$ M)</b>	<b>22.064</b>	<b>25.324</b>	<b>28.583</b>
Cantidad de Acciones en Circulación	341.543.030		
<b>Precio por Acción (US\$)</b>	<b>64,6</b>	<b>74,1</b>	<b>83,7</b>

Tabla XXIX - Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se expone un análisis de sensibilidad del valor de la empresa (EV), el capital accionario (E) y el precio de la acción de Kellogg para el rango del múltiplo seleccionado y teniendo en cuenta distintos valores que podría adoptar el EBITDA de Kellogg:

### Análisis de Sensibilidad del Valor de la Empresa - Valuación por Múltiplos

Análisis de Sensibilidad: EV de Kellogg Company (millones US\$)							
EV/EBITDA	14,0x	14,5x	15,0x	15,5x	16,0x	16,5x	17,0x
<b>1.967</b>	27.544	28.527	29.511	30.495	31.478	32.462	33.446
<b>2.077</b>	29.074	30.112	31.151	32.189	33.227	34.266	35.304
<b>2.186</b>	30.604	31.697	32.790	33.883	34.976	36.069	37.162
<b>2.295</b>	32.134	33.282	34.430	35.577	36.725	37.873	39.020
<b>2.405</b>	33.664	34.867	36.069	37.271	38.474	39.676	40.878

Tabla XXX - Fuente: Elaboración propia.

### Análisis de Sensibilidad del Valor del Capital Accionario - Valuación por Múltiplos

Análisis de Sensibilidad: Capital Accionario de Kellogg Company (millones US\$)							
EV/EBITDA	14,0x	14,5x	15,0x	15,5x	16,0x	16,5x	17,0x
<b>1.967</b>	19.022	20.000	20.978	21.956	22.934	23.911	24.889
<b>2.077</b>	20.543	21.576	22.608	23.640	24.672	25.704	26.736
<b>2.186</b>	22.064	23.151	24.237	25.324	26.410	27.497	28.583
<b>2.295</b>	23.585	24.726	25.867	27.008	28.149	29.289	30.430
<b>2.405</b>	25.106	26.302	27.497	28.692	29.887	31.082	32.277

Tabla XXXI - Fuente: Elaboración propia.

### Análisis de Sensibilidad del Precio por Acción - Valuación por Múltiplos

Análisis de Sensibilidad: Precio por Acción de Kellogg Company (US\$)							
EV/EBITDA	14,0x	14,5x	15,0x	15,5x	16,0x	16,5x	17,0x
<b>1.967</b>	55,7	58,6	61,4	64,3	67,1	70,0	72,9
<b>2.077</b>	60,1	63,2	66,2	69,2	72,2	75,3	78,3
<b>2.186</b>	64,6	67,8	71,0	74,1	77,3	80,5	83,7
<b>2.295</b>	69,1	72,4	75,7	79,1	82,4	85,8	89,1
<b>2.405</b>	73,5	77,0	80,5	84,0	87,5	91,0	94,5

Tabla XXXII - Fuente: Elaboración propia.

## Anexo A: Proyección de Ventas

### Proyección de Ventas - América del Norte

América del Norte	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Cereales</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	1,87%	2,71%	1,40%	1,48%	1,66%	1,83%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	-4,87%	2,71%	1,40%	1,48%	1,66%	1,83%
Crecimiento Orgánico		2,71%	-0,60%	-0,52%	-0,34%	-0,17%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>3.163</b>	<b>3.248</b>	<b>3.294</b>	<b>3.343</b>	<b>3.398</b>	<b>3.460</b>
<b>Bocadillos</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	2,22%	2,37%	1,21%	1,90%	1,98%	1,76%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	-3,52%	-8,19%	1,21%	1,90%	1,98%	1,76%
Crecimiento Orgánico		2,37%	-0,79%	-0,10%	-0,02%	-0,24%
Crec. Adq./Desinv.		-10,56%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>4.190</b>	<b>3.847</b>	<b>3.894</b>	<b>3.968</b>	<b>4.046</b>	<b>4.117</b>
<b>Congelados</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	2,98%	28,84%	-8,66%	-4,46%	-0,28%	2,90%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	1,67%	14,42%	-8,66%	-4,46%	-0,28%	2,90%
Crecimiento Orgánico		14,42%	-10,66%	-6,46%	-2,28%	0,90%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>1.037</b>	<b>1.187</b>	<b>1.084</b>	<b>1.035</b>	<b>1.033</b>	<b>1.062</b>

Tabla XXXIII - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

### Proyección de Ventas - Europa

Europa	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Cereales</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	0,84%	-3,37%	3,71%	2,82%	2,19%	1,77%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	-2,20%	-3,37%	3,71%	2,82%	2,19%	1,77%
Crecimiento Orgánico		-3,37%	1,71%	0,82%	0,19%	-0,23%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>900</b>	<b>869</b>	<b>902</b>	<b>927</b>	<b>947</b>	<b>964</b>
<b>Bocadillos</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	2,34%	-3,84%	5,65%	4,22%	3,40%	2,85%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	-0,81%	-3,84%	5,65%	4,22%	3,40%	2,85%
Crecimiento Orgánico		-3,84%	3,65%	2,22%	1,40%	0,85%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>1.192</b>	<b>1.146</b>	<b>1.211</b>	<b>1.262</b>	<b>1.305</b>	<b>1.342</b>

Tabla XXXIV - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

### Proyección de Ventas - América Latina

América Latina	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Cereales</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	2,72%	-0,64%	5,75%	5,09%	4,57%	3,98%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	-1,53%	-0,64%	5,75%	5,09%	4,57%	3,98%
Crecimiento Orgánico		-0,64%	3,75%	3,09%	2,57%	1,98%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>404</b>	<b>402</b>	<b>425</b>	<b>446</b>	<b>467</b>	<b>485</b>
<b>Bocadillos</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	4,67%	-0,83%	6,72%	5,33%	4,43%	5,68%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	-0,13%	-0,83%	6,72%	5,33%	4,43%	5,68%
Crecimiento Orgánico		-0,83%	4,72%	3,33%	2,43%	3,68%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>536</b>	<b>531</b>	<b>567</b>	<b>597</b>	<b>624</b>	<b>659</b>

Tabla XXXV - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

### Proyección de Ventas - AMEA

AMEA	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Cereales</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	5,86%	2,41%	9,66%	8,75%	8,17%	7,84%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	2,66%	2,41%	9,66%	8,75%	8,17%	7,84%
Crecimiento Orgánico		2,41%	7,66%	6,75%	6,17%	5,84%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>562</b>	<b>576</b>	<b>631</b>	<b>687</b>	<b>743</b>	<b>801</b>
<b>Bocadillos</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	4,48%	0,92%	7,53%	6,37%	6,00%	6,61%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	4,12%	0,92%	7,53%	6,37%	6,00%	6,61%
Crecimiento Orgánico		0,92%	5,53%	4,37%	4,00%	4,61%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>745</b>	<b>752</b>	<b>808</b>	<b>860</b>	<b>911</b>	<b>972</b>
<b>Pasta Seca</b>						
<b>Crecimiento Mercado</b>	4,61%	15,94%	0,49%	2,93%	5,03%	6,56%
<b>Crecimiento Kellogg</b>	61,10%	7,97%	0,49%	2,93%	5,03%	6,56%
Crecimiento Orgánico		7,97%	-1,51%	0,93%	3,03%	4,56%
Crec. Adq./Desinv.		0,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ventas Netas (US\$ M)</b>	<b>849</b>	<b>917</b>	<b>921</b>	<b>948</b>	<b>996</b>	<b>1.061</b>

Tabla XXXVI - Fuente: Elaboración propia en base a portal de estadísticas Statista.

### Crecimiento de Ventas Netas

Kellogg Company	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Crecimiento Total</b>	<b>-0,86%</b>	<b>5,39%</b>	<b>0,23%</b>	<b>-0,76%</b>	<b>1,94%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,82%</b>	<b>3,15%</b>
Crecimiento Orgánico	-2,80%	0,00%	1,90%	2,50%	-0,06%	0,45%	0,82%	1,15%
Crec. Adq./Desinv.	1,94%	5,39%	-1,67%	-3,26%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Tabla XXXVII - Fuente: Elaboración propia.

### Ventas Netas por Segmento Geográfico (US\$ M)

Kellogg Company	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Ventas Netas Totales</b>	<b>12.854</b>	<b>13.547</b>	<b>13.578</b>	<b>13.475</b>	<b>13.737</b>	<b>14.073</b>	<b>14.469</b>	<b>14.925</b>
<b>América del Norte</b>	8.673	8.688	8.390	8.282	8.271	8.346	8.476	8.640
<b>Europa</b>	2.050	2.122	2.092	2.016	2.113	2.189	2.253	2.307
<b>América Latina</b>	944	947	940	933	992	1.044	1.091	1.145
<b>AMEA</b>	1.187	1.790	2.156	2.244	2.361	2.494	2.650	2.834

Tabla XXXVIII - Fuente: Elaboración propia.

### Participación de Segmentos Geográficos en Ventas Netas

Kellogg Company	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>América del Norte</b>	67,5%	64,1%	61,8%	61,5%	60,2%	59,3%	58,6%	57,9%
<b>Europa</b>	15,9%	15,7%	15,4%	15,0%	15,4%	15,6%	15,6%	15,5%
<b>América Latina</b>	7,3%	7,0%	6,9%	6,9%	7,2%	7,4%	7,5%	7,7%
<b>AMEA</b>	9,2%	13,2%	15,9%	16,7%	17,2%	17,7%	18,3%	19,0%

Tabla XXXIX - Fuente: Elaboración propia.

## Anexo B: Escenario Base

### Proyección de Flujo de Fondos disponibles para la Firma - Kellogg Company

Kellogg Company	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Período Residual	Valor Terminal
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M
Ventas Netas Totales	13.525	12.965	12.854	13.547	13.578	13.475	13.737	14.073	14.469	14.925	15.295	
Costos de Mercadería Vendida	-8.737	-8.129	-8.149	-8.819	-9.192	-8.857	-9.080	-9.348	-9.655	-9.999	-10.253	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>4.788</b>	<b>4.836</b>	<b>4.705</b>	<b>4.728</b>	<b>4.386</b>	<b>4.618</b>	<b>4.657</b>	<b>4.725</b>	<b>4.815</b>	<b>4.925</b>	<b>5.042</b>	
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-3.520	-3.353	-3.318	-3.022	-2.985	-2.955	-3.029	-3.119	-3.221	-3.336	-3.420	
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>1.268</b>	<b>1.483</b>	<b>1.387</b>	<b>1.706</b>	<b>1.401</b>	<b>1.663</b>	<b>1.628</b>	<b>1.606</b>	<b>1.594</b>	<b>1.589</b>	<b>1.622</b>	
Impuesto a las Ganancias	-261	-374	-344	-232	-345	-349	-342	-337	-335	-334	-341	
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>1.007</b>	<b>1.109</b>	<b>1.043</b>	<b>1.474</b>	<b>1.056</b>	<b>1.314</b>	<b>1.286</b>	<b>1.269</b>	<b>1.259</b>	<b>1.256</b>	<b>1.281</b>	
Depreciaciones & Amortizaciones	534	517	481	516	484	523	545	566	588	610	632	
CAPEX	-714	-907	-1.093	-606	738	-798	-814	-834	-857	-884	-906	
Δ Capital de Trabajo Neto	340	232	118	59	-137	-25	-9	-11	-13	-15	-12	
Capital de Trabajo Neto	687	455	337	278	415	440	448	459	472	487	499	
<b>Flujo de Fondos disponibles para la Firma</b>	<b>1.167</b>	<b>951</b>	<b>549</b>	<b>1.443</b>	<b>2.141</b>	<b>1.014</b>	<b>1.008</b>	<b>990</b>	<b>977</b>	<b>967</b>	<b>995</b>	<b>38.927</b>
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)												2,48%
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)						5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
<b>Valor Presente de FCF - 31/12/2019</b>						<b>964</b>	<b>913</b>	<b>853</b>	<b>801</b>	<b>754</b>	<b>738</b>	<b>28.882</b>

<b>Valor de la Empresa - Kellogg Company - 31/12/2019</b>	<b>33.905</b>
Caja y Equivalentes	397
Deuda Financiera	-8.469
Pasivos de Pensiones y Beneficios de Empleados	-284
Intereses Minoritarios	-746
Inversiones en Empresas Asociadas	542
<b>Valor del Capital Accionario de Kellogg Company - 31/12/2019</b>	<b>25.346</b>
Cantidad de Acciones en Circulación - 31/12/2019	341.543.030
<b>Precio por Acción de Kellogg Company (US\$)</b>	<b>74,2</b>

Tabla XL - Fuente: Elaboración propia.

## Resumen de Indicadores Proyectados

Kellogg Company	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Período Residual
<b>Margen Bruto</b>	35,4%	37,3%	36,6%	34,9%	32,3%	<b>34,3%</b>	<b>33,9%</b>	<b>33,6%</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,0%</b>	<b>33,0%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	13,3%	15,4%	14,5%	16,4%	13,9%	<b>16,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,1%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,7%</b>
<b>Margen Operativo</b>	9,4%	11,4%	10,8%	12,6%	10,3%	<b>12,3%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>
<b>ROIC</b>	10,2%	11,4%	9,6%	12,2%	9,0%	<b>11,7%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>
NOPAT/Ventas	7,4%	8,6%	8,1%	10,9%	7,8%	9,8%	9,4%	9,0%	8,7%	8,4%	8,4%
Ventas/Activos	0,89	0,86	0,79	0,76	0,77	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Activos/Capital Invertido	1,54	1,56	1,51	1,48	1,49	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Ventas Netas Totales	13.525	12.965	12.854	13.547	13.578	13.475	13.737	14.073	14.469	14.925	15.295
<b>OPEX/Ventas</b>	26,0%	25,9%	25,8%	22,3%	22,0%	<b>21,9%</b>	<b>22,1%</b>	<b>22,2%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,4%</b>	<b>22,4%</b>
PPE + Intangibles	5.889	5.938	6.355	7.092	6.188	6.464	6.733	7.001	7.270	7.544	7.818
D&A	534	517	481	516	484	523	545	566	588	610	632
<b>D&amp;A/(PPE + Intangibles)</b>	9,1%	8,7%	7,6%	7,3%	7,8%	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>
CAPEX	714	907	1.093	606	-738	798	814	834	857	884	906
CAPEX sin desinversión 2019	714	907	1.093	606	594	798	814	834	857	884	906
<b>CAPEX ajustado/Ventas</b>	5,3%	7,0%	8,5%	4,5%	4,4%	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>
Capital de Trabajo Neto	687	455	337	278	415	440	448	459	472	487	499
<b>WK/Ventas</b>	5,1%	3,5%	2,6%	2,1%	3,1%	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>

Tabla XLI - Fuente: Elaboración propia.



## Anexo C: Escenario Pesimista

### Proyección de Flujo de Fondos disponibles para la Firma - Kellogg Company

Kellogg Company	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Período Residual	Valor Terminal
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M
Ventas Netas Totales	13.525	12.965	12.854	13.547	13.578	13.475	13.599	13.793	14.040	14.337	14.692	
Costos de Mercadería Vendida	-8.737	-8.129	-8.149	-8.819	-9.192	-8.857	-8.989	-9.162	-9.368	-9.605	-9.849	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>4.788</b>	<b>4.836</b>	<b>4.705</b>	<b>4.728</b>	<b>4.386</b>	<b>4.618</b>	<b>4.610</b>	<b>4.631</b>	<b>4.672</b>	<b>4.731</b>	<b>4.843</b>	
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-3.520	-3.353	-3.318	-3.022	-2.985	-2.955	-3.029	-3.119	-3.221	-3.336	-3.420	
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>1.268</b>	<b>1.483</b>	<b>1.387</b>	<b>1.706</b>	<b>1.401</b>	<b>1.663</b>	<b>1.581</b>	<b>1.512</b>	<b>1.451</b>	<b>1.395</b>	<b>1.423</b>	
Impuesto a las Ganancias	-261	-374	-344	-232	-345	-349	-332	-318	-305	-293	-299	
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>1.007</b>	<b>1.109</b>	<b>1.043</b>	<b>1.474</b>	<b>1.056</b>	<b>1.314</b>	<b>1.249</b>	<b>1.195</b>	<b>1.146</b>	<b>1.102</b>	<b>1.124</b>	
Depreciaciones & Amortizaciones	534	517	481	516	484	523	544	564	584	604	624	
CAPEX	-714	-907	-1.093	-606	738	-798	-806	-817	-832	-849	-871	
Δ Capital de Trabajo Neto	340	232	118	59	-137	-25	-4	-6	-8	-10	-12	
Capital de Trabajo Neto	687	455	337	278	415	440	444	450	458	468	480	
<b>Flujo de Fondos disponibles para la Firma</b>	<b>1.167</b>	<b>951</b>	<b>549</b>	<b>1.443</b>	<b>2.141</b>	<b>1.014</b>	<b>983</b>	<b>935</b>	<b>891</b>	<b>847</b>	<b>866</b>	<b>33.884</b>
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)												2,48%
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)						5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
<b>Valor Presente de FCFF - 31/12/2019</b>						<b>964</b>	<b>890</b>	<b>806</b>	<b>730</b>	<b>661</b>	<b>643</b>	<b>25.141</b>

<b>Valor de la Empresa - Kellogg Company - 31/12/2019</b>	<b>29.835</b>
Caja y Equivalentes	397
Deuda Financiera	-8.469
Pasivos de Pensiones y Beneficios de Empleados	-284
Intereses Minoritarios	-656
Inversiones en Empresas Asociadas	477
<b>Valor del Capital Accionario de Kellogg Company - 31/12/2019</b>	<b>21.300</b>
Cantidad de Acciones en Circulación - 31/12/2019	341.543.030
<b>Precio por Acción de Kellogg Company (US\$)</b>	<b>62,4</b>

Tabla XLII - Fuente: Elaboración propia.

## Anexo D: Escenario Optimista

### Proyección de Flujo de Fondos disponibles para la Firma - Kellogg Company

Kellogg Company	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Período Residual	Valor Terminal
	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M	US\$ M
Ventas Netas Totales	13.525	12.965	12.854	13.547	13.578	13.475	13.781	14.165	14.614	15.129	15.504	
Costos de Mercadería Vendida	-8.737	-8.129	-8.149	-8.819	-9.192	-8.857	-9.109	-9.409	-9.751	-10.136	-10.393	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>4.788</b>	<b>4.836</b>	<b>4.705</b>	<b>4.728</b>	<b>4.386</b>	<b>4.618</b>	<b>4.672</b>	<b>4.756</b>	<b>4.863</b>	<b>4.993</b>	<b>5.111</b>	
Gastos de Ventas, Generales y Adm.	-3.520	-3.353	-3.318	-3.022	-2.985	-2.955	-3.029	-3.119	-3.221	-3.336	-3.420	
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>1.268</b>	<b>1.483</b>	<b>1.387</b>	<b>1.706</b>	<b>1.401</b>	<b>1.663</b>	<b>1.643</b>	<b>1.637</b>	<b>1.642</b>	<b>1.657</b>	<b>1.691</b>	
Impuesto a las Ganancias	-261	-374	-344	-232	-345	-349	-345	-344	-345	-348	-355	
<b>EBIT(1-t)</b>	<b>1.007</b>	<b>1.109</b>	<b>1.043</b>	<b>1.474</b>	<b>1.056</b>	<b>1.314</b>	<b>1.298</b>	<b>1.293</b>	<b>1.297</b>	<b>1.309</b>	<b>1.336</b>	
Depreciaciones & Amortizaciones	534	517	481	516	484	523	545	567	589	612	635	
CAPEX	-714	-907	-1.093	-606	738	-798	-817	-839	-866	-896	-919	
Δ Capital de Trabajo Neto	340	232	118	59	-137	-25	-10	-13	-15	-17	-12	
Capital de Trabajo Neto	687	455	337	278	415	440	450	462	477	494	506	
<b>Flujo de Fondos disponibles para la Firma</b>	<b>1.167</b>	<b>951</b>	<b>549</b>	<b>1.443</b>	<b>2.141</b>	<b>1.014</b>	<b>1.016</b>	<b>1.008</b>	<b>1.006</b>	<b>1.008</b>	<b>1.040</b>	<b>40.680</b>
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (US\$ nominal)												2,48%
Tasa de Descuento WACC (US\$ nominal)						5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
<b>Valor Presente de FCFF - 31/12/2019</b>						<b>964</b>	<b>920</b>	<b>868</b>	<b>824</b>	<b>786</b>	<b>772</b>	<b>30.183</b>

<b>Valor de la Empresa - Kellogg Company - 31/12/2019</b>	<b>35.318</b>
Caja y Equivalentes	397
Deuda Financiera	-8.469
Pasivos de Pensiones y Beneficios de Empleados	-284
Intereses Minoritarios	-777
Inversiones en Empresas Asociadas	565
<b>Valor del Capital Accionario de Kellogg Company - 31/12/2019</b>	<b>26.750</b>
Cantidad de Acciones en Circulación - 31/12/2019	341.543.030
<b>Precio por Acción de Kellogg Company (US\$)</b>	<b>78,3</b>

Tabla XLIII - Fuente: Elaboración propia.

## Bibliografía

### Académica

Brealey, Myers & Allen. *Principios de Finanzas Corporativas (Novena Edición)*. México: McGraw-Hill, 2009.

Damodaran, Aswath. "What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block". Stern School of Business, New York University, 2008. Web. 10 jun. 2020.

<<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>>

Fernandes, Nuno. "Note on Company Valuation by Discounted Cash Flows (DCF)". IMD, Lausanne, Switzerland, 2012.

R. Douglas Martin & Timothy T. Simin. "Outlier-Resistant Estimates of Beta". Taylor & Francis, Ltd., 2003. Web. 10 jun. 2020. <<http://www.jstor.com/stable/4480512>>

Ruback, Richard. "Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows". Harvard University, Boston, MA, 2000.

### Reportes y Artículos

Campbell Soup Company. *Reporte Anual 2019*. <<https://investor.campbellsoupcompany.com/>>

Fitch Ratings. "Fitch Affirms Kellogg's LT IDR at 'BBB-'; Rating Outlook Stable". Web. 14 abr. 2020.

<<https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-kellogg-lt-idr-at-bbb-rating-outlook-stable-14-04-2020>>

Food Engineering. *Top 100 Food & Beverage Companies Report*. 10 jul. 2020.

<<https://www.foodengineeringmag.com/2019-top-100-food-beverage-companies>>

General Mills Inc. *Reporte Anual 2019*. <<https://investors.generalmills.com/home/default.aspx>>

Kellogg Company. *Reporte Anual (2014-2019)*. <<https://investor.kelloggs.com>>

Kraft Heinz Company. *Reporte Anual 2019*. <<http://ir.kraftheinzcompany.com/>>

Moody's. "Moody's affirms Kellogg's Baa2/Prime-2 ratings; outlook stable". Web. 14 abr. 2020.

<[https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Kelloggs-Baa2Prime-2-ratings-outlook-stable--PR\\_396194](https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Kelloggs-Baa2Prime-2-ratings-outlook-stable--PR_396194)>

Nestle Group. *Reporte Anual 2019*. <<https://www.nestle.com/investors>>

SDR Ventures, Inc. *1 H 2019 Food & Beverage M&A Report*.  
<<https://sdrventures.com/newsletters/food-beverage-reports/>>

S&P Global. *Industry Top Trends 2019*.  
<<https://www.spratings.com/documents/20184/5670590/Industry+Top+Trends+2019+Overview/fc820785-9345-63e0-d666-b6b80cab625d>>

S&P Global. "S&P affirms Kellogg's issuer credit rating at BBB". Web. 14 abr. 2020.  
<[https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/trending/Go3cgn7XqggdBAfKqLfv2#:~:text=S%26P%20Global%20Ratings%20on%20May\\_term%20rating%20at%20A%2D2.>](https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/trending/Go3cgn7XqggdBAfKqLfv2#:~:text=S%26P%20Global%20Ratings%20on%20May_term%20rating%20at%20A%2D2.>)>

## Páginas Web

Bakeryandsnacks.com. <<https://www.bakeryandsnacks.com/>>

Base de Datos Statista Online. *Consumer Market Outlook - Food 2017-2025*. Junio 2020.

Base de Datos Statista Online. *Most valuable food brands worldwide in 2019, based on brand value*. 10 may. 2020. <<https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/410354/most-valuable-food-brands-worldwide/>>

Damodaran, Aswath. *Online Database: Debt Fundamentals by Sector (US)*. 10 jun. 2020.  
<[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/dbtfund.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/dbtfund.html)>

Damodaran, Aswath. *Online Database: Historical Returns in S&P 500 (includes dividends)*.  
<[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)>

Fundinguniverse. *Kellogg Company History*. 20 abr. 2020.  
<<http://www.fundinguniverse.com/company-histories/kellogg-company-history/>>

Investing.com. <<https://es.investing.com/>>

Kellogg Company. *Investor*. 31 jul. 2020. <<https://investor.kelloggs.com>>

Markets Insider. *Bond Finder - Kellogg Company*. 12 jun. 2020.  
<<https://markets.businessinsider.com/bonds>>

Reserva Federal de Estados Unidos. *Daily Treasury Real Yield Curve Rates*. 18 may. 2020.  
<<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=realyieldYear&year=2019>>

Reserva Federal de Estados Unidos. *Daily Treasury Yield Curve Rates*. 18 may. 2020.  
<<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>>

Snack Food & Wholesale Bakery. <<https://www.snackandbakery.com/>>

S&P Global. *S&P Food & Beverage Select Industry Index*. 1 may. 2020.  
<<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-food-beverage-select-industry-index/#overview>>

Yahoo Finance. <<https://finance.yahoo.com/>>



Universidad de  
**San Andrés**