

Maestría

Maestría en Dirección de Finanzas y Control

Título del Trabajo Final

El negocio más dulce

Autor

Contador MENAFRA, Sergio Hernán

CFO 45

LU 97203

Director del Trabajo Final

Leal, Martín

Grado obtenido del Director

Dr. en Finanzas

Institución a la que pertenece

UBS – UADE Business School

CFO 45

24/10/2016

*Agradezco el apoyo incondicional en todos estos años:
...al amor de mi vida Sabrina,
...a mi familia,
...al motivador que siempre me acompaña Diego,
...y a las tres maravillosas personas que me regaló esta Maestría
Andrés, Angélica y Florencia*

Abstract

In this final work of Master of Finance and Control (CFO), the main objective is to develop a case study by using tools and knowledge learned to value Mondelez.

The author's intention in this final work is to calculate the value of Mondelez International, through a complete analysis using valuation tools.

In order to calculate the firm's value at first it started with an industry analysis, business, risks, competitors in order to understand who it is being managed currently and knowing more about the future scenario. Once external aspects are known a financial analysis was done which allowed to determine the performance of the company and also future cash flow that drove to the value of the company.

After the external analysis and the value of the company estimations, conclusions and recommendations were established about the Mondelez International stock price stating whether Charlie Andrew should buy or not.



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE

ÍNDICE

OBJETIVO GENERAL.....	5
OBJETIVOS PARTICULARES	5
FUNDAMENTACIÓN	5
MARCO TEÓRICO.....	6
ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL NEGOCIO.....	6
ANÁLISIS EXTERNO	7
ANÁLISIS INTERNO	11
ANÁLISIS CONTABLE.....	12
ANÁLISIS FINANCIERO	13
ANÁLISIS VERTICAL.....	13
ANÁLISIS HORIZONTAL.....	14
ÍNDICES FINANCIEROS.....	14
RIESGO Y RENDIMIENTO	18
RIESGO ÚNICO Y RIESGO DE MERCADO.....	18
ANÁLISIS PROSPECTIVO.....	20
PROYECCIÓN	20
MODELOS DE VALUACIÓN	21
CAPM (Capital Asset Pricing Model)	23
RIESGO PAÍS	25
PERPETUIDAD	26
MARCO METODOLÓGICO.....	26
CASO.....	27
CONCLUSIÓN	36
ANEXOS	37
BIBLIOGRAFÍA.....	60

OBJETIVO GENERAL

Este trabajo propone desarrollar un caso de estudio para valorar la empresa Mondelez International, del sector alimenticio ubicado en Virginia, Estados Unidos en el año 2014.

OBJETIVOS PARTICULARES

Para alcanzar dicho objetivo general, se establecen los siguientes objetivos particulares:

- Describir la industria del sector alimenticio
- Analizar el mercado en el que se desenvuelve la compañía
- Describir la empresa
- Analizar la situación económico-financiera de la firma
- Analizar las proyecciones de los siguientes años

El objetivo de enseñanza del presente caso de estudio busca determinar si la valuación de las acciones de la empresa Mondelez International es correcta, para determinar si es conveniente comprarla o desestimarla mediante la materia Valuación y Tópicos Avanzados de Finanzas.

FUNDAMENTACIÓN

El precio de las acciones que cotizan en bolsa se ve afectado conforme a sus rendimientos y operaciones, como también debido al contexto en el cual se desenvuelve, la situación económica mundial y hechos que acontecen durante diferentes períodos de tiempo.

El sector alimenticio presenta hoy una oportunidad de inversión debido al crecimiento de la población mundial, lo que demuestra que será atractivo en el futuro. La compañía ha crecido en las últimas décadas y es necesario conocer su valor, para determinar la posibilidad de comprar parte del capital accionario.

MARCO TEÓRICO

El objetivo del presente trabajo es valorar la compañía Mondelez International, para determinar el valor actual de la empresa.

“La forma más perfecta de análisis de acciones ordinarias conduce a una valoración de la acción que se pueda comparar con la cotización vigente, a fin de determinar si la acción es o no una candidata atractiva a la adquisición” (Graham, 2007:323).

Para lograr el objetivo de la valuación, es necesario realizar un complejo y extenso análisis de los estados financieros de una compañía. Palepu (2002) destaca cuatro componentes que deberán ser analizados para realizar una correcta valuación:

- Análisis estratégico del negocio
- Análisis contable
- Análisis financiero
- Análisis prospectivo

Cada uno de estos de los componentes permitirá conocer y entender el funcionamiento de la compañía.

ANÁLISIS ESTRATÉGICO DEL NEGOCIO

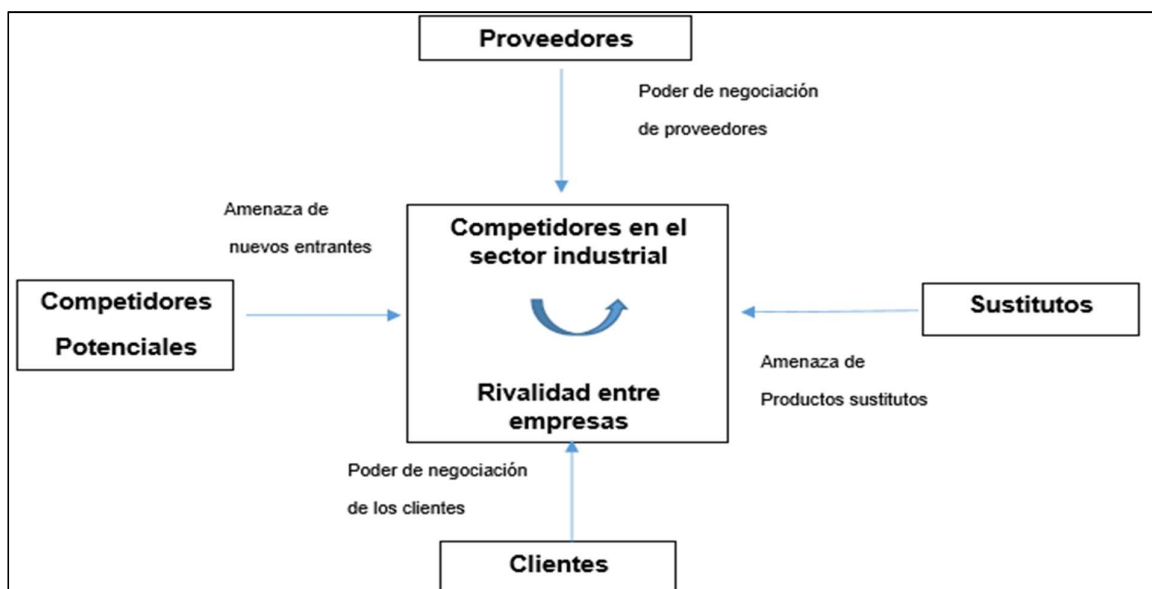
En este aspecto Palepu (2002) sugiere identificar todos aquellos factores clave que permiten obtener ventajas competitivas que se traducirán en ganancias. Por consiguiente es necesario hacer un:

- análisis externo
- análisis interno

ANALISIS EXTERNO

SECTOR INDUSTRIAL

Realizar un correcto análisis de la estructura industrial en la cual se desenvuelve una compañía es fundamental para determinar cómo será la formulación de la estrategia competitiva que le permitirá "...encontrar una posición en el sector industrial donde pueda defenderse mejor en contra de esas fuerzas o influir en ellas para sacarles provecho" (Porter, 2006:19). Para ello el autor describe 5 fuerzas que deben ser analizadas para entender cómo funciona la industria y determinar su atractividad, esto determinará la rentabilidad del sector en el largo plazo. Estas 5 fuerzas son una foto de la industria en un determinado momento.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Porter (1987)

Poder de negociación de los clientes: Se tendrán problemas cuando existen varios sustitutos en el mercado o cuando los clientes se encuentren organizados de manera

tal que tengan exigencias altas que produzcan incluso una baja en los precios de los productos.

Amenaza de la entrada de nuevos competidores: La amenaza dependerá particularmente de las barreras de entrada. Con barreras de entradas bajas, la industria no será tentadora porque cualquier competidor podría ingresar y perjudicar la rentabilidad de la compañía.

Las barreras de entrada son: La diferenciación, el acceso a los canales de distribución, economías de escala, el requerimiento de capital o la ventaja de los costos independientes.

Poder de negociación de los proveedores: Hace referencia al poder que cuentan los proveedores de la industria para aumentar sus precios y ser menos concesivos. Por lo general, mientras menor cantidad de proveedores existan, mayor será su poder de negociación, ya que, al no haber tanta oferta de materias primas, éstos pueden fácilmente aumentar sus precios y ser menos concesivos.

Amenaza de productos sustitutos: Refiere al ingreso potencial de empresas que producen o venden productos alternativos a los de la industria.

La presencia de productos sustitutos suele establecer un límite al precio que se puede cobrar por un producto, un precio mayor a este límite podría hacer que los consumidores opten por el producto sustituto.

Rivalidad entre las empresas: Es una de las fuerzas más poderosa de todas, refiere a la competencia entre empresas en una misma industria, ofreciendo el mismo tipo de producto.

Una fuerte rivalidad entre competidores podría interpretarse como una gran cantidad de estrategias destinadas a superar a los demás, estrategias que buscan aprovechar toda muestra de debilidad en ellos, o reacciones inmediatas ante sus estrategias o movidas.

Las 5 fuerzas competitivas reflejan el hecho de que la competencia en un sector industrial no se limita en absoluto a los participantes bien establecidos. Los

clientes, proveedores, los participantes potenciales y los sustitutos son todos “competidores” de las empresas y su importancia dependerá de las circunstancias del momento (Porter, 2006:21).

Como se ha explicado, en el análisis de las 5 fuerzas de Porter se analiza un sector o industria para determinar su atractividad y cómo conseguir un buen rendimiento sobre la inversión. Para entender un concepto más amplio existen tres estrategias genéricas que permitirán lograr un mayor desempeño en un sector:

-Liderazgo en costos: Propone ser el productor de menor costo en un sector industrial a través de economías de escala o acceso preferencial a materias primas entre otros. Se basa en controles y reducción de costos.

El riesgo que posee es que la competencia podría imitar la estrategia y esto puede disminuir la rentabilidad del sector, o incluso aparecer nuevas tecnologías que la volvieron ineficaz.

-Diferenciación: Busca generar valor al producto o servicio, de manera tal, que sea percibido como único en la industria. Se refiere no solo al producto en sí mismo, sino también a su post venta, tiempo de entrega, entre otros. Esta diferenciación será recompensada con un mayor precio.

El riesgo que conlleva la diferenciación es que los clientes no valoren suficientemente el producto como para pagar ese valor adicional.

-Enfoque o concentración: Está dirigido a un grupo o segmento objetivo al cual se busca atender. Esta estrategia será más exitosa cuando los consumidores tengan necesidades o preferencias distintas.

Entre sus riesgos, se encuentra la imitación de los competidores o que el consumidor comience a preferir los productos que desea el mercado en general. En algunos casos pueden ser aplicadas más de una de ellas.

El autor destaca que estas estrategias genéricas:

... tienen por objeto superar los rivales en la industria; en algunos sectores industriales significa que todos los integrantes pueden obtener altos rendimientos,

mientras que en otras el éxito de una estrategia apenas bastará para conseguir rendimientos aceptables en sentido absoluto (Porter, 1982:52).

FODA

Para finalizar con el análisis externo se tendrá en consideración la herramienta FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades, Amenazas). El análisis FODA permite conformar un cuadro de la situación actual del objeto de estudio (persona, empresa u organización), permitiendo de esta manera obtener un diagnóstico preciso que permita tomar decisiones acordes con los objetivos y políticas formulados.

El análisis FODA debe enfocarse solamente hacia los factores claves para el éxito del negocio. Debe resaltar fortalezas y debilidades diferenciales internas al compararlo de manera objetiva, realista con la competencia y con las oportunidades y amenazas claves del entorno.

Fortalezas: son las capacidades especiales de una empresa, y por los que cuenta con una posición privilegiada frente a la competencia. Recursos que se controlan, capacidades y habilidades que se poseen, actividades que se desarrollan positivamente, entre otros.

Oportunidades: Aquellos factores externos positivos, favorables, explotables, que se deben descubrir en el entorno en el que actúa la empresa, permitiendo obtener ventajas competitivas.

Debilidades: Factores que provocan una posición desfavorable frente a la competencia. Recursos de los que se carece, habilidades que no se poseen, actividades que no se desarrollan positivamente, entre otros.

Amenazas: hace referencia a situaciones provenientes del entorno en el cual se desenvuelve la empresa y que no dependen exclusivamente de sus estrategias, así como las oportunidades, las amenazas son externas a la compañía y por ello es difícil modificarlas.

ANÁLISIS INTERNO

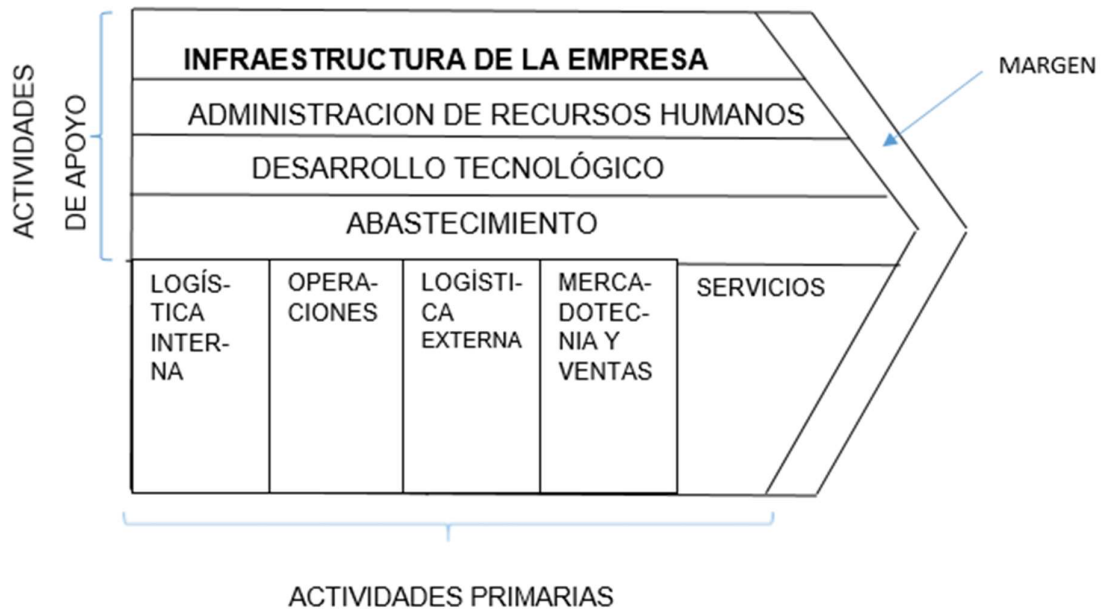
Comprendido el funcionamiento de la industria y la actividad en el análisis externo se realizará el análisis interno de la empresa que permitirá entender su funcionamiento a través de la cadena de valor.

CADENA DE VALOR

Las empresas deben ser analizadas desde cada una de las actividades que desempeña y cómo interactúan entre ellas, a través de la cadena de valor. Esto nos permite entender la ventaja competitiva de la empresa. El autor sostiene:

La cadena de valor disgrega a la empresa en sus actividades estratégicas relevantes para comprender el comportamiento de los costos y las fuentes de diferenciación existentes y potenciales. Una empresa obtiene una ventaja competitiva, desempeñando estas actividades estratégicamente importantes más barato o mejor que sus competidores (Porter, 1987:51).

Para comprender como se compone la cadena de valor, el autor se describe dos factores principales: las actividades de valor (compuesto por actividades primarias y de apoyo), y el margen definido por la empresa.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Porter (1987)

ANÁLISIS CONTABLE

Los estados contables o estados financieros permiten entender cómo se encuentra una compañía en un momento determinado, "...los estados financieros constituyen el lenguaje traductor de las finanzas y la forma de agrupar y resumir una cantidad de datos que luego se utilizan para tomar decisiones" (López Dumrauf, 2013:24).

Los estados contables presentan información histórica de las empresas a través de los siguientes informes:

- Estado de resultados
- Estado de situación patrimonial
- Estado de flujo de efectivo

No alcanza solo con leer cada uno de los informes, el lector debe analizar e interpretar lo que están mostrando.

La simple lectura de los estados contables no es suficiente para entender la situación de la empresa como se demuestra en hechos a lo largo de la historia. Casos como

Enron dejan en claro que deben ser estudiadas todas las partidas por separado e incluso analizar detalladamente los anexos. Por ello diferentes personas pueden tener opiniones diversas acerca de un mismo estado financiero.

La interpretación de la información representa un factor fundamental para entender la situación y poder tomar decisiones.

Palepu señala que un “análisis contable atinado mejora la confiabilidad de las conclusiones de análisis financiero”. (Palepu 2002)

ANÁLISIS FINANCIERO

Los usuarios de los estados financieros se encargarán de analizarlos e interpretarlos de acuerdo a las necesidades de cada uno. Entre sus usuarios encontramos inversionistas, instituciones financieras, Dirección Impositiva, ejecutivos de finanzas entre otros, que los utilizarán para la toma de decisiones, análisis de riesgo crediticio o para fiscalizar los estados.

Para comenzar con el análisis de los estados financieros se realizará el cálculo de índices o ratios financieros que nos permitirán entender acerca el funcionamiento de la empresa y determinar su desempeño. El autor postula que “Los índices o ratios financieros son relaciones matemáticas que permiten analizar diferentes aspectos de desempeño histórico de una compañía” (López Dumrauf, 2013:52).

Para ello se analizan los estados financieros a través de las siguientes herramientas.

- Análisis vertical
- Análisis horizontal
- Índices financieros
- Riesgo y rendimiento
- Riesgo único y riesgo de mercado

ANÁLISIS VERTICAL

Consiste en determinar el peso de un rubro respecto de su conjunto en el balance. Este tipo de análisis nos permite determinar en el balance el peso de cuentas del activo, como así también del pasivo y el patrimonio neto. Mientras que en el estado de resultados, el análisis de cada rubro que lo integra se determina en torno a las ventas.

A diferencia del balance, el estado de resultados, al basarse en las ventas, nos permite conocer de manera inmediata cuales son los factores que influyeron en el resultado de la compañía. Esto no ocurre ante cambios en el activo o el pasivo en un primer análisis.

Al realizar el análisis del estado de resultados el autor sostiene que “es más útil que cuando se utiliza en el balance general, ya que cualquier cambio en las participaciones porcentuales involucra resultados” (López Dumrauf, 2013:54).

ANÁLISIS HORIZONTAL

Mediante este análisis se podrán identificar las tendencias tanto en rubros del estado de resultados como en los rubros del balance, permitiendo conocer su evolución en un período de tiempo. Para ello el autor propone “establecer un año base contra el cual efectuar la comparación de las cifras de los distintos rubros contra los mismos rubros del año base” (López Dumrauf, 2013:55), y de esta manera entender que sucedió con cada rubro a lo largo de ese período de tiempo.

ÍNDICES FINANCIEROS

Refieren a la liquidez, rentabilidad, endeudamiento entre otros. “La gerencia utiliza los índices (o ratios) para medir el desempeño económico y financiero”. (López Dumrauf, 2013:58).

Entre los más conocidos y utilizados, se encuentran:

-Índice de liquidez: Determina la capacidad de la empresa para cumplir con las deudas de corto plazo. Uno de los índices más utilizados es el de liquidez corriente, se determina de la siguiente manera:

Liquidez Corriente= Activo corriente/ Pasivo corriente.

-Índice de endeudamiento: Hace referencia al porcentaje de pasivo total respecto al patrimonio neto o activo de la empresa bajo análisis.

Al observar este indicador individualmente, no debe ser interpretado por sí solo, ya que, es un indicador relativo. Una compañía puede tener índices de endeudamiento por encima o por debajo de 1 y esto no nos dirá absolutamente nada sin antes realizar otros análisis. Esto se debe a que no existe una medida óptima o estandarizada de endeudamiento, sino que dependerá de cada compañía en particular de acuerdo a sus proyectos futuros como al sector en el cual se desenvuelve.

-Índice de rentabilidad: cuando se analiza rentabilidad se puede ver que no hay solo una medida que refleja este concepto. Pero si, se puede indicar cuáles serán los inputs utilizados tanto en el numerador como en el denominador. El autor describe:

... en el numerador tenemos siempre una medida de resultado, ya sea resultado operativo, resultado neto, etc., y en el denominador siempre tendremos una medida de capital. A veces se utiliza como medida del capital el activo total, otras veces el patrimonio neto y otras veces una medida más ajustada como el capital invertido o empleado (López Dumrauf, 2013, 67).

Los más utilizados son:

ROE (return on equity): Se utiliza para determinar proporción de la utilidad neta sobre el patrimonio neto. Es decir, como se utilizó el dinero de los accionistas.

ROE= Utilidad Neta/ Patrimonio Neto

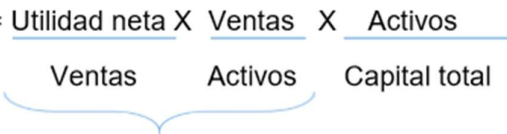
ROA: (return on assets): Nos indica cuanto rindieron los activos de la empresa.

ROA= Utilidad Neta / Activo Total

Como menciona Ross, tanto el ROE como el ROA son tasas de rendimiento contables, por lo que estos resultados no pueden compararse con tasas obtenidas en los mercados financieros.

La diferencia que existe entre ambos indicadores (ROE y ROA) se debe a su apalancamiento financiero, y para explicar esta relación se utilizará la identidad de Dupont para desagregar e interpretar estos resultados. Este índice lleva el nombre de la compañía que comenzó a utilizarlo.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Capital total}}$$



Rendimiento sobre los Activos
 = Margen de utilidad X Rotación de activos totales
 X Multiplicador del capital

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Ross (2012)

De esta manera queda manifestado que la rentabilidad del Equity viene dada por el ROA y el multiplicador del capital. La primer parte (UN/Ventas) representa el margen de utilidad de la compañía, la segunda parte (Ventas/Activos) indica la rotación sobre los activos y la tercera parte (Activos/Capital), el apalancamiento de la firma.

Como conclusión de esta descomposición se observa que el ROE puede ser afectado por los tres factores anteriormente mencionados. Para entender las variaciones en el ROE se debería analizar cada factor e interpretar cuál de ellos afectó positiva o negativamente el indicador.

Continuando con los índices de rentabilidad se destaca que para “medir el desempeño de la compañía debe relacionar el resultado operativo después del impuesto a las ganancias, con el capital que lo produce” (López Dumrauf 2013:70).

Para ello utiliza el retorno del capital invertido o ROIC (Return on Invested Capital). Se obtiene de la siguiente manera:

$$\text{ROIC: EBIT} * (1 - t) / \text{Capital invertido}$$

Donde EBIT* (1 – t) es lo que se denomina NOPAT (Net Operating Profit After Tax), es decir, el resultado operativo neto de impuestos.

Para el cálculo del capital invertido se utiliza solo los activos y pasivos operativos. El capital invertido se puede obtener tanto del lado izquierdo como del lado derecho del balance.

Capital Invertido	
Lado izquierdo del balance	Lado derecho del balance
Capital de trabajo + Activo fijo neto + Otros activos líquidos + Otros activos no operativos <i>(Líquidos de otros pasivos)</i> <hr style="width: 20%; margin: 0 auto;"/> Capital invertido	Deudas financieras + Patrimonio neto <hr style="width: 20%; margin: 0 auto;"/> Capital invertido

Fuente: Elaboración propia sobre la base de López Dumrauf (2013)

Posteriormente se realiza una comparación de los índices calculados con los índices promedio del sector en el cual se desenvuelve para entender si la empresa está obteniendo mejores o peores resultados en valores relativos respecto de la industria.

RIESGO Y RENDIMIENTO

Cuando se obtienen rendimientos de acciones se debe tener en cuenta no solo el dividendo sino también el rendimiento del capital. “La ganancia de capital (o la pérdida) es el cambio de precio de la acción dividido entre el precio inicial” (Ross, 2012: 303).

Cuando un inversor decide poner su dinero en un activo que le genere utilidades, siempre va a querer correr el menor riesgo posible. Es por ello que al realizar el análisis financiero se debe tener en cuenta si el riesgo de realizar una inversión es alto, el inversor va a exigir “un premio adicional que compense el riesgo que va a correr” (López Dumrauf, 2013:198). Donde el riesgo está determinado por dos aspectos:

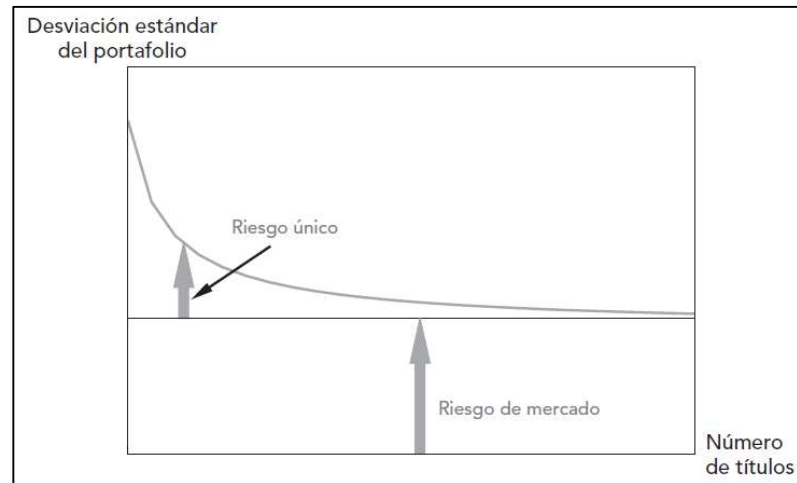
- La incertidumbre de los rendimientos futuros
- La probabilidad de pérdidas

RIESGO ÚNICO Y RIESGO DE MERCADO

Al referirse a un portafolio de acciones se observan dos tipos de riesgos al cual se enfrenta un inversor: el riesgo único o diversificable y el riesgo de mercado. Cuando se habla de riesgo único se lo describe como “...el riesgo propio de cada acción” (Brealey, 2010:206), que es aquel que posee propiamente el activo financiero, independientemente del portafolio que esté integrando. Este riesgo puede eliminarse a través de la diversificación del portafolio del accionista. Esto permite al inversor reducir el riesgo de su cartera.

El riesgo de mercado o sistemático, es el “... que está asociado con las variaciones del conjunto de mercado” (Brealey, 2010:206). Este riesgo no se puede eliminar a

través de la diversificación, con lo cual, un portafolio correctamente diversificado solo tendrá riesgo de mercado.



Fuente: Brealey, 2010:189

Al diferenciar los dos riesgos que enfrenta un inversor, se entiende que el riesgo de mercado es el que va a influir en el riesgo de la cartera, ya que, dependerá de las variaciones que realice. Esta sensibilidad de la acción al mercado es lo que se denomina Beta. “El coeficiente Beta representa la sensibilidad de los cambios en el rendimiento de una acción con respecto a los cambios en el rendimiento del mercado” (López Dumrauf, 2013:230).

Para calcular el Beta de una acción se utilizará la siguiente fórmula:

$$B_j = \text{cov}(r_j, r_m) / \text{var}(r_m)$$

Si el coeficiente Beta de una acción o activo toma el valor de 1, indica que el riesgo de ese activo será el mismo que el mercado. Si toma valores inferiores a 1 y hasta 0, el activo posee un menor riesgo que el de mercado, es decir ante cambios en el mercado, el activo variará en menor proporción al mercado. Si el valor que arroja es superior a 1, indica que la acción es más riesgosa que el mercado.

ANÁLISIS PROSPECTIVO

PROYECCIÓN

El análisis prospectivo consta de dos cuestiones básicas: la proyección y la valuación. Cuando se pretende conocer el valor actual de una empresa se deben tener en cuenta los flujos de fondos futuros que generará, lo que se denomina proyección. Palepu (2002) describe que los accionistas, gerentes y banqueros utilizarán las proyecciones de la compañía para determinar si invierten, llevan a cabo proyectos de inversión o prestan dinero a la compañía. Por ello las proyecciones juegan un papel fundamental al momento de valorar una empresa.

Para realizar una proyección deben tenerse en cuenta los datos históricos de la firma para tener una base desde donde comenzar y conocer como viene desarrollándose la compañía en los años anteriores. Para ello se utilizarán los estados financieros que incluyen el estado de resultados, balance, flujo de fondos de efectivo y estado de situación patrimonial. También será de vital importancia utilizar los análisis mencionados anteriormente respecto del negocio, estados contables y análisis financieros para comprender la situación actual y el futuro del negocio.

Para iniciar un análisis prospectivo lo más importante que se debe hacer es proyectar las ventas. No existe una manera específica de hacerlo, “el método debe adaptarse al contexto y reflejar los factores considerados en los pasos anteriores del análisis” (Palepu, 2002:10-7).

Palepu (2002) destaca algunos de los más utilizados: considerar crecimiento de ventas, aperturas de nuevos puntos de venta, cambios en la fijación de precios, entre otros.

Una vez obtenidas las ventas futuras se determinarán el resto de los rubros que integran el estado de resultados.

Posteriormente se proyectarán los gastos y ganancias. Los gastos, tendrán una estrecha relación con las ventas. Cada partida deberá ser analizada por separado en base a los supuestos determinados por las ventas.

Las cuentas de balance también deberán ser proyectadas para valuar la compañía. Si bien deben ser proyectadas en forma individual, “las ventas determinan el comportamiento de varias cuentas” (Palepu, 2002:10-9).

Por último, el analista debe realizar un análisis de sensibilidad. Esto se realiza mediante la modificación de una de las variables de la proyección, para observar cómo afectan esas variables a la estimación. Para ello López Dumrauf (2013) propone la utilización de límites inferior y superior a los que denomina pesimista y optimista, para ver como varía la valuación y así determinar la sensibilidad.

MODELOS DE VALUACIÓN

Una vez realizada la proyección se dará paso a la siguiente etapa: la valuación. En primer lugar se definirá el concepto de valuación, “...es el proceso de convertir una proyección en una estimación del valor de una empresa o algún componente de la misma” (Palepu, 2002:11-1).

En la actualidad existen diversos modelos de valuación de una compañía. Palepu (2002) menciona los siguientes:

-Flujos de efectivo descontados o DCF (Discounted cash-flow): en este enfoque el valor de un activo está dado por el valor presente de sus flujos de fondos futuros. Los flujos de efectivo libres o FCF (free cash flow) son aquellos “...que genera la empresa independientemente de cómo es financiada; o en forma equivalente, es el flujo de fondos que genera una firma financiada enteramente con capital propio” (López Dumrauf, 2013:97).

Este modelo permite valuar mediante dos tipos de flujos: Cash Flow del Accionista (ECF, por sus siglas en inglés) y el otro el Free Cash Flow de la firma (FCFF, por sus siglas en inglés).

El ECF valorará solo la participación accionaria en la empresa considerando como tasa de descuento el costo del capital propio. Los flujos serán determinados de la siguiente manera:

Net Income

+/- Variación del capital de trabajo

+ Depreciaciones

- Activos fijos

+/- Variación de deuda

ECF

Mientras que el FCFF valorará la firma en su totalidad incluyendo, además del equity, los acreedores de bonos, acciones preferidas, etc. Este flujo será calculado de la siguiente manera:

Net income

+Depreciaciones

+ Intereses * (1 - t)

-Activos fijos

+/- Variacion del capital de trabajo

FCFF

Si bien en ambos casos se descuentan flujos de fondos futuros, cada uno utiliza una tasa de descuento diferente.

Cuando se valúa el Equity se utiliza la tasa del costo de capital (K_e), que es el retorno requerido por el accionista. Mientras que cuando se valúa la firma se utiliza el costo promedio ponderado (WACC, por sus siglas en inglés).

-Valuación basada en múltiplos de precios: Este enfoque determina que el valor de un activo, viene dado del precio de otro u otros activos comparables, utilizando una variable común como valor libros, ventas o ganancias.

Los ratios más utilizados son Price / Earning, Price / Book Value y Price / Sales, entre otros.

Se toma como referencia el promedio de la industria asumiendo que las firmas comparables se encuentran bien valuadas.

Si bien la valuación relativa es una herramienta simple, permitiendo determinar el valor de una firma, contiene algunas limitaciones. Entre ellas, se encuentra que no siempre existen empresas comparables que desarrollen exactamente la misma actividad, aún, cuando ambas pertenezcan al mismo sector.

-Dividendos descontados: El valor de la compañía se determina como “el valor presente de los dividendos futuros proyectados” (Palepu, 2002:11-1).

Haciendo una comparación de la valuación basada en múltiplos de precios con el DCF, se encuentra que la primera es más simple, se necesita no menos de ocho empresas comparables para obtener resultados confiables.

La valuación relativa es valorada cuando se necesita valorar una gran cantidad de compañías.

Para realizar la valuación de Mondelez International se utilizará el modelo DCF

CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Ya se ha explicado mediante el coeficiente Beta, el inversor demandará un mayor rendimiento solo por el riesgo sistemático, ya que, el riesgo único lo puede eliminar a través de la diversificación. Y se ha desarrollado el modelo de valuación mediante DCF. Ahora se determinará el costo del capital de la compañía, es decir, la tasa a la cual se descontarán los flujos de fondos futuros, a través del modelo de CAPM, y posteriormente se procederá a explicar el cálculo del WACC para así obtener el valor de la firma.

Cuando se utiliza una tasa de descuento, se debe tener en cuenta que la compañía se financia con deuda y con capital propio. Es por ello que el CAPM tiene en cuenta estas fuentes de financiación para descontar los flujos futuros de fondos para valorar una compañía.

Una vez entendido lo anterior se realizará la determinación de las dos tasas de financiación de la compañía. Se explicará la determinación de la fuente de financiación con capital propio a la que luego se le adicionará la tasa de financiación con deuda, ambas ponderadas, para obtener el costo promedio de capital de la firma o WACC (por sus siglas en inglés, Weighted Average Cost of Capital).

El costo de capital propio (K_e) es el rendimiento requerido por el accionista. Está compuesto por tres partes:

-Tasa libre de riesgo: Es el rendimiento esperado de un activo que no tiene riesgo de incumplimiento. En el caso de valuación de acciones se utiliza los Bonos del Tesoro Americano.

-Beta del activo: Sensibilidad de la acción ante cambios en el portafolio de mercado.

-Prima de riesgo: Es una diferencia entre dos tasas. Por un lado está el rendimiento de mercado, que es la rentabilidad esperada de un conjunto de acciones y por otro lado la tasa libre de riesgo explicada precedentemente. Esta prima explica cuanto rinde ese conjunto de acciones por encima de la tasa libre de riesgo

Finalmente queda expresado de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + B * (R_m - R_f)$$

Donde:

R_f: Risk Free (tasa libre de riesgo)

B: Beta de la compañía

Rm: Rendimiento esperado del mercado

(Rm – Rf): Prima de riesgo

Luego de obtener el Ke, se ponderará el costo del capital y el costo de la deuda para conseguir el WACC:

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

Donde:

Kd: Costo de la deuda

(1-t): Escudo fiscal por estar endeudado

D: Deuda a valor de mercado

E: Equity a valor de mercado

Ke: costo de capital

RIESGO PAÍS

En primer lugar se definirá el concepto para entender la función que cumple en la valuación. “El riesgo país básicamente refleja el riesgo de crédito, es decir que un país no pueda o no esté dispuesto a cumplir con sus compromisos financieros” (López Dumrauf, 2013:259).

Cuando las empresas desarrollan sus actividades en mercados emergentes deben incorporar el riesgo que la empresa corre por participar en estos mercados. Una manera es incorporando el riesgo país adicionándolo al costo de capital de manera proporcional a las operaciones de la empresa en los mercados emergentes.

$$K_e = R_f + B * (R_m - R_f) + \text{Riesgo País (EMBI)}.$$

De esta manera se obtienen los flujos de fondos y la tasa de descuento de la compañía. Para conocer el valor de la firma resta determinar el valor de la perpetuidad.

PERPETUIDAD

Las empresas a lo largo de su vida obtendrán utilidades. Esas utilidades pueden ser utilizadas de dos maneras de acuerdo al criterio de cada firma:

- Para pago de dividendos;
- Para crecer.

En el caso de pago de dividendos, las utilidades serán destinadas a los accionistas. Pero en el caso de ser retenidas, serán utilizadas para que la compañía crezca. Esa tasa de crecimiento será denominada con la letra “g”. Y “Es razonable que si las ventas, y todos los costos, los gastos y los activos crecen a esa tasa, los dividendos también lo hagan” (López Dumrauf, 2013:183). Con lo cual los dividendos futuros también deberán ser descontados. Esa perpetuidad se adicionará para completar la valuación.

Para determinar el valor presente de esa perpetuidad se utilizará la fórmula de Gordon:

$$P = D1 / Ke - g$$

Todo lo expuesto a través del desarrollo del marco teórico busca obtener las herramientas necesarias para la valuación de la empresa Mondelez a partir de los conocimientos adquiridos en la Maestría en Dirección de Finanzas y Control. El resultado obtenido en la valuación de la compañía Mondelez Internacional SA se trata de un proceso meramente a título teórico.

MARCO METODOLÓGICO

La metodología para abordar el presente Trabajo Final será la metodología mixta; cuantitativa por medio de la utilización de entrevistas, y cualitativa por la recolección de datos de fuentes secundarias.

En cuanto al diseño metodológico será explicativo (explica en detalle la forma que en se valúa la firma) y descriptivo (describe la actividad del cliente, su operatoria, las

proyecciones futuras tomadas en cuenta y otros aspectos clave al momento de valorar la empresa).

CASO

Un atardecer de Abril 2015, Charly Andrew se encontraba con su mujer mirando por la ventana de su casa cómo sus hijos y nietos jugaban en el parque. Rodaba por su cabeza la idea de un futuro retiro de su larga actividad profesional y así poder disfrutar más tiempo con su familia. Debido a su edad y dado que desde hacía varios años contaba con un portafolio agresivo, había llegado el momento de reducir el riesgo de la cartera a través de alguna acción menos volátil que le permitan seguir generando un flujo de ingresos acorde a su nivel de vida. Luego de dedicarse toda una vida a trabajar arduamente, analizaba la posibilidad de invertir en el sector alimenticio. Un colega le comentó que había comprado acciones de la empresa Mondelez y estaba teniendo una buena performance. Fue en ese momento que Charly decidió analizar si esa acción podría cumplir con sus objetivos.

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

Mondelēz International es la compañía número uno en la industria de alimentos y bebidas a nivel mundial. Posee marcas que tienen más de un siglo de historia. Son el primer fabricante global de chocolates y galletitas, y el segundo productor de chicles. Liderando a su vez, los mercados de caramelos, bebidas en polvo y premezclas. Cotiza en bolsa 1,63 billones de acciones bajo el ticker MDLZ.

Millones de consumidores en 165 países eligen las marcas de Mondelez International. Fabrica productos en 80 modernas plantas ubicadas estratégicamente en varias partes del mundo y emplea a más de 110.000 personas. Su facturación anual supera los 35.000 millones de dólares (Véase Anexo I: Ventas anuales).

La compañía tiene su origen en la decisión estratégica de Kraft Foods Inc., dividir en Octubre 2012 su negocio de alimentos de Norteamérica y así crear dos compañías líderes en la industria: una perteneciente al negocio de snacks con alcance global y otra específicamente para el sector de alimentos del mercado norteamericano (Ver Anexo II: Spin-off). El portfolio de Mondelez International incluye marcas que superan los mil millones de dólares en facturación anual. Algunas de sus marcas son: los chocolates Cadbury y Milka, el café Jacobs, las galletas Oreo, Nabisco, jugo en polvo Tang y los chicles Trident.

En la Argentina, son uno de los principales empleadores industriales, con más de 4.800 personas que trabajan en las cuatro plantas ubicadas en las provincias de Buenos Aires y San Luis.

En Argentina, Mondelez International continúa el legado de Kraft Foods, esta última compañía realizó más de nueve fusiones y adquisiciones -concretadas mayoritariamente en las últimas dos décadas-, entre las que se incluyen Royal, Suchard, Nabisco, Vizzolini, Terrabusi y Canale.

En 2010, con la adquisición de Cadbury a nivel global, se incorpora un portafolio de productos complementarios que permitió ingresar en las categorías de chicles y caramelos -en las que Cadbury lideraba el mercado con marcas como Beldent y Halls, al tiempo que reforzó la categoría de chocolates.

A través de sus segmentos, por lo general, vende sus productos a cadenas de supermercados, mayoristas, distribuidores, tiendas, estaciones de servicio, farmacias y otros puntos de venta de alimentos. Distribuye sus productos a través de la entrega directa en el comercio, almacenes propiedad de la compañía, centros de distribución y otros. También utiliza los servicios de oficinas y agentes de ventas independientes en algunos destinos internacionales. Realiza esfuerzos de marketing a través de tres principales grupos de actividades:

- El marketing de consumo y publicidad, impresión, aire libre, digitales y sociales de comunicación y otras promociones de productos;
- Los incentivos de ventas de consumo tales como cupones y rebajas;

- Promociones comerciales para apoyar las funciones de precios y otros merchandising de sus productos a los clientes.

CONOCIENDO LA INDUSTRIA

Antes de detenerse a realizar el exhaustivo análisis económico-financiero, Charly Andrew, deberá entender cómo y donde se encontraba posicionada la empresa Mondelez. Para lograr una correcta y precisa valuación no solo se deben conocer sus números, sino también aspectos importantes como su industria, competencia, funcionamiento, estrategia, entre otros, para entender el contexto en el cual se desenvuelve.

Sus competidores son los principales de alimentos, snacks y compañías de bebidas que, como Mondelez, operan en múltiples áreas geográficas, así como numerosas empresas locales y regionales. Su forma de competir se basa en la calidad del producto, el reconocimiento de marca, el servicio, la innovación de productos, la capacidad de identificar y satisfacer las preferencias de los consumidores, la eficacia de ventas y marketing, las rutas a las redes de mercado y distribución, actividad y precio promocional. Si no responden con eficacia a los desafíos de sus competidores, el negocio podría verse afectado.

Competidores y clientes presionan para reducir sus precios. Estas conductas pueden restringir la capacidad de aumentar los precios en respuesta a los productos básicos y otros aumentos de los costos. La ausencia de valoración de manera efectiva, el cambio y el precio adecuado puede influir negativamente en el logro de los objetivos estratégicos y financieros. La aparición de nuevos canales de distribución, como las ventas por Internet directamente a los consumidores, pueden afectar a los clientes y preferencias de los consumidores, las estructuras de costos o márgenes. Pueden aumentar o reasignar el gasto en marketing, publicidad e innovación de nuevos productos para proteger o aumentar la cuota de mercado.

Si reducen los precios o los costos aumentan, pero no pueden aumentar los volúmenes de ventas para compensar esos cambios, entonces su condición financiera y resultados sufrirán las consecuencias.

Además, las empresas del sector están bajo una creciente presión para mejorar la eficiencia de sus estructuras de costos globales.

COMPETENCIA

Enfrenta a la competencia en todos los aspectos del negocio. Los competidores incluyen grandes multinacionales, así como numerosas empresas locales y regionales. Algunos competidores tienen diferentes objetivos de rentabilidad, por lo que se acercan a las decisiones de precios y promoción de manera diferente.

Mejorar la posición en el mercado o la introducción de un nuevo producto requiere de una investigación sustancial, desarrollo, publicidad y gastos promocionales. Considera que estas inversiones conducen a una mejor propuesta de valor para el consumidor.

CONSUMO MUNDIAL Y PBI

Se observa un crecimiento continuo y constante, que partiendo de un volumen que para el año 1960 era equivalente a menos del 40% del correspondiente al año 2000 y llega al 120% solo nueve años más tarde.

La producción mundial de alimentos se triplicó en los últimos 50 años. Estos avances han llevado a la comunidad internacional a concluir que el límite no está en la capacidad de producción de nutrientes sino en los desequilibrios económicos y sociales que impiden el acceso a los alimentos. La tasa de crecimiento de la producción per cápita fue más elevada en los países en desarrollo que en los desarrollados. Es por ello que para lograr un mejor resultado a nivel global Mondelez deberá apuntar a estos países.

De acuerdo a datos del Banco Mundial, el crecimiento del PBI mundial será de un promedio del 3% para los próximos 10 años. El sector de los snacks y los alimentos se encuentra estrechamente relacionado a este crecimiento.

Sólo tres empresas de snacks y bebidas (Mars, Mondelez International y Nestlé) controlan más del 40% del mercado mundial del chocolate. En conjunto, estas empresas adquieren casi un tercio de todo el cacao que se cultiva en el mundo y

obtienen más de 45.000 millones de dólares anuales por la venta de productos derivados del chocolate.

ESTRATEGIA

Mondelez intenta aprovechar y maximizar sus puntos fuertes. Entre ellos, la presencia global significativa, posiciones de liderazgo de mercado y portafolios de marcas, así como plataformas de innovación, para lograr los objetivos principales:

- Proporcionar un rendimiento financiero de primer nivel
- Ser un gran lugar para trabajar.

Para lograr estos objetivos ejecuta cinco estrategias a largo plazo:

-Lograr el mejor desempeño de su gente: Considera, que ofrecer un rendimiento financiero de primer nivel y ser un gran lugar para trabajar, son interdependientes y que uno no es totalmente alcanzable sin la otra.

-Transformar los Snacks: Conducir el crecimiento está en la vanguardia de las estrategias de negocio a largo plazo. Al cumplir con las necesidades de los consumidores a través de la innovación de su cartera de productos, esperan crecer y mantener sus marcas y el liderazgo en el mercado.

Sus Marcas mundiales siguen siendo una importante ventaja competitiva.

-Incrementar las Ventas: Como parte del enfoque de crecimiento en todo el mundo y especialmente en los mercados emergentes, realizará inversiones muy elevadas en los canales de distribución y capacidades de ventas. En 2014, se desarrollaron las ventas y capacidades de distribución en todos los mercados clave, y se hicieron importantes mejoras en la efectividad del marketing y el gasto. Ampliaron la presencia de marca a través de los medios digitales y continúan haciendo sus medios de trabajo más eficaces, también ampliaron presupuestos de marketing. Al tomar decisiones inteligentes en cuanto a publicidad y marketing, se puede invertir más en las marcas y fortalecer aún más el crecimiento el negocio.

- *Mejorar la eficiencia para impulsar el crecimiento.* Gestiona el negocio a través de un ciclo virtuoso. Para impulsar las ventas y crecimiento de las ganancias, se centra primero en ofrecer productos de alta calidad que satisfaga las necesidades de los consumidores. Amplía los márgenes a través de apalancamiento programado de gestión de costes bajos dentro de la cadena de suministro integrada y mediante la disciplina desde la cúpula. Los ahorros pueden ser reinvertidos para buscar oportunidades de crecimiento específicas adicionales dentro del portafolio. Desde mayo de 2014, bajo un programa de reestructuración 2014-2018, están trabajando para reducir costos operativos anuales de por lo menos \$ 1.5 mil millones para la finalización del programa a finales de 2018.

-*Proteger el bienestar del planeta.* Se centra en la entrega de alimentos seguros, de alta calidad y garantizan un ambiente de trabajo seguro para los empleados.. Producen alimentos que se ajusten a la forma en que la gente come hoy y proporcionan opciones de snacks balanceados.

MATERIA PRIMA Y ENVASES

Mondelez compra y utiliza grandes cantidades de materia prima: cacao, café, lácteos, trigo, productos de maíz, soja, aceites, azúcar y otros edulcorantes y frutos secos. Además, compra y utiliza cantidades significativas de materiales de embalaje para empaquetar productos, gas natural, combustibles y electricidad para sus fábricas y depósitos. Regularmente monitorea todo el suministro, tendencias de los costos y de divisas relacionados con estos productos para la producción. Una serie de factores externos como las condiciones meteorológicas, las condiciones del mercado de los productos básicos, las fluctuaciones monetarias y los efectos de programas agrícolas gubernamentales afectan el costo y la disponibilidad de materias primas y materiales agrícolas utilizados en sus productos.

Utiliza técnicas de cobertura para limitar el impacto de las fluctuaciones en el costo de sus principales materias primas. Sin embargo, no pueden protegerse totalmente de las variaciones en los costos de las materias primas y sus estrategias de cobertura podrían no protegerlos de aumentos de los costos.

El año 2020 podría ser un año complejo, si las previsiones se cumplen, el nivel de demanda de cacao en Asia llevaría a que para entonces no queden suficientes semillas. De ser así, esto implicaría un consecuente aumento del precio del cacao y, en lugar de chocolate, los fabricantes tendrían que ofrecer en sus productos otras sustancias tales como más almendras u otros frutos.

Por otro lado, en la actualidad la creciente demanda de chocolate está teniendo sus consecuencias, se ha disparado su precio, una tendencia que se mantendrá en el futuro e incluso se acrecentará.

EL FUTURO DE LAS GOLOSINAS

Los consumidores recurren a los snacks como un reemplazo para una o más de sus comidas diarias y buscan alternativas más saludables, tales como snacks de frutas, frutos secos, yogur y productos dulces de tamaño pequeño que vienen en empaques fáciles de llevar para adaptarse a su agitado estilo de vida.

A nivel mundial, las regiones, como Asia-Pacífico, América Latina e India ofrecen a los productores de snacks un mayor potencial de crecimiento futuro.

MONDELEZ EN NÚMEROS

Charly consultó la información financiera de Mondelez para comenzar a trabajar en su valuación. Una vez que tuvo en sus manos el 10K apuntó a observar la performance de la compañía en los últimos años (Véase el Anexo IV: Estados Financieros). Claramente esto era el inicio de un análisis en el que aún faltaba información. Conforme a su aprendizaje en uno de sus posgrados y a su experiencia en la práctica, continuó con la recolección de datos que serían necesarios.

Los rendimientos de los últimos 10 años de la acción MDLZ y el índice S&P 500 (Véase Anexo V: Rendimientos Mondelez y S&P 500), se encontraban en *finance.yahoo.com* y le servirían de base para calcular el beta de la firma.

Con el fin de terminar con la recolección de datos para su valuación averiguó las tasas de rendimiento libre de riesgo y prima de riesgo de mercado:

RISK FREE	2,56%	(T-BONDS EEUU A 30 AÑOS)
RISK PREMIUM	5,75%	(POR CONVENCION)

RISK FREE <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>

RISK PREMIUM http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

[Fecha de consulta 30/03/2015]

La estrategia de crecimiento depende en parte de la capacidad de expandir las operaciones en los mercados emergentes, como Brasil, China, India, México, Rusia, Venezuela, Argentina, Ucrania, Oriente Medio, África y el sudeste asiático. Sin embargo, algunos mercados emergentes pueden tener una mayor volatilidad económica y política monetaria, y una mayor vulnerabilidad a la infraestructura y mano de obra.

Además, la competencia en los mercados emergentes está aumentando a medida que los competidores crecen en sus operaciones globales.

Mondelez ha generado el 82,1% de sus ingresos netos en 2014, el 83,1% de los ingresos netos de 2013 y el 82,9% de los ingresos netos de 2012 en operaciones continuas fuera de los Estados Unidos. Venden sus productos en aproximadamente 165 países. El 31 de diciembre 2014, tenía operaciones en más de 80 países. En el año 2014 las ventas en mercados emergentes representan el 30% de su facturación anual.

Ventas Anuales en millones	2014
Latinoamerica	4153
Asia	3605
EEMEA	2638
Europa	15912
Norteamerica	7936
Ventas totales	34244

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Mondelez Annual Report (2014)

Este dato será de utilidad a Charly para determinar el costo de capital (K_e) teniendo en cuenta el porcentaje de facturación en los diferentes países y así ajustar la tasa por

el riesgo país de estos mercados emergentes (Véase el Anexo III: Riesgo país emergentes).

Una vez que obtuvo todos los datos para determinar su costo de capital, finalmente logró obtener información de la financiación de la empresa. Su estructura de deuda era la siguiente:

(in millions)	as of December 31,	
	2014	2013
U.S dollar notes 0,76% to 7.00% (weighted-average effective rate 5.13%), due through 2040	10.873	9.907
Euro notes, 0.58% to 7.25% (weighted-average effective rate 3.03%%), due through 2021	3.918	4.448
Pound sterling notes, 7.25% (weighted-average effective rate 5.44%), due through 2018	573	1116
Capital leases another obligations	31	14
Total	15395	15485
Less current portion of long-term debt	-1530	-1003
Long-term debt	\$ 13.865	\$ 14.482

FACTORES QUE INFLUYEN EL LA RETANBILIDAD

A largo plazo las tendencias de consumo de alimentos están altamente correlacionadas con el crecimiento del PBI, la urbanización de la población y el aumento de los niveles de ingresos asociados con una creciente clase media. Se espera que estas tendencias continúen generando un crecimiento en las conductas de consumo clave, un mayor uso de alimentos y la migración a comidas más frecuentes, más pequeñas.

Siguen haciendo inversiones en las marcas y en la construcción de rutas fuertes en el mercado para hacer frente a las necesidades de los consumidores en los mercados emergentes y desarrollados. Al hacerlo, estimula la demanda en las categorías y el crecimiento de la posición en estos mercados.

Los costos de financiación evalúan regularmente la deuda variable y con tasa fija, y recientemente refinanció \$ 6.4 mil millones de la deuda a largo plazo denominada en dólares estadounidenses para un menor costo del euro a largo plazo, y la deuda

denominada en dólares estadounidenses. Continúa usando un menor costo de la deuda a corto y largo plazo para financiar las recompras de acciones, otras inversiones, dividendos y capital de trabajo.

LA DECISIÓN

Charly Andrew había logrado entender acerca de todo lo que significaba Mondelez y el mundo en el cual se desenvolvía. Contaba con información suficiente para armar el flujo de fondos y realizar su valuación para decidir si Mondelez resultaba una opción concreta de formar parte de su portafolio de acciones. Solo faltaba poner manos a la obra y tomar una decisión.

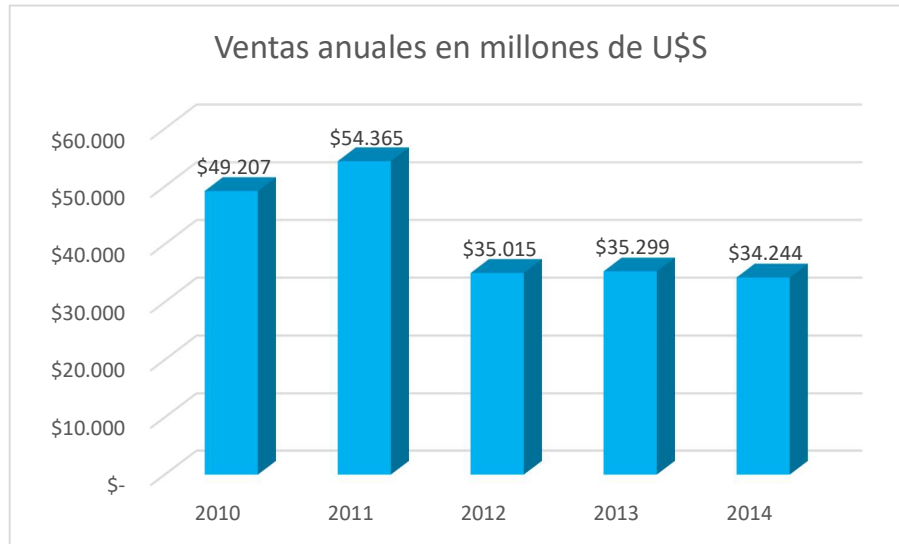
CONCLUSIÓN

El presente caso de estudio pretende como objetivo principal realizar una correcta valuación de la empresa Mondelez International utilizando herramientas y conocimientos adquiridos en la Maestría en Dirección de Finanzas y Control, a través de las materias Valuación y tópicos avanzados de finanzas para decidir si es conveniente o no la compra de acciones de la compañía.

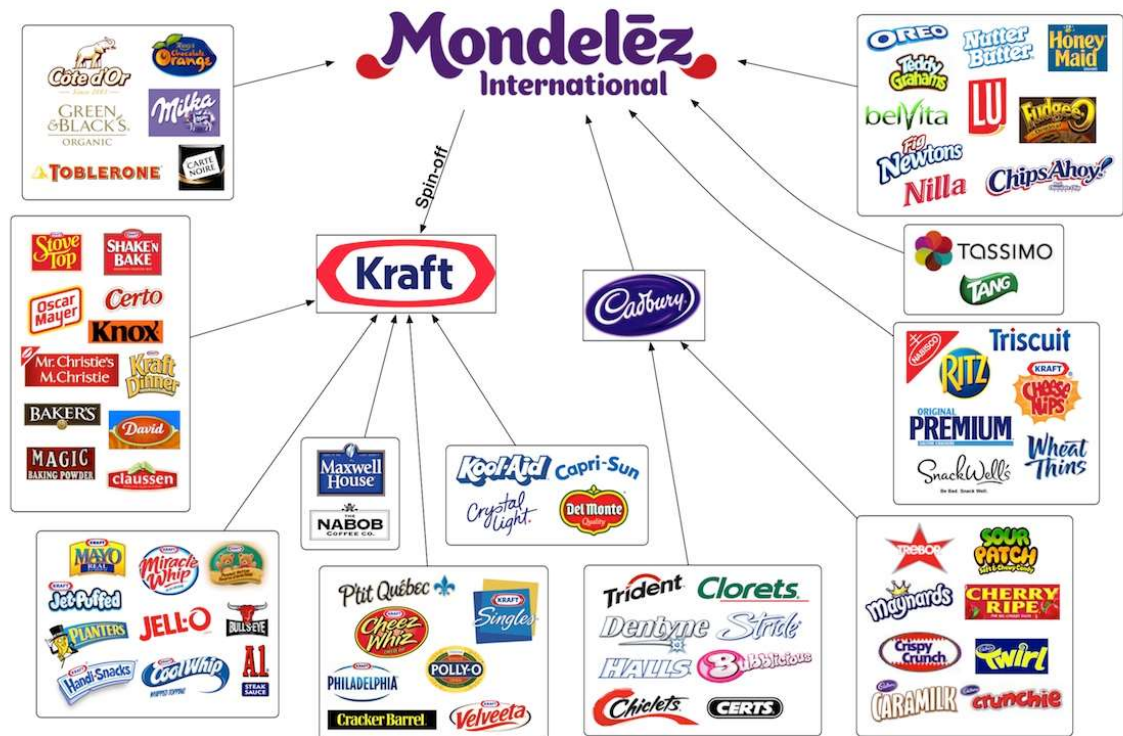
La utilidad de la valuación no apunta a conocer con exactitud el precio de la acción en el futuro ya que, como se ha observado, se debe utilizar una gran cantidad de herramientas, las cuales dependen en gran medida de la interpretación que tenga el analista financiero sobre la realidad. El propósito de la valuación es tener una herramienta analítica sobre las múltiples variables que hacen al valor de la empresa, así como también poder utilizarla como fuente de consulta ante cualquier tipo de negociaciones de índole financiera.

ANEXOS

ANEXO I: Ventas anuales



ANEXO II: Spin-off



ANEXO III: Riesgo País emergentes

Fecha	Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) / <i>Emerging Market Bond Index (EMBIG) Stripped Spread</i>								LATIN EMBIG Países Latinoamericanos / Latin Countries	EMBIG Países Emergentes / Emerging Countries
	Perú	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Venezuela		
2014	162	787	235	143	167	510	183	1336	407	330
Dic	182	747	272	172	200	817	217	2465	516	402
2015	201	590	361	186	250	995	251	2775	541	415
Ene.	202	732	300	186	231	943	242	3088	561	444
Feb.	183	684	315	168	208	779	227	2776	539	426
Mar.	184	593	339	156	222	801	234	2865	521	411

ANEXO IV: Estados Financieros

Estado de Resultados

	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Net revenues	\$ 34.244	\$ 35.299	\$ 35.015	\$ 54.365	\$ 49.207	\$ 38.754
Cost of sales	21.647	22.189	21.939	35.350	31.305	24.819
Gross profit	12.597	13.110	13.076	19.015	17.902	13.935
Selling, general and administrative expenses	8.457	8.679	9.176	12.140	12.001	8.784
Asset impairment and exit costs	692	273	153	-7	18	-64
Gains on acquisition and divestitures, net	-	-30	-107	-	6	6
Amortization of intangibles	206	217	217	225	211	26
Operating income	3.242	3.971	3.637	6.657	5.666	5.183
Interest and other expense, net	688	1.579	1.863	1.885	2.024	1.237
Earnings from continuing operations before income taxes	2.554	2.392	1.774	4.772	3.642	3.946
Provision for income taxes	353	60	168	1.225	1.147	1.136
Earnings from continuing operations	2.201	2.332	1.606	3.547	2.495	2.810
Earnings from discontinued operations, net of income taxes	-	1.603	1.488	-	1.644	218
Net earnings	2.201	3.935	3.094	3.547	4.139	3.028
Noncontrolling interest	17	20	27	20	25	7
Net earnings attributable to Mondelez International	\$ 2.184	\$ 3.915	\$ 3.067	\$ 3.527	\$ 4.114	\$ 3.021



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDE

Balance consolidado

	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ASSETS						
Cash and cash equivalents	\$ 1.631	\$ 2.622	\$ 4.475	\$ 1.974	\$ 2.481	\$ 2.101
Trade receivables (net of allowances of \$66 at December 31, 2014 and \$86 at December 31, 2013)	3.802	4.463	6.129	6.361	6.539	5.197
Other receivables (net of allowances of \$91 at December 31, 2014 and \$73 at December 31, 2013)	949	940				
Inventories, net	3.480	3.743	3.741	5.706	5.310	3.775
Deferred income taxes	480	517	542	912	898	730
Other current assets	1.408	889	735	1.249	993	651
Total current assets	11.750	13.174	15.622	16.202	16.221	12.454
Property, plant and equipment, net	9.827	10.247	10.010	13.813	13.792	10.693
Goodwill (EXCESO QUE SE PAGA POR UN ACTIVOS)	23.389	25.597	25.801	37.297	37.856	28.764
Intangible assets, net	20.335	21.994	22.552	25.186	25.963	13.429
Prepaid pension assets	53	54	18	31	86	115
Other assets	1.461	1.449	1.475	1.308	1.371	1.259
Total no current assets	55.065	59.341	59.856	77.635	79.068	54.260
TOTAL ASSETS	\$ 66.815	\$ 72.515	\$ 75.478	\$ 93.837	\$ 95.289	\$ 66.714
LIABILITIES						
Short-term borrowings	\$ 1.305	\$ 1.594	\$ 274	\$ 182	\$ 750	\$ 453
Current portion of long-term debt	1.530	1.003	3.577	3.654	1.115	513
Accounts payable	5.299	5.345	4.642	5.525	5.409	3.766
Accrued marketing	2.047	2.318	2.484	2.863	2.515	2.181
Accrued employment costs	946	1.043	1.038	1.365	1.292	1.175
Other current liabilities	2.880	3.051	2.858	4.856	4.579	3.403
Total current liabilities	14.007	14.354	14.873	18.445	15.660	11.491
Long-term debt	13.865	14.482	15.574	23.095	26.859	18.024
Deferred income taxes	5.512	6.282	6.302	6.738	7.984	4.508
Accrued pension costs	2.912	1.962	2.885	3.597	2.382	1.765
Accrued postretirement health care costs	526	412	451	3.238	3.046	2.816
Other liabilities	2.140	2.491	3.038	3.396	3.416	2.138
TOTAL no current LIABILITIES	24955	25629	28250	40064	43687	29251
TOTAL LIABILITIES	38962	39983	43123	58509	59347	40742
EQUITY						
Common Stock, no par value (5,000,000,000 shares authorized and						
Additional paid-in capital	31.651	31.396	31.548	31.318	31.231	23.611
Retained earnings	14.529	13.419	10.457	18.012	16.619	14.636
Accumulated other comprehensive losses	-7.318	-2.889	-2.633	-6.637	-3.890	-3.955
Treasury stock, at cost (332,896,779 shares at December 31, 2014 and 291,141,184 shares at December 31, 2013)	-11.112	-9.553	-7.157	-7.476	-8.126	-8.416
Total Mondelez International Shareholders' Equity	27.750	32.373	32.215	35.217	35.834	25.876
Noncontrolling interest	103	159	140	111	108	96
TOTAL EQUITY	27853	32532	32355	35328	35942	25972
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	66815	72515	75478	93837	95289	66714



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE

Flujo de caja

	2014	2013	2012	2011	2010
CASH PROVIDED BY / (USED IN) OPERATING ACTIVITIES					
Net earnings	\$ 2.201	\$ 3.935	\$ 3.094	\$ 3.547	\$ 4.139
Adjustments to reconcile net earnings to operating cash flows:					
Depreciation and amortization	1.059	1.077	1.345	1.485	1.440
Stock-based compensation expense	141	128	162	181	174
Deferred income tax (benefit) / provision	-186	-64	369	-351	251
Gains on acquisition and divestitures, net	-	-30	-107	-	6
Asset impairments	240	97	126	-	-1.596
Benefit from indemnification resolution	-	-385	-	-	-
Loss on early extinguishment of debt	493	608	-	-	55
Unrealized gain on planned coffee business divestiture currency hedge	-628	-	-	81	329
Other non-cash items, net	-184	-19	44		
Change in assets and liabilities, net of acquisitions and divestitures:				-115	-165
Receivables, net	184	492	-599		
Inventories, net	-188	-116	-129	-556	-359
Accounts payable	387	793	505	300	83
Other current assets	-86	-42	217	-374	42
Other current liabilities	135	62	-1.160	676	-776
Change in pension and postretirement assets and liabilities, net	-6	-126	56	-354	125
Net cash provided by operating activities	3.562	6.410	3.923	4.520	3.748



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE

ANEXO V: Rendimientos Mondelez y S&P 500

Date	Adj. Price		Rendimientos	
	MDLZ	S&P 500	MDLZ	S&P 500
02/03/2015	36,73	2117,39		
02/02/2015	36,78	2104,50	0,14%	-0,61%
02/01/2015	35,09	1994,99	-4,59%	-5,20%
01/12/2014	36,17	2058,90	3,08%	3,20%
03/11/2014	38,88	2067,56	7,49%	0,42%
01/10/2014	34,97	2018,05	-10,06%	-2,39%
02/09/2014	33,99	1972,29	-2,80%	-2,27%
01/08/2014	35,74	2003,37	5,15%	1,58%
01/07/2014	35,57	1930,67	-0,48%	-3,63%
02/06/2014	37,14	1960,23	4,41%	1,53%
01/05/2014	37,01	1923,57	-0,35%	-1,87%
01/04/2014	35,07	1883,95	-5,24%	-2,06%
03/03/2014	33,99	1872,34	-3,08%	-0,62%
03/02/2014	33,34	1859,45	-1,91%	-0,69%
02/01/2014	32,10	1782,59	-3,72%	-4,13%
02/12/2013	34,58	1848,36	7,73%	3,69%
01/11/2013	32,72	1805,81	-5,38%	-2,30%
01/10/2013	32,84	1756,54	0,37%	-2,73%
03/09/2013	30,66	1681,55	-6,64%	-4,27%
01/08/2013	29,80	1632,97	-2,80%	-2,89%
01/07/2013	30,38	1685,73	1,95%	3,23%
03/06/2013	27,72	1606,28	-8,76%	-4,71%
01/05/2013	28,51	1630,74	2,85%	1,52%
01/04/2013	30,42	1597,57	6,70%	-2,03%
01/03/2013	29,61	1569,19	-2,66%	-1,78%
01/02/2013	26,50	1514,68	-10,50%	-3,47%
02/01/2013	26,65	1498,11	0,57%	-1,09%
03/12/2012	24,40	1426,19	-8,44%	-4,80%
01/11/2012	24,70	1416,18	1,23%	-0,70%
01/10/2012	25,33	1412,16	2,55%	-0,28%
04/09/2012	26,30	1440,67	3,83%	2,02%
01/08/2012	26,21	1406,58	-0,34%	-2,37%
02/07/2012	25,07	1379,32	-4,35%	-1,94%
01/06/2012	24,38	1362,16	-2,75%	-1,24%
01/05/2012	23,98	1310,33	-1,64%	-3,80%
02/04/2012	24,98	1397,91	4,17%	6,68%
01/03/2012	23,81	1408,47	-4,68%	0,76%
01/02/2012	23,67	1365,68	-0,59%	-3,04%



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDE

03/01/2012	23,81	1312,41	0,59%	-3,90%
01/12/2011	23,23	1257,60	-2,44%	-4,18%
01/11/2011	22,30	1246,96	-4,00%	-0,85%
03/10/2011	21,71	1253,30	-2,65%	0,51%
01/09/2011	20,72	1131,42	-4,56%	-9,72%
01/08/2011	21,43	1218,89	3,43%	7,73%
01/07/2011	21,04	1292,28	-1,82%	6,02%
01/06/2011	21,56	1320,64	2,47%	2,19%
02/05/2011	21,22	1345,20	-1,58%	1,86%
01/04/2011	20,38	1363,61	-3,96%	1,37%
01/03/2011	19,03	1325,83	-6,62%	-2,77%
01/02/2011	19,14	1327,22	0,58%	0,10%
03/01/2011	18,38	1286,12	-3,97%	-3,10%
01/12/2010	18,94	1257,64	3,05%	-2,21%
01/11/2010	18,02	1180,55	-4,86%	-6,13%
01/10/2010	19,22	1183,26	6,66%	0,23%
01/09/2010	18,38	1141,20	-4,37%	-3,55%
02/08/2010	17,65	1049,33	-3,97%	-8,05%
01/07/2010	17,24	1101,60	-2,32%	4,98%
01/06/2010	16,53	1030,71	-4,12%	-6,44%
03/05/2010	16,71	1089,41	1,09%	5,70%
01/04/2010	17,30	1186,69	3,53%	8,93%
01/03/2010	17,67	1169,43	2,14%	-1,45%
01/02/2010	16,46	1104,49	-6,85%	-5,55%
04/01/2010	16,01	1073,87	-2,73%	-2,77%
01/12/2009	15,73	1115,10	-1,75%	3,84%
02/11/2009	15,22	1095,63	-3,24%	-1,75%
01/10/2009	15,76	1036,19	3,55%	-5,43%
01/09/2009	15,05	1057,08	-4,51%	2,02%
03/08/2009	16,06	1020,62	6,71%	-3,45%
01/07/2009	16,05	987,48	-0,06%	-3,25%
01/06/2009	14,36	919,32	-10,53%	-6,90%
01/05/2009	14,63	919,14	1,88%	-0,02%
01/04/2009	13,11	872,81	-10,39%	-5,04%
02/03/2009	12,49	797,87	-4,73%	-8,59%
02/02/2009	12,59	735,09	0,80%	-7,87%
02/01/2009	15,51	825,88	23,19%	12,35%
01/12/2008	14,84	903,25	-4,32%	9,37%
03/11/2008	14,88	896,24	0,27%	-0,78%
01/10/2008	15,96	968,75	7,26%	8,09%
02/09/2008	17,91	1166,36	12,22%	20,40%
01/08/2008	17,09	1282,83	-4,58%	9,99%



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDE

01/07/2008	17,26	1267,38	0,99%	-1,20%
02/06/2008	15,43	1280,00	-10,60%	1,00%
01/05/2008	17,45	1400,38	13,09%	9,40%
01/04/2008	17,00	1385,59	-2,58%	-1,06%
03/03/2008	16,66	1322,70	-2,00%	-4,54%
01/02/2008	16,60	1330,63	-0,36%	0,60%
02/01/2008	15,59	1378,55	-6,08%	3,60%
03/12/2007	17,38	1468,36	11,48%	6,51%
01/11/2007	18,25	1481,14	5,01%	0,87%
01/10/2007	17,65	1549,38	-3,29%	4,61%
04/09/2007	18,23	1526,75	3,29%	-1,46%
01/08/2007	16,80	1473,99	-7,84%	-3,46%
02/07/2007	17,16	1455,27	2,14%	-1,27%
01/06/2007	18,47	1503,35	7,63%	3,30%
01/05/2007	17,61	1530,62	-4,66%	1,81%
02/04/2007	17,41	1482,37	-1,14%	-3,15%
01/03/2007	16,47	1420,86	-5,40%	-4,15%
01/02/2007	16,48	1406,82	0,06%	-0,99%
03/01/2007	18,03	1438,24	9,41%	2,23%
01/12/2006	18,43	1418,30	2,22%	-1,39%
01/11/2006	17,97	1400,63	-2,50%	-1,25%
02/10/2006	17,63	1377,94	-1,89%	-1,62%
01/09/2006	18,28	1335,85	3,69%	-3,05%
01/08/2006	17,25	1303,82	-5,63%	-2,40%
03/07/2006	16,49	1276,66	-4,41%	-2,08%
01/06/2006	15,72	1270,20	-4,67%	-0,51%
01/05/2006	16,72	1270,09	6,36%	-0,01%
03/04/2006	15,78	1310,61	-5,62%	3,19%
01/03/2006	15,31	1294,87	-2,98%	-1,20%
01/02/2006	15,08	1280,66	-1,50%	-1,10%
03/01/2006	14,76	1280,08	-2,12%	-0,05%
01/12/2005	14,12	1248,29	-4,34%	-2,48%
01/11/2005	14,39	1249,48	1,91%	0,10%
03/10/2005	14,07	1207,01	-2,22%	-3,40%
01/09/2005	15,21	1228,81	8,10%	1,81%
01/08/2005	15,30	1220,33	0,59%	-0,69%
01/07/2005	15,08	1234,18	-1,44%	1,13%
01/06/2005	15,70	1191,33	4,11%	-3,47%
02/05/2005	15,90	1191,50	1,27%	0,01%
01/04/2005	15,89	1156,85	-0,06%	-2,91%
01/03/2005	16,20	1180,59	1,95%	2,05%
01/02/2005	16,30	1203,60	0,62%	1,95%

03/01/2005	16,56	1181,27	1,60%	-1,86%
------------	-------	---------	-------	--------

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Yahoo Finance [en línea]. [Consulta 03 marzo 2015].

Para lograr el objetivo planteado, se sugiere llevar adelante el siguiente esquema de clase, considerando que tendrá una duración de 90 minutos.

Para comenzar, en los primeros 15 minutos, se aconsejan las siguientes preguntas disparadoras:

-¿Cuál es el problema de Charly Andrew?

El alumno debería identificar que el problema del caso es la selección de los criterios de valuación de la compañía que le permita determinar si es conveniente comprar acciones de Mondelez para lograr su objetivo del retiro.

-¿Quiénes son los actores caso?

Charlie Andrew

Mondelez

Mars

Nestlé

Mercados emergentes

-¿Cuáles son los hechos relevantes del caso?

Los hechos relevantes del caso son el crecimiento del PBI mundial, el momento que está atravesando el sector de las golosinas, la estrategia de Mondelez y su situación económico-financiera.

-¿Que acción podría elegir el actor principal?

El actor principal decide analizar una empresa del sector alimenticio, por recomendación de un colega que ya ha incorporado a su cartera la acción realizando un análisis exhaustivo y riguroso acerca de cada variable clave. Entre sus acciones posibles se encuentran la compra de un gran número de acciones de Mondelez, no comprar o realizar una compra moderada.

Para articular el marco teórico del presente trabajo final con el caso de estudio, se recomiendan las siguientes preguntas de desarrollo (60 minutos):

-¿Cuáles son las marcas que permiten a la compañía lograr su estrategia?

El alumno deberá identificar las marcas de la firma para definir la estrategia utilizada.

Entre ellas se destacan: los chocolates Cadbury y Milka, las galletas Oreo, Nabisco, jugo en polvo Tang y los chicles Trident. Las marcas serán las que permitirán a Mondelez proporcionar un rendimiento financiero de primer nivel y ser un gran lugar para trabajar.

-¿Cuáles son las características del sector y la competencia en los que se desenvuelve Mondelez?

El alumno deberá identificar a través del análisis de las 5 fuerzas de Porter, las características del sector.

Poder de negociación de los proveedores: En lo que respecta a Commodities, como el café, harina y cacao entre otros, los precios están determinados por el mercado a nivel mundial, entonces los proveedores tienen un nivel de negociación alto. Pero en el resto de insumos que no tienen precio internacional el poder de negociación de los proveedores es bajo, debido a que puede conseguir mejores precios por los volúmenes que maneja a través sus compras.

Amenazas de nuevos entrantes: Constantemente ingresan nuevos jugadores en la industria alimenticia o se fusionan generando nuevos competidores. Si bien Mondelez tiene espaldas para soportar cualquier competencia, debe estar alerta constantemente, ya que, si se mantiene en un nivel de precio bajo en sus acciones puede ser adquirida por otra compañía.

Poder de negociación de los clientes: La firma tiene muy bien descentralizada sus ventas alrededor al mundo, logrando que sus ventas no dependan de un grupo minoritario, por ello el poder de negociación de los clientes es medio-bajo

Amenazas de productos sustitutos: Debido a que las marcas que comercializa Mondelez son productos de primera calidad, en caso de producirse una desaceleración de la economía mundial y la población perdiera poder adquisitivo, va a optar por consumir segundas marcas o marcas más económicas, quitándole ventas. Por otro lado si bien la firma invierte en productos saludables, una inclinación hacia la comida natural podría ser un sustituto que perjudicaría en algunos aspectos.

La competencia en el mercado: La competencia más directa de Mondelez en términos globales son Mars y Nestlé con quienes se reparte el 40% del mercado de snacks. A su vez también, en cada país donde se desenvuelve existen competidores locales, que conocen más profundamente a sus consumidores y tienen mayor flexibilidad, ya que, solo compiten en un mercado más regional y no tan amplio y generalizado como Mondelez. La competencia en este sector reduce claramente la rentabilidad.

-¿Cuáles son las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de Mondelez?

El alumno deberá realizar el análisis FODA de Mondelez

FORTALEZAS

- Fuerte presencia a nivel mundial
- Líder en mercado de chocolate y galletas
- Productos de primer nivel
- Portafolio de marcas con peso en el mercado y conocidas mundialmente
- Gran respaldo económico que permite realizar grandes inversiones

OPORTUNIDADES

- Crecimiento de la población y clase media mundial
- Bajas tasas de financiación
- Desarrollo tecnológico que permite innovar en productos

DEBILIDADES

- Reducción del RPN de la compañía
- Al aumentar la variedad de productos y el alcance geográfico se hace más compleja la distribución
- Falta de disponibilidad local de algunos insumos

AMENAZAS

- Fortalecimiento del dólar frente a las monedas de países emergentes
- Falta de abastecimiento de cacao
- Fuerte competencia a nivel mundial
- Volatilidad de los mercados emergentes
- Una parte importante de los productos de la empresa utilizan como insumos trigo y cacao (commodities), los márgenes del negocio se ven afectados por la volatilidad de los precios en el mercado internacional

-¿Cuáles son las variables clave de Mondelez para el análisis?

El alumno deberá detectar y analizar las variables clave de Mondelez:

Materias Primas: Los granos de cacao, principal insumo para la producción de chocolates, está atravesando una etapa crítica de cara al futuro, si continua con el creciente consumo actual se correría el riesgo de no poder abastecer la demanda para el año 2020. Esto provocaría un aumento considerable del commodity, teniendo que replantear la estrategia a utilizar a futuro en torno a los chocolates.

Consumo de Golosinas: En los últimos 40 años el consumo de golosinas se incrementó notablemente, tanto por el aumento de la población como por el cambio de hábito de los consumidores de reemplazar una de sus comidas por snacks. Pero el principal desafío de actual es el desarrollo de productos saludables.

Mercados emergentes: Las operaciones en estos mercados exponen a la compañía a riesgos políticos, económicos y reglamentarios.

Si no se logra aumentar con éxito el negocio en los mercados emergentes y gestionar la política económica y riesgos regulatorios, la condición financiera y resultados de operación podrían verse afectados de manera negativa.

-¿Cuál es la situación económico- financiera de la firma?

Se plantea que el alumno determine los ratios económicos y financieros para entender cómo se encuentra hoy y cómo ha evolucionado la empresa en los últimos años, para poder comprender si ha crecido o se ha fortalecido a través del tiempo.



	2014	2013	2012	2011	2010	Variación
Indicadores Economicos						
RPN- Rentabilidad del Patrimonio Neto	7%	12%	9%	10%	13%	-46%
RIT- Rentabilidad de la Inversión Total	5%	5%	4%	7%	7%	-33%
MARGEN S/VTAS	9%	11%	10%	12%	12%	-18%
ROT INVERSION	49%	48%	41%	57%	61%	-19%
APAL FINANCIERO	1,82	1,37	1,22	1,90	1,68	8%
EFEECTO FISCAL	0,86	0,97	0,91	0,74	0,69	26%
Punto de Equilibrio	21.646,73	22.188,74	21.938,73	35.349,77	31.304,75	-31%
Ventas Actuales	34.244	35.299	35.015	54.365	49.207	-30%
Margen de seguridad	0,3679	0,3714	0,3734	0,3498	0,3638	1%
MG CONTRIBUCION	0,385	0,388	0,396	0,366	0,381	1%
Indicadores Financieros						
Análisis de Cobertura de la Liquidez	4,30	4,07	4,82	2,78	3,16	36%
Liquidez corriente disponible	0,84	0,92	1,05	0,88	1,04	-19%
Liquidez corriente necesaria	0,19	0,23	0,22	0,32	0,33	-41%

La situación económica de la compañía es buena, ya que su RPN es superior a la inflación y a la tasa libre de riesgo. Cuando se analiza la evolución de los últimos del RPN en los últimos 5 años se observa que ha disminuido notablemente en 46%, debido a su disminución de la RIT en un 33% determinado por una menor rotación de inventario y la disminución del margen de ventas. Esta evolución negativa viene dada por una decisión de la compañía en el año 2012 de dividir sus negocios en Estados unidos con el resto del mundo. Si bien sus ventas se redujeron un 30%, también lo hicieron en la misma proporción los costos, es por ello que el margen de contribución se mantuvo prácticamente igual. La diferencia principal de la evolución viene dada por los gastos de reestructuración de la división anteriormente mencionada y por las ganancias que la compañía obtuvo por operaciones discontinuadas que en el año 2014 ya no obtuvo. El apalancamiento ha aumentado y eso es bueno porque el costo de la deuda es menor a la rentabilidad de Mondelez.

-¿Qué tasa de descuento utilizó y como la determinó el decisor?

Se espera que el alumno utilice las herramientas que ofrece el CAPM.

COSTO DE CAPITAL (Ke)

Se estimará el Ke de la compañía a través del modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model). De acuerdo con este modelo se utilizarán los siguientes datos:

Rf: Risk Free (tasa libre de riesgo)

B: Beta de la compañía

Rm: Risk Market

Rp: Risk Premium

Para llegar a la siguiente formula:

$$\mathbf{Ke = Rf + B * (Rm - Rf)}$$

Para la determinación de los datos se han utilizado diversas fuentes:

Para obtener la Risk free se tomará la tasa de interés de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 30 años. La tasa es de 2,56%.

En lo que refiere al Beta de la firma, se determinará en base a los datos obtenidos de los últimos 10 años (por considerarlo un lapso de tiempo prudente referido tanto para la empresa como para el mercado) referidos a la cotización de Mondelez y el S&P 500.

Para la Risk Premium, que es la cuota que los inversores pagan al asumir el riesgo de comprar acciones, por encima de la tasa libre de riesgo, que en este caso es la tasa de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 30 años. La prima de riesgo utilizada es de 5,75%, que fue obtenida de un promedio de 60 años por Damodaran.

RIESGO PAÍS

Debido a que la firma mantiene operaciones en más de 165 países se consideró una ponderación del riesgo país, ya que, el 30% proviene de mercados emergentes.

Las dos maneras de ajustar el riesgo país son:

- Ajustar la tasa de descuento
- Ajustar los cash flow esperados

En esta valuación se decidió la utilización del primero:

$$E(R) = R_f + \beta (ERP_m) + EMBIG$$

Para la determinación de los puntos básicos del riesgo país mundial se tomó el riesgo país medido por JP Morgan para mercados emergentes (EMBIG) que es de 411 puntos básicos.

Posteriormente se ponderó esta tasa por el 30%, que es el porcentaje de facturación de Mondelez en países emergentes. Con lo cual, la tasa a ser utilizada es la siguiente:

$$EMBIG = 4,11\% * 30\% = 1,23\%$$

La fórmula planteada utiliza los siguientes datos:

$$B = 0,633$$

$$R_f = 2,56\%$$

$$R_p = 5,75\%$$

$$CRP = 1,23\%$$

Ahora se está en condiciones de calcular el K_e

$$K_e = 2,56\% + 0,633 * (5,75\%) + 1,23\%$$

Esto arroja en K_e de 7,40%

Una vez obtenido el K_e se procederá al cálculo del WACC (del inglés Weighted Average Cost of Capital), para el descuento de flujos de fondos de la firma, y así obtener su VA.

Habiendo obtenido el K_e se utilizarán los siguientes datos necesarios para conocer el costo promedio de capital.

$$WACC = K_d * D/V * (1-t) + K_e * E/V$$

$$D/V = 0,38$$

$$E/V = 0,62$$

$$K_d = 4,6\%$$

$$K_e = 7,4\%$$

$$t = 26\%$$

Donde D/V es el ratio que indica el valor de la deuda de mercado de la compañía sobre el valor de la misma arrojando un 38% y E/V es el valor del Equity sobre el valor de la empresa en el mercado. Estos ratios fueron tomados del 10K presentado por la firma en 2014.

El costo de la deuda (K_d) se estimó haciendo una ponderación de las deudas de largo plazo en los diversos tipos de cambio de cada una (en millones):

TASA FINANCIACION PROMEDIO					
		DEUDA	TASA FINANCIACION	PONDERACION	INTERES
EN DOLARES		10873	5,13%	0,71	557,78
EN EUROS		3918	3,03%	0,26	118,72
EN LIBRAS ESTERLINAS		573	5,44%	0,04	31,17
TOTAL DEUDA		15364		1,00	707,67
				Kd	4,6%

$$WACC = 0,38 * 0,046 * 0,74 + 0,074 * 0,62$$

$$WACC = 5,90\%$$

El valor calculado es el costo de capital promedio ponderado de Mondelez

-¿Qué flujos se utilizan para la valuación de la compañía?

Una vez obtenida la tasa de descuento de flujos se determinarán los flujos futuros.

PROYECCIONES

Todos los datos utilizados para el análisis y las proyecciones son expresados en millones de Dólares estadounidenses.

ESTADO DE RESULTADOS

Respecto a las proyecciones de la compañía se consideró realizarlas en un período de tiempo de 10 años. Se tomó este período de tiempo, debido, que de tomarse una cantidad de años menor repercutiría negativamente en el valor de la Compañía, ya que, se vería fuertemente influenciada por el valor de la perpetuidad. Y no se utilizó una proyección de más de una década, debido a que, esto es recomendable para empresas que han sido recientemente creadas y este no es el caso de Mondelez, que es una empresa madura.

VENTAS

La compañía ha crecido durante décadas en un mercado que cada vez cuenta con mayor competencia tanto a nivel internacional como a nivel regional y local. Como se ha mencionado anteriormente, solo 3 empresas dominan el mercado de los snacks (Mars, -Mondelez y Nestlé) con un 40% del mercado, y esta no es la única competencia a la cual debe enfrentar Mondelez. También debe lidiar en cada punto de venta con los competidores locales. Esto conlleva a que la firma deba ajustar los márgenes de ganancia.

Respecto de las ventas futuras se comenzó teniendo en consideración las proyecciones de crecimiento del PBI mundial y se consideró un promedio de 3,0% para los próximos años.

A su vez se analizó la Tasa de Crecimiento Sustentable (ROE x tasa de retención de utilidades)

El ROE de los últimos 3 años arroja un promedio de 9,45%. Y los dividendos fueron de un ratio de 0,40. Por consiguiente la tasa de crecimiento para Mondelez manteniendo su estructura de capital es de 3%.

	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NET REVENUES	\$ 35.271	\$ 36.329	\$ 37.419	\$ 38.542	\$ 39.698	\$ 40.889	\$ 42.116	\$ 43.379	\$ 44.681	\$ 46.021

COSTOS

En este aspecto Mondelez ha mejorado de manera constante, a través, de ahorro de costos y mejora de la productividad. La compañía está tomando algunos pasos importantes para mejorar los márgenes, el flujo de caja y el rendimiento sobre el capital invertido. Se espera que su nuevo plan de reestructuración genere ahorros anualizados de al menos \$ 1,5 mil millones en 2018. El programa está acelerando el ahorro de costos de la cadena de suministro y la reducción de los gastos generales a través de despidos, venta de activos y la implementación de un sistema presupuestario (PBC). Los ahorros del programa no sólo amplían los márgenes, sino también financian iniciativas de crecimiento, como la racionalización de la infraestructura y los procesos internos.

Luego de haber analizado los costos de Mondelez en sus 5 años anteriores se observó que eran en promedio un 60% de las ventas, número que de acuerdo a la reducción de costos se espera reducir en un 1% anual hasta 2019 donde permanecerá constante hasta 2024.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NET REVENUES	\$ 35.271	\$ 36.329	\$ 37.419	\$ 38.542	\$ 39.698	\$ 40.889	\$ 42.116	\$ 43.379	\$ 44.681	\$ 46.021
COST OF SALES	\$ 21.163	\$ 21.434	\$ 21.703	\$ 21.969	\$ 22.231	\$ 22.898	\$ 23.585	\$ 24.292	\$ 25.021	\$ 25.772
GROSS PROFIT	\$ 14.109	\$ 14.895	\$ 15.716	\$ 16.573	\$ 17.467	\$ 17.991	\$ 18.531	\$ 19.087	\$ 19.659	\$ 20.249

GASTOS DE ADMINISTRACION, COMERCIALIZACION Y GENERALES

Mondelez ha separado su negocio de alimentos en Estados Unidos bajo el nombre de Kraft Foods, pasándose a llamar en el resto del mundo Mondelez. La compañía todavía operaba bajo el nombre Kraft Foods hasta el año 2012 en el cual se produce dicha apertura. A pesar de ello y del descenso de las ventas debido a la separación de esta unidad de negocios, los gastos Generales, de Administración y Comercialización siguieron el orden de un promedio del 24% respecto de las ventas a lo largo de estos años.

Considerando la relación casi perfecta de estos gastos respecto del nivel de ventas se siguió utilizando dicho porcentaje aunque debido a su programa de reducción de gastos y costos se optó por tomar a partir de 2018, año en el cual finaliza el programa, una tasa del 23% debido al ahorro generado por este plan.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NET REVENUES	\$ 35.271	\$ 36.329	\$ 37.419	\$ 38.542	\$ 39.698	\$ 40.889	\$ 42.116	\$ 43.379	\$ 44.681	\$ 46.021
COST OF SALES	\$ 21.163	\$ 21.434	\$ 21.703	\$ 21.969	\$ 22.231	\$ 22.898	\$ 23.585	\$ 24.292	\$ 25.021	\$ 25.772
GROSS PROFIT	\$ 14.109	\$ 14.895	\$ 15.716	\$ 16.573	\$ 17.467	\$ 17.991	\$ 18.531	\$ 19.087	\$ 19.659	\$ 20.249
SELLING, GENERAL AND ADMINISTRATIVE EXPENSES	\$ 8.465	\$ 8.719	\$ 8.981	\$ 8.865	\$ 9.131	\$ 9.404	\$ 9.687	\$ 9.977	\$ 10.277	\$ 10.585
EBITDA	\$ 5.643	\$ 6.176	\$ 6.735	\$ 7.708	\$ 8.337	\$ 8.587	\$ 8.844	\$ 9.110	\$ 9.383	\$ 9.664

AMORTIZACIONES

Al tratarse de una compañía madura se tomó en cuenta el porcentaje de amortización de activos fijos de los últimos 5 años, y estos arrojaron un porcentaje que se mantuvo entre 1,8% y 2%, con lo cual se tomará una amortización del 1,9% para los años futuros

EBITDA	\$ 5.643	\$ 6.176	\$ 6.735	\$ 7.708	\$ 8.337	\$ 8.587	\$ 8.844	\$ 9.110	\$ 9.383	\$ 9.664
DEPRECIACIONES	\$ 1.078	\$ 1.110	\$ 1.143	\$ 1.178	\$ 1.213	\$ 1.249	\$ 1.287	\$ 1.325	\$ 1.365	\$ 1.406
EBIT	\$ 4.566	\$ 5.066	\$ 5.592	\$ 6.531	\$ 7.124	\$ 7.337	\$ 7.558	\$ 7.784	\$ 8.018	\$ 8.258

INTERESES

Luego de revisar los intereses de los últimos 5 años, se observa que estos son en promedio el 5% de los pasivos no corrientes, con lo cual estimamos los intereses futuros en torno a ese porcentaje, considerando que los pasivos no corrientes van a aumentar en la misma proporción que las ventas.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	\$ 4.566	\$ 5.066	\$ 5.592	\$ 6.531	\$ 7.124	\$ 7.337	\$ 7.558	\$ 7.784	\$ 8.018	\$ 8.258
INTERES AND OTHER EXPENSES, NET	\$ 334	\$ 344	\$ 354	\$ 365	\$ 375	\$ 387	\$ 398	\$ 410	\$ 423	\$ 435
EBT	\$ 4.232	\$ 4.722	\$ 5.238	\$ 6.166	\$ 6.748	\$ 6.951	\$ 7.159	\$ 7.374	\$ 7.595	\$ 7.823

IMPUESTOS

La compañía se desenvuelve alrededor de todo el mundo ofreciendo sus productos en diversas monedas y tasas impositivas. En los últimos 5 años sus impuestos tomaron tasas impositivas que van desde el 2,5% al 26% debido a su reciente separación de Kraft Foods, también debido a su participación en mercados emergentes y reversiones de impuestos.

Por lo cual se considerará una tasa impositiva menor al 35% utilizada en los Estados Unidos a fin de representar la tasa real de la compañía. Utilizando una tasa del 26%. Esta tasa es la tasa promedio anterior a su apertura de Kraft Foods.

EBT	\$ 4.232	\$ 4.722	\$ 5.238	\$ 6.166	\$ 6.748	\$ 6.951	\$ 7.159	\$ 7.374	\$ 7.595	\$ 7.823
Provision for income taxes	\$ 1.100	\$ 1.228	\$ 1.362	\$ 1.603	\$ 1.755	\$ 1.807	\$ 1.861	\$ 1.917	\$ 1.975	\$ 2.034
Earnings from continuing operations	\$ 3.132	\$ 3.495	\$ 3.876	\$ 4.563	\$ 4.994	\$ 5.144	\$ 5.298	\$ 5.457	\$ 5.620	\$ 5.789

EVALUACION ESTADOS CONTABLES

Al considerar la madurez de Mondelez debido a sus años de trayectoria y a su tasa de crecimiento analizada anteriormente, se tomará como inversión en CAPEX el mismo porcentaje de variación que el de las ventas.

WORKING CAPITAL

Mientras que el Working Capital o Capital de trabajo viene dado por la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Se considerará una inversión del 5% de las ventas que es la inversión promedio realizada en los últimos 10 años. A continuación se exponen las variaciones del Capex y el working capital.

VAR. WORKING CAPITAL	\$ (4.021)	\$ (53)	\$ (54)	\$ (56)	\$ (58)	\$ (60)	\$ (61)	\$ (63)	\$ (65)	\$ (67)
INVERSIÓN EN CAPEX	\$ (2.730)	\$ (2.811)	\$ (2.896)	\$ (2.983)	\$ (3.072)	\$ (3.164)	\$ (3.259)	\$ (3.357)	\$ (3.458)	\$ (3.561)

FLUJO DE FONDOS FUTUROS DE LA FIRMA

Para la valuación de la Compañía se utilizarán los flujos de fondos futuros de la firma (FCFF) a partir de los datos determinados anteriormente.

NET INCOME	3187	3635	4071	4839	5347	5561	5784	6015	6255	6506
DEPRECIACIONES	1096	1155	1201	1249	1299	1351	1405	1461	1519	1580
INTERESES * (1 - t)	251	265	275	286	298	309	322	335	348	362
VARIACION WORKING CAPITAL	-4021	-53	-54	-56	-58	-60	-61	-63	-65	-67
-CAPEX	-2.730	-2.811	-2.896	-2.983	-3.072	-3.164	-3.259	-3.357	-3.458	-3.561
FLUJO DE FONDOS FUTUROS DE LA FIRMA	-2216	2190	2597	3335	3813	3997	4189	4390	4600	4819

INFLACIÓN

Como se ha mencionado, el Ke ha sido ajustado por el riesgo país en mercados emergentes, y de la misma manera se ajustará la tasa del WACC de acuerdo a la inflación. Y debido a que se tomó la Rf de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, se tomará la inflación para la moneda (U\$S). La cual alcanza el orden del 1%

Entonces:

$$(1+WACC) = (1+WACC_{real}) \cdot (1+Inflación)$$

Con lo cual el WACC_{real} es de 4,85%

PERPETUIDAD

Una vez obtenidos los flujos de fondos de la compañía se determinará el valor de la perpetuidad a fin de obtener el Valor Actual de Mondelez.

Para ello se utilizará el modelo de perpetuidad de Gordon. Este es un modelo teórico que se basa en la suposición de que el valor de la empresa es igual al valor actual de todos dividendos que se paguen durante la vida de la empresa, que se supone sea infinita. En el análisis en lugar de los dividendos, se utilizarán los flujos de fondos futuros

$$P = FCFF1 / (WACC - g)$$

Donde:

$$FCFF1 = FCFF0 \cdot (1 + g)$$

g= tasa de crecimiento de la compañía.

PERPETUIDAD	=	$\frac{4819 \cdot 1,03}{0,0485 - 0,03}$	=	267.912	\$
--------------------	---	---	---	----------------	-----------

Esta perpetuidad así como los flujos de fondos estimados entre los años 2015 y 2024 serán descontados por el WACC para obtener el valor actual de la firma.

-¿Cuál es el valor de la firma bajo análisis?

Una vez conocidos los flujos de fondos futuros, tasa de descuento y perpetuidad se determinará el valor de cada acción dividiendo el valor presente por la cantidad de acciones en circulación.

VALOR PRESENTE SIN PERPETUIDAD	\$ 22.923
VALOR PRESENTE DE LA PERPETUIDAD	\$ 160.000
VALOR PRESENTE NETO	\$ 182.923
CANTIDAD DE ACCIONES	1,63 BILLONES
VALOR POR ACCION	\$ 112,22

Luego y para finalizar la clase, se aconseja realizar las siguientes preguntas de cierre (15 minutos):

-¿Qué decisión le recomendarían a Charly? ¿Por qué?

Una vez realizados los análisis correspondientes se puede observar que Mondelez es una empresa que tiene potencial tanto por sus bases sólidas y como por el crecimiento que viene desarrollando el sector en el cual se desenvuelve.

Al comparar el valor actual de cada acción de la compañía determinado anteriormente de U\$S112,22, se ve un valor superior al precio al cual cotizan sus acciones de U\$S44,22. Debido a que la empresa se encuentra subvaluada y a que la empresa distribuye un promedio del 40% de sus ganancias, se recomienda a Charly Andrew incorporar la acción de Mondelez a su portafolio.

BIBLIOGRAFÍA

BLOOMBERG BUSINESS [en línea]. [Consulta 10 junio 2015]
<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>

BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. *Principios de Finanzas Corporativas*. 5a ed. Madrid: Mc Graw Hill, 2010.

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 1ª ed. New York: J. Wiley & Sons, 1994

DAMODARAN ON LINE [en línea]. [Consulta 5 Enero 2015]
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

GRAHAM, Benjamín. *El inversor inteligente*. 5ta ed. Barcelona: Deusto, 2007

JPMORGAN [en línea]. [Consulta 6 Junio 2015]
<https://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/investbk/solutions/research/EMBI>

LAS 5 FUERZAS DE PORTER [en línea]. [Consulta 25 agosto 2015]
<http://www.5fuerzasdeporter.com>

LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo. *Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano*. 3a ed. Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino, 2013.

MONDELEZ INTERNATIONAL [en línea]. [Consulta 22 noviembre 2015]
<http://www.mondelezinternational.com/brand-family>

PALEPU, Krishna, HEALY, Paul y BERNARD, Víctor. *Análisis y Valuación de Negocios*. 2a ed. México, DF: Thomson Learning, 2002.

PORTER, Michael. *Estrategia competitiva Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. 2a ed. México, DF: Rei CECSA, 1982

PORTER, Michael. *Ventaja Competitiva: creación y sostenimiento de un desempeño superior*. 1a ed. Buenos Aires: CECSA, 1987.



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDE

ROSS, Stephen, WESTERFIELD, Randolph y JORDAN, Bradford. *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. 2a ed. Nueva York: Irwin, 1996.

WORLD BANK [en línea]. [Consulta 05 marzo 2015]
[http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2015a/pdfs/GEP15a_web_full.p
df](http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2015a/pdfs/GEP15a_web_full.pdf)

YAHOO FINANCE [consulta 03 marzo 2015][http://finance.yahoo.com/.](http://finance.yahoo.com/)