



UNIVERSIDAD ARGENTINA DE LA EMPRESA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
CARRERA DE FINANZAS

Valuación de Campbell Soup Company

CAVACO BRAZAO, CARLA MELINA

KASPRZYCKI, ANIELA

Director de Tesis: Magister, Dominga Del Rosario Amarfil

Tesis para optar al grado de Licenciado en Finanzas

Diciembre 2016

ABSTRACT

The main purpose of this research is to value the American company Campbell Soup Company, using the Discounted Free Cash Flow method and Multiples method. It has been made a projection to ten years of financial statements of the company was conducted to determine the cash flows of each year and then brought to present value using the discount rate Weighted Average Cost of Capital of the Company.

The investigation will carry organize financial information, to know their current situation and market situation. This work can be used as a management tool to maximize the value of the Company.

RESUMEN

Este trabajo de investigación tiene como fin principal valuar la empresa norteamericana Campbell Soup Company, utilizando el método flujo de caja libre descontado y el método múltiplos. Se realizó una proyección a diez años de los estados financieros de la compañía para determinar los flujos de caja de cada año y luego se traen a valor presente mediante la tasa de descuento Costo de Capital Promedio Ponderado de la empresa.

La investigación permitirá organizar la información financiera, para poder conocer su situación actual y su situación de mercado. Este trabajo puede ser utilizado como herramienta de gestión para maximizar el valor de la Compañía.

INDICE

Introducción.....	- 5 -
Sección I – Conceptos Básicos de Finanzas para Valuar una Empresa.....	- 7 -
1.1. Métodos de Valuación.....	- 7 -
1.2. Tasas de Descuento	- 8 -
1.2.1. Weighted Average Cost of Capital “WACC”	- 8 -
1.2.2. Costo del Capital “KE”	- 9 -
1.2.3. Costo de la Deuda “KD”	- 12 -
1.2.4. Estructura de Capital	- 14 -
Sección II – Industria Alimenticia.....	- 15 -
2.1. Descripción de la Industria Alimenticia.....	- 15 -
2.1.1. La Industria Alimenticia en el Mundo	- 15 -
2.1.1.1. La Problemática del Hambre en el Mundo	- 16 -
2.1.1.2. La Problemática del Hambre: Campbell y sus Acciones	- 18 -
2.1.2. La Industria Alimenticia en Estados Unidos.....	- 21 -
2.2. Análisis del Sector Industrial: Porter	- 24 -
2.3. Industria de alimentos procesados y envasados en el mercado bursátil	- 25 -
Sección III – Campbell Soup Company	- 26 -
3.1. Historia de Campbell Soup Company	- 26 -
3.2. Características de la Empresa	- 28 -
3.3. Análisis FODA	- 29 -
Sección IV - Valuación	- 30 -
4.1. Análisis Financiero y Económico de la Empresa	- 30 -
4.2. Supuestos.....	- 32 -
4.3. Valuación Absoluta	- 33 -
4.4. Valuación Relativa	- 38 -
Conclusiones.....	- 40 -
Bibliografía	- 41 -
Bibliografía Impresa.....	- 41 -
Bibliografía Electrónica	- 41 -
Anexos	- 43 -

Introducción

En el presente trabajo de investigación procederemos a realizar una valuación de la empresa Campbell Soup Company al 02 de Agosto de 2016, utilizando los métodos conocidos como *Free Cash Flow to Firm* y Múltiplos.

Cabe destacar que Campbell Soup Company es una empresa cotizante en el mercado NYSE. Los estados contables con los que trabajaremos son descargados de su página web oficial, donde también encontramos informes y estadísticas que nos fueron de gran utilidad.

Para alcanzar el objetivo, hemos tomado cuenta de los últimos 5 balances emitidos por la compañía, analizando las distintas tendencias que muestran. Procederemos a describir la empresa, su estrategia, análisis FODA, estudiar la industria a la que pertenece y otras variables de importancia que resulten de interés a los efectos del presente trabajo.

Las variables que analizaremos nos permitirán realizar una proyección a 10 años de los estados financieros, con una tasa de crecimiento y de descuento que estimaremos para establecer los flujos de caja futuros de la compañía. Realizaremos una actualización del último balance anual cerrado en agosto 2015, con los trimestrales disponibles con fechas de noviembre, enero y mayo 2016.

Por otro lado, al estudiar la industria donde se encuentra la firma, fijaremos los competidores que más se asimilen a la misma y las analizaremos para elaborar la valuación por múltiplos.

En la primera sección del presente trabajo se desarrollará el marco teórico sobre el cual se basa la valuación.

En la segunda sección describiremos la industria en la cual se desarrolla la actividad de la empresa, se realiza un estudio sobre el entorno macroeconómico y el desarrollo de la problemática mundial del hambre, la cual genera un alto impacto en la empresa.

En la tercera sección describiremos la empresa desde sus comienzos. Además se realiza un análisis del negocio, definiendo las variables más significativas como su estrategia.

En la cuarta sección se podrá encontrar la valuación realizada de acuerdo a lo expuesto en la primera sección del presente trabajo.

Sección I

Conceptos Básicos de Finanzas para Valuar una Empresa

En la siguiente sección describiremos los conceptos financieros básicos que utilizaremos a lo largo de esta investigación.

1.1. Métodos de Valuación

Existen diversos métodos para aplicar a la hora de llevar a cabo la valuación de una compañía. Consideramos oportuno realizar una clasificación de los mismos, distinguiéndolos en absolutos y relativos.

Según el escritor Pablo Fernández (2005) desarrollaremos los conocimientos de este apartado.

Los métodos absolutos son aquellos en donde se determina el valor de la empresa luego de haber descontado flujos de fondos futuros estimados, a una tasa calculada previamente. Entre ellos podemos destacar: *Discounted Cash Flow (DCF)*, *Free Cash Flow to the Firm (FFCF)*, *Free Cash Flow to the Equity (FFCE)* y *Adjusted Present Value (APV)*. Desarrollaremos el método *Free Cash Flow to the Firm*, que usaremos en la valuación de Campbell.

Comenzaremos por definir *Free Cash Flow to the Firm*. Este método nos permite calcular el valor de una compañía a partir del descuento de flujos de fondos futuros que la misma pueda generar. La tasa que se aplicará será el costo promedio ponderado de la empresa (WACC), que explicaremos en el apartado 1.2.

El valor de la empresa entonces se determinara con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Free Cash Flow to the Firm}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Donde,

Free Cash Flow to the Firm t es el flujo del período “ t ” que se calcula con la siguiente formula:

FCFF = EBIT * (1-t) + Depreciaciones y amortizaciones +/- Flujo de Variación de capital de trabajo neto +/- Flujo de Variación de activos fijos

n : plazo del activo

EBIT: representa las ganancias antes de intereses e impuestos, proveniente del balance de la empresa, neto del efecto fiscal que ellas contienen.

t : es la tasa impositiva vigente para la empresa.

Depreciaciones y amortizaciones: se procede a sumarlas porque no representan una erogación de fondos, son una determinación contable para expresar el valor de los activos.

Variación en capital de trabajo: refleja aquellos cambios en activos corrientes y pasivos operativos, tales como las cuentas a cobrar, y proveedores.

Variación en activos fijos: muestra la inversión o desinversión que se ha realizado en los activos de largo plazo.

A continuación, desarrollaremos los métodos relativos que se basan en la comparación de los precios de la empresa con sus principales competidores. Dentro de esta clasificación, explicaremos el método de valuación por múltiplos, que también aplicaremos a la valuación de la empresa.

La valuación por múltiplos se determina a partir de la relación entre los precios de mercado y una medida contable, con lo que obtendremos el valor de la empresa. Esta técnica permite llevar a cabo una comparación entre empresas de una misma industria a través de estas divisiones.

Las medidas generalmente aplicadas son: precio/ganancias, precio/ganancias antes de impuestos e intereses, precio/ventas, precio/valor de libros, precio/flujos de fondos disponibles.

1.2. Tasas de Descuento

En el siguiente apartado mencionaremos cuales son las diversas opciones de tasas de descuento a utilizar para valorar una empresa.

1.2.1. Weighted Average Cost of Capital "WACC"

Para valorar una compañía según el método *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), debemos descontar los flujos proyectados a una tasa conocida como "*Weighted Average Cost Of Capital*" o Promedio Ponderado del Costo de Capital (WACC).

El WACC es una tasa que representa el costo que debe enfrentar la empresa para obtener financiamiento, ya sea, a través de endeudamiento con acreedores o por aportes de sus accionistas. También se reconoce como un costo de oportunidad de invertir en un negocio en particular en lugar de invertir en otros con riesgos similares. La fórmula para obtener dicha tasa es:

$$WACC = \frac{D}{D + E} KD (1 - T) + \frac{E}{D + E} KE$$

Siendo,

KD = Costo de la deuda.

KE = Costo del *Equity*.

T = Tasa de impuestos.

D = Es el valor total del pasivo de la empresa.

E= Es el valor total del patrimonio neto de la compañía.

1.2.2. Costo del Capital “KE”

El *Cost of Equity* o Costo del Capital (KE) es la rentabilidad mínima exigida por los inversores a un activo financiero, en función del riesgo y liquidez que este posea.

Existen diferentes teorías para la estimación del KE, nos basaremos en el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Según los escritores Elton, Gruber, Brown y Goetzman (2014), el modelo CAPM es un modelo de valoración de activos de capital, desarrollado por William Sharpe en el año 1964. En el mercado financiero se utiliza como una herramienta para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo financiero.

Este modelo se construye a partir de asumir los siguientes supuestos:

1. Los individuos son aversos al riesgo y maximizan la utilidad de su riqueza.
2. Los individuos no pueden afectar los precios y tienen expectativas homogéneas respecto a las varianzas-covarianzas y acerca de los retornos esperados de los activos.
3. El retorno de los activos sigue una distribución normal. Utilizando el retorno con la esperanza matemática y el riesgo con la desviación estándar.

4. Existe un activo libre de riesgo al cual los individuos pueden prestar y/o endeudarse en cantidades ilimitadas. El mercado de activos es perfecto. El acceso a la información es gratis y está disponible en forma instantánea para todos los individuos.
5. Los inversionistas son racionales.

El KE es estimado a partir de las siguientes tres variables, la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo de mercado y un “ajuste que refleja el grado de riesgo de la empresa con respecto al mercado” (Koller, Goedhart y Wessels, 2010), su fórmula es:

$$KE = RF + \beta (RM - RF)$$

Donde,

KE = Tasa de rendimiento del activo financiero a valorar.

RF = Rendimiento de un activo libre de riesgo de default.

B = Representa la sensibilidad de un activo financiero o un portafolio, con respecto al riesgo de mercado.

(RM-RF) = Retorno que devuelve el mercado sobre el activo libre de riesgo.

Siguiendo a Damodaran (2014) y Koller, Goedhart y Wessels (2010) los componentes del KE pueden estimarse de la siguiente manera:

Risk Free Rate o tasa libre de riesgo “RF”: representa el interés que un inversor espera de una inversión sin riesgo durante un período de tiempo específico. El activo financiero que represente la “RF” no debe tener riesgo de default, ni tampoco riesgo de reinversión. Es por ello que se recomienda el uso de títulos públicos de economías desarrolladas. El plazo debe ser coherente con el plazo de la proyección de flujos realizada.

En la práctica se utiliza el rendimiento de un bono del tesoro norteamericano a 10 años.

Market Risk Premium o prima de riesgo del mercado “RM – RF”: representa la diferencia entre el rendimiento esperado de la cartera de mercado y la tasa libre de riesgo. Los rendimientos del mercado se basan en la rentabilidad esperada de un índice de referencia amplio, tal como el S&P 500 compuesto por 500 grandes

empresas, según su capitalización de mercado, que poseen acciones en las bolsas NYSE o NASDAQ. Hay varias maneras de estimarlo. Tales como: encuestas, prima histórica, prima de riesgo implícita, entre otras.

La prima histórica, se encarga de estimar cuanto fue en promedio este valor. Para ello se asume que el riesgo de la economía y la aversión al mismo no van a variar. Básicamente se deben tomar tres decisiones y es por ello que puede haber dispersión en la tasa. La primera de ellas es el período de tiempo. Esta decisión está relacionada con el tiempo que voy a mirar hacia atrás para calcular dicha prima;

“dada la falta de una tendencia clara y una significativa volatilidad de los períodos más cortos, se debe utilizar la serie de tiempo más largo posible” (Koller, Goedhart y Wessels, 2010).

La segunda decisión reside en la elección de la RF, la cual debe ser coherente con la RF elegida anteriormente como componente del KE, aunque la prima de riesgo no puede desagregarse. La tercera decisión pasa por elegir entre un promedio aritmético o un promedio geométrico, Koller (*Koller, Goedhart y Wessels, 2010*) recomienda usar el aritmético por un período de 10 años, Damodaran (*Aswath Damodaran, 2014*) recomienda el promedio geométrico.

Esta tasa, en economías maduras, suele posicionarse entre un 4.5% y un 5.5% anual.

Para calcularla debemos recopilar información. El primer paso es obtener y descargar los precios de los valores del tesoro según la periodicidad elegida y luego calcular el rendimiento de cada salto en la información (por cada mes por ejemplo). Se utilizará el logaritmo natural del precio de cierre ajustado en cada mes (a modo de ejemplo) por el cierre del mes anterior ajustado. El segundo paso es obtener y descargar los precios del índice representativo elegido y calcular el rendimiento del mismo, como lo hicimos en el primer paso para el *risk free*. Por último, la prima de riesgo del mercado es igual al rendimiento medio esperado del mercado menos la tasa de rendimiento del *risk free*.

Beta “β”: representa la sensibilidad de un activo financiero con respecto al mercado. Básicamente hay tres maneras de estimarlo: *Historical Market Betas, Fundamental Betas o Accounting Betas*.

Mediante el primer método mencionado debemos tomar tres decisiones. La primera decisión se refiere al período de tiempo a considerar. ¿Cuánto tiempo nos remontaremos hacia atrás? Se recomienda tener alrededor de 60 datos, con lo cual podríamos relevar datos mensuales de los últimos 5 años. No es recomendable tomar datos anteriores puesto que las estructuras empresariales y los niveles de apalancamiento han ido cambiando. La segunda decisión está estrechamente relacionada con la primera y se trata del intervalo de tiempo. Cuantos más datos tenemos, podremos contar con información más precisa. La tercera decisión es el índice de mercado a elegir, se recomienda tomar un índice representativo.

Este método sólo sirve si el activo financiero cotiza en bolsa, aunque arroja niveles considerables de error estadístico.

Para calcularlo según las decisiones tomadas, debemos recopilar información; en nuestra investigación utilizaremos la página de “Yahoo Finance” para acceder a la información bursátil necesaria. El primer paso es obtener y descargar los precios de cierre de las acciones según la periodicidad elegida, (sólo utilizaremos los precios ajustados). En el segundo paso, debemos calcular el rendimiento de cada salto en la información (por cada mes por ejemplo). Utilizaremos el logaritmo natural del precio de cierre ajustado en cada mes dividido el cierre del mes anterior ajustado. El paso siguiente será calcular la varianza y la covarianza del rendimiento del activo con respecto al rendimiento del mercado. El cociente entre la covarianza (cov) y la varianza (var) nos dará el resultado del Beta.

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i; R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Donde,

R_i = Rendimiento de un activo financiero.

R_m = Rendimiento de la cartera de mercado.

1.2.3. Costo de la Deuda “KD”

El costo de la deuda representa el costo de la firma al pedir financiamiento de terceros, el mismo esta medido en base al grado de incumplimiento de la empresa. Se representa de la siguiente manera:

$$KD = (RF + \text{Default Spread})x (1 - T)$$

Siendo,

KD = Costo de la deuda.

RF = Rendimiento de un activo financiero libre de riesgo de default.

Default Spread = Riesgo de Impago.

T = Tasa de impuestos.

Para calcular el *Default Spread* podemos utilizar los bonos a largo plazo que haya emitido la empresa, conocidos como Obligaciones Negociables (ON); el precio, el cupón y la madurez. El *spread* es la diferencia entre el rendimiento de la ON emitida por la empresa y el rendimiento del activo financiero libre de riesgo.

Para aquellas empresas que no emitan ON, se utiliza la calificación y diferenciales predeterminados asociados a la cobertura de intereses de la empresa. Para poder utilizar esta metodología, se calcula el "Ratio de cobertura de intereses" EBIT/Intereses Pagados. De acuerdo a los resultados obtenidos tendremos una calificación crediticia sintética. Cada calificación tiene asociado un *spread* adicional al rendimiento de la *Risk Free*.

En la siguiente tabla se presentan las calificaciones que obtendríamos realizando el procedimiento anteriormente descrito.

Tabla 1 - Calificación Sintética

Para las grandes empresas de servicios no financieros con capitalización de mercado > \$ 5 millones			
If interest coverage ratio is			
>	≤ to	Rating is	Spread is
8.50	100000	Aaa/AAA	0.75%
6.5	8.499.999	Aa2/AA	1.00%
5.5	6.499.999	A1/A+	1.10%
4.25	5.499.999	A2/A	1.25%
3	4.249.999	A3/A-	1.75%
2.5	2.999.999	Baa2/BBB	2.25%
2.25	249.999	Ba1/BB+	3.25%
2	22.499.999	Ba2/BB	4.25%
1.75	1.999.999	B1/B+	5.50%
1.5	1.749.999	B2/B	6.50%
1.25	1.499.999	B3/B-	7.50%
0.8	1.249.999	Caa/CCC	9.00%
0.65	0.799999	Ca2/CC	12.00%
0.2	0.649999	C2/C	16.00%
-100000	0.199999	D2/D	20.00%

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

En el caso que la empresa sea pequeña y/o no tenga una calificación de deuda en el mercado de capitales, podemos observar el costo financiero de obtener dinero en el mercado bancario o el margen financiero aplicado en su historia crediticia.

Con relación al término After Tax Rate ($1 - T$) existe una ventaja fiscal asociada a la deuda, el interés es deducible de impuestos.

Para estimar *Tax Rate* o tasa de impuestos, las empresas indican en el balance una tasa efectiva de impuestos, que se puede calcular dividiendo los impuestos por el ingreso gravable.

1.2.4. Estructura de Capital

Según lo leído en *On Valuation* (Damodaran, 1994) la estructura de capital óptima en una compañía es aquella que busca consensuar la deuda y el aporte de capital propio, minimizando el costo de capital para lograr maximizar el valor empresarial.

La participación asignada para cada componente debe basarse en el valor de mercado. Se utilizan los valores de mercado porque el costo del capital tiene proyección a futuro, a través de él se obtiene el costo de obtener financiación para nuevos proyectos. Dicha financiación proviene del mercado a precios allí fijados. Koller (*Koller, Goedhart y Wessels, 2010*) recomienda revisar la estructura de empresas comparables y tener en cuenta la opinión del *managment* de la empresa, dado que pueden sugerir una estructura de capital objetivo.

Se debe tener en cuenta que la financiación mediante deuda, se traduce en un costo de capital más bajo, puesto que se puede deducir de impuestos; a su vez el riesgo de la empresa aumenta con el crecimiento de la deuda.

El costo del capital propio se calcula como la cantidad de acciones emitidas por el precio de mercado. Es importante destacar que se debe sumar la totalidad de acciones emitidas, incluso las que no operen en el mercado. Si existen derivados, también deben ser tenidos en cuenta.

El valor de mercado de la deuda puede ser calculado tomando el valor actual de los pagos previstos de la deuda descontada a la tasa de endeudamiento actual.

Sección II

Industria Alimenticia

La empresa Campbell Soup Company se encuentra operando en el segmento de productos alimenticios procesados y empaquetados del sector alimenticio en Estados Unidos. A continuación desarrollaremos las características y aportaremos datos estadísticos de la industria a nivel global y en Estados Unidos.

2.1. Descripción de la Industria Alimenticia

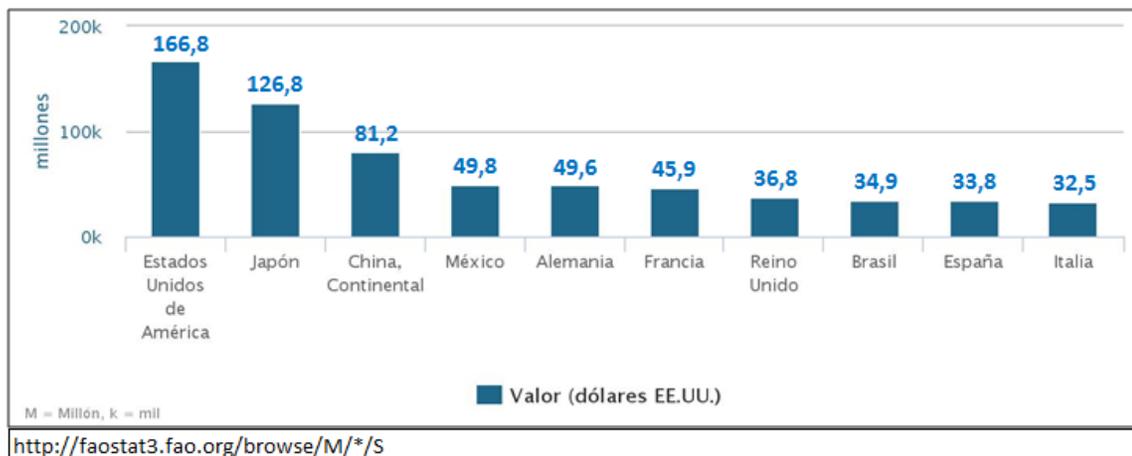
La industria alimenticia es el sector de la producción donde se transforman materias primas y productos para la alimentación del ser humano.

2.1.1. La Industria Alimenticia en el Mundo

El Banco Mundial construye y publica un índice que indica el nivel relativo del volumen agregado de la producción agrícola de cada año a nivel global, en comparación con el período base 2004-2006. Dicho índice para el año 2015 arroja un valor de 123 puntos, lo que se traduce en un incremento del 18.7% con respecto a los últimos 10 años. Así mismo, en términos monetarios la producción alimenticia en millones de dólares arroja un promedio de 522.473, posicionando a Estados Unidos como el principal productor.

En el siguiente cuadro se representan las cifras discriminadas de los principales países productores de los últimos 10 años.

Cuadro 1 – Principales Productores de Alimentos



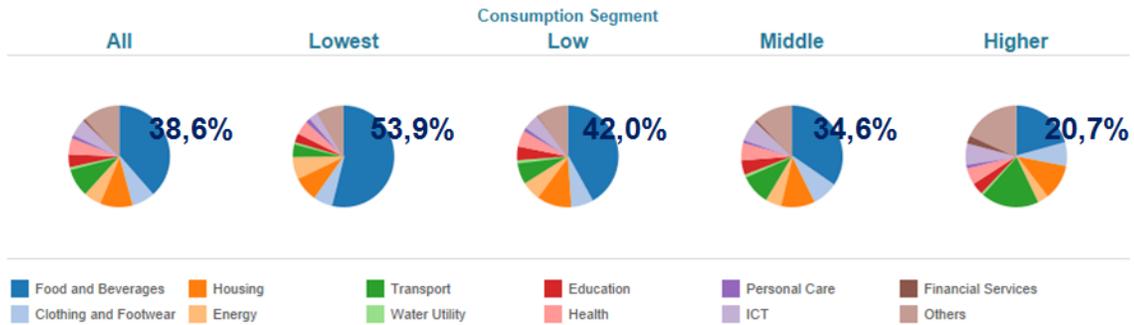
Según expresa el Banco Mundial, en 2015, el 9.4% de la producción global se exporta, Esto significa un incremento del 26,8% en los últimos 10 años, posicionando a América Latina y Centro América como el principal exportador, África en segundo lugar y América del Norte en tercer lugar.

La misma fuente indica que las importaciones de alimentos se estiman en 8.3% de la importación mundial, demostrando un incremento del 18.7% en los últimos 10 años. El principal importador es Asia del Sur, seguido por Oriente Medio y Norte de África y luego por Europa y Asia central.

El mercado de alimentos y bebidas en los segmentos de ingresos bajos es significativamente mayor que el mercado en los segmentos de ingreso medio y superior sumados. Informes del Banco Mundial afirman que 4.5 billones de personas de bajos recursos en el mundo registran gastos en diversos conceptos por un total de 5 billones de dólares anuales. De esta cifra, 2.3 billones son gastados en alimentos y bebidas; dejando constancias de que la demanda del consumidor es el motor de la industria.

Cuadro 2 - Consumo según Ingresos

Share of Consumption by Sector and Consumption Segment, 2010 (% , 92 Countries)



<http://datatopics.worldbank.org/consumption/market>

2.1.1.1. La Problemática del Hambre en el Mundo

“Todos estamos aquí porque... Creemos... Que la pobreza es intolerable en un mundo de abundancia. Y todos estamos aquí porque estamos convencidos - más bien sabemos- que podemos terminar con la pobreza en el espacio de nuestra vida, con nuestras propias manos y nuestras propias mentes.” (Kofi Annan, 2000)

Con esta frase Kofi Annan daba inicio a la cumbre del milenio. La cumbre surgió como una estrategia global para luchar contra los distintos flagelos de la humanidad, en septiembre del 2000 y bajo el mando del ex secretario general Kofi Annan, la ONU pronuncio los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM).

Esta iniciativa de Naciones Unidas, estableció los siguientes ocho objetivos, a saber la erradicación de la pobreza extrema y el hambre, lograr la educación primaria universal, promover la igualdad entre los géneros, reducir la mortalidad infantil, mejorar la salud materna, combatir el avance del VIH/sida, garantizar la sostenibilidad del medio ambiente y fomentar una asociación mundial para el desarrollo.

Sobre estos objetivos a fines del 2015, el sistema de Naciones Unidas y sus estados miembros, han obtenido algunos datos y estadísticas del trabajo realizado. Como resultado se estableció la “Agenda 2030 para el desarrollo sostenible”, la cual paso a tener 17 objetivos, de los ocho propuestos originalmente.

Ahora bien, sobre estos ODM, tomaremos solo el primer eje para tratar de interpretar cuál es la situación de la Pobreza Extrema y el Hambre en el Mundo.

Según los índices que aportó el Banco Mundial, en 1981 el 52% de la población mundial vivía con menos de U\$S 1.20 diarios, cifra que se redujo considerablemente hacia 2015 mostrando a sólo un 15% de la población mundial viviendo con dicha cifra. Dentro de las acciones que se han tomado, el Banco Mundial aportó una serie de directrices claras como estrategias para pelear el hambre en el mundo, dentro de las cuales se destaca financiamiento sin intereses, asesoría técnica, aumentar el gasto en Agricultura de 4 a 10 MM anuales, entre otros.

A pesar de todos los progresos que se han generado al momento, las cifras de lo que significa la pobreza extrema y el hambre en el mundo, siguen siendo muy crudas y hablan de que gran parte de toda la población mundial está muy lejos de dejar de sufrir este flagelo. Según el Programa Mundial de alimentos, actualmente la situación es la siguiente:

- ✓ 1 de cada 9 personas en el mundo no tiene suficientes alimentos para llevar una vida saludable
- ✓ La mayoría de las personas que sufren hambre viven en países en desarrollo y 12.9% presenta cuadros de desnutrición en distintos grados

- ✓ Asia es el continente con la mayor cantidad de personas con hambre en el mundo
- ✓ La nutrición es la causa de la muerte del 45% de los niños menores de 5 años
- ✓ 1 de cada 6 niños en países en desarrollo presentan un peso inferior al normal
- ✓ 1 de cada 3 niños en países en desarrollo presentan retraso en el crecimiento
- ✓ La disparidad de género hace que la mujer agricultora no tenga el mismo acceso que el hombre a los recursos. Si esto fuera equitativo, hubiera un promedio de 150 millones de personas con hambre en el mundo menos.
- ✓ 66 millones de niños en edad escolar primaria, de países en desarrollo, asisten a la escuela con hambre. Sólo en África hay 23 millones.
- ✓ África Subsahariana posee la mayor cantidad de población con hambre, 1 de cada 4 personas sufre esta problemática.
- ✓ El hambre es la principal causa de muertes en el mundo, genera mayor cantidad de muertes en el mundo que el SIDA, la malaria y la tuberculosis.

Antes de introducirnos en las iniciativas que toma Campbell para cooperar con esta problemática global, consideramos oportuno recordar el siguiente pensamiento de Kofi Annan, sobre el cual compartimos su visión y espíritu:

“El mundo tiene suficiente comida. Lo que le falta es la voluntad política para asegurar que toda la gente tenga acceso a esta abundancia, que toda la gente disfrute de la seguridad alimentaria.” (Kofi Annan, 2000)

2.1.1.2. La Problemática del Hambre: Campbell y sus Acciones

Campbell muestra continuo interés por el bienestar en el mundo, además de su continuo compromiso con la construcción de un medioambiente sostenible.

Como empresa, asumen la responsabilidad de que sus comunidades deben prosperar, y a tal fin deben aprovechar sus capacidades y conocimientos para brindar el acceso a la alimentación de las comunidades en donde la empresa opera.

“Facilitar el acceso a la comida nutritiva, especialmente a aquellos que más lo necesitan, es una forma de crítica que ayudar a nuestras comunidades locales prosperen” (Corporate Responsibility Report, 2016)

Hay 2 objetivos principales sobre los cuales Campbell concentra sus esfuerzos. El primero de ellos es mejorar la salud de los jóvenes reduciendo la obesidad infantil y el hambre en un 50% hacia el año 2020. El segundo objetivo se basa en mejorar la vida de alrededor de 100 millones de jóvenes a través de programas de voluntariado en la comunidad. Para ello se basan en los siguientes cuatro enfoques estratégicos: *Impacto social, *Innovación, *Compromiso de los empleados y *La inversión estratégica y la entrega en especies.

Impacto Social: *Campbell's Healthy Communities* opera en las comunidades de origen de la empresa (Candem, Norwalk, Connecticut, Napoleón, Ohio, Everett y Washington), para abordar cuestiones de seguridad alimentaria, educación sobre la nutrición, la salud y el bienestar. Estas cuestiones se centran en acceso a los alimentos, la actividad física, educación nutricional y el voluntariado público.

Al incrementar el acceso a programas de actividad física y combinarlos con una alimentación saludable se producen cambios notables en el Índice de Masa Corporal (IMC); en 2015 el 57% del equipo de fútbol, integrado por aproximadamente 700 participantes totales, demostró una reducción del 30% en su IMC.

Innovación: Para Campbell, la innovación es la clave del éxito. Campbell ha estado reinventando la venta de pasteles en la escuela tradicional y ha creado productos para donar.

Con respecto a la venta de pasteles, a partir de la entrada en vigor de la Ley “Niños sin Hambre” en Estados Unidos, Bolthouse Farms desarrolló la venta UnBake, el cual ofrece aperitivos hechos de frutas y verduras.

Con respecto a la creación de productos para donar, el Banco de Comida de South Jersey tuvo la idea de crear un producto no perecedero para vender al por menor. Un equipo de voluntarios de Campbell desarrolló el proceso de la receta y la fabricación e incluso consiguieron 12 proveedores de Campbell para donar los envases y los ingredientes. Desde el 2012, el Banco de Alimentos del Sur de Jersey ha recaudado más de \$ 250.000 que soportan sus nueve programas de alivio del hambre.

Compromiso de los Empleados: Los empleados toman total compromiso con los proyectos de la empresa. Cada empleado aporta su habilidad y pasión para cooperar. Durante el año 2015 se registran alrededor de 14.100 horas de trabajo voluntario sólo en Estados Unidos. Más de 2.500 empleados de todo Campbell en 14 ubicaciones en los EE.UU. participaron de 109 proyectos enfocados en la construcción de comunidades saludables y la conducción hacia el acceso a los alimentos.

Además la empresa se ha asociado con el banco local de alimentos de la mayoría de las zonas donde opera. El 25% de las horas de voluntariado se dedican exclusivamente a este proyecto llamado "*Feeding America*".

La Inversión Estratégica y La Entrega en Especies: En 2015, la fundación Campbell lanzó el programa Campbell *Healthy Communities Impact Award* para reconocer asociaciones públicas / privadas, en las comunidades, de plantas de fabricación que avanzaban sobre un cambio real en la construcción de comunidades saludables.

En Australia, la Fundación Arnott centra su entrega en la creación de ambientes positivos y comunidades saludables que permiten a las familias australianas construir, mantener y disfrutar de una mejor calidad de vida. Su principal beneficiario es Campo de Calidad, que proporciona apoyo a las familias de los niños diagnosticados con cáncer. En el año fiscal 2015, la Fundación de Arnott ha proporcionado AU \$ 574.000 para financiar el Programa de campamento familiar en beneficio de cientos de familias australianas. Este total representa un aumento del 34% en donaciones con respecto al 2014

En EE.UU., Campbell es el mayor contribuyente de United Way, cuyo objetivo es identificar y resolver los problemas urgentes de la comunidad; se enfocan principalmente en educación, ingresos y salud. Junto con la Fundación Campbell Soup, organizaciones de United Way de todo el país recibieron casi \$ 1.68 millones para apoyar sus áreas de enfoque de la educación, los ingresos y la salud, incluyendo la reducción de la brecha de acceso a los alimentos para los que más lo necesitan.

En Canadá, se mantiene un compromiso continuo con el Banco de Alimentos. En el año 2015, la empresa contribuyó con más de 2 millones de libras de alimentos para ayudar a las familias canadienses con inseguridad alimentaria.

The Soul Full Project

Durante el 2015 empleados de Campbell decidieron emprender un proyecto a partir de ver la necesidad y la falta de ayuda en una familia de Texas. Su objetivo se basa en asegurarles a los vecinos, independientemente de sus ingresos, el acceso a la mejor comida posible.

El proyecto *Soul Full* se basa en la producción de alimentos sin organismos genéticamente modificados, naturales y saludables. Actualmente los productos se encuentran disponibles en 14 supermercados Wegmans. Financiada por Campbell con la misión de ofrecer alimentos nutritivos y saludables para todos los estadounidenses y aumentar la conciencia y el compromiso individual a construir comunidades más saludables entre los más necesitados en los Estados Unidos.

Por cada porción de alimentos que es comprada, se dona una porción de la misma comida al Banco de Alimentos local. En la actualidad el proyecto es llevado de manera local y se están asociando con tres bancos más el Banco de South Jersey, Philabundance, y el Banco de Alimentos de la Comunidad de Nueva Jersey Alimentos.

Alrededor de 196.000 residentes en el sur de Jersey sufren la inseguridad alimentaria y el 54% de los adultos tienen trabajos de bajos ingresos, a pesar de ello los servicios sociales no prestan ayuda según los datos de un Informe 2014 Feeding America.

2.1.2. La Industria Alimenticia en Estados Unidos

Los Estados Unidos cuentan con un departamento de salud nacional, del cual depende la *U.S. Food and Drug Administration* (FDA). Ambos regulan la producción de alimentos. Con tal fin, se ocupan de dictaminar requerimientos a cumplir por las empresas del sector para poder brindarle a su población una mejor calidad alimenticia.

En los últimos años, este sector ha tenido que enfrentar diversos cambios en sus producciones, canales de ventas, regímenes de información.

Los cuatro principales temas de conflicto durante el 2015 fueron:

1. Prohibición de los aceites parcialmente hidrogenados: A partir de los resultados de una investigación, descubrieron sus adversas consecuencias para la salud, entre otros: eleva los niveles de colesterol “bueno” y reduce aquellos de colesterol “malo”.
Es por esto que se decide separarlo de los componentes de los alimentos a producir.
2. Lineamientos dietéticos: El departamento de la salud nacional establece directivas para combatir la obesidad y el aumento del consumo de vitaminas. Motivo por el cual, se adaptaron las recetas de alimentos a producir, incorporando ingredientes saludables.
3. Política nacional de los organismos modificados genéticamente: Muchos estados y municipios comienzan a requerir por ley un etiquetado de los productos que advierta acerca de la composición de los alimentos con organismos modificados genéticamente. Esto se debe a que una gran parte de la población busca evitar el consumo de los mismos.
4. Mayor transparencia: Se percibe una creciente exigencia de la población a través de las leyes del gobierno, para contar con mayor información de los efectos que pueden causar los ingredientes con los que cuentan cada uno de los alimentos a consumir.

Estos aspectos han llevado a todas las empresas del rubro, a tener que modificar sus procesos de producción para poder cumplir con lo establecido por las leyes de los Estados Unidos.

Respecto al 2016, al sector le espera enfrentar los siguientes desafíos:

1. Promocionar las guías alimentarias de los estadounidenses: El estado impone a las compañías productoras de alimentos, la obligación de incentivar el consumo de frutas, verduras, granos, lácteos, y todos aquellos que hagan a una dieta más saludable, capaz de prevenir futuras enfermedades como la obesidad.
2. Consolidación de las empresas establecidas en el mercado: Las empresas tradicionales del rubro comienzan a adquirir nuevas marcas que invirtieron en innovación, con el fin de consolidar sus negocios y lograr reducir costos.

Así como también fraccionar aquellos segmentos que no consigan hacerlos rentables manteniendo esa estructura.

3. Bienestar de los animales: Cada vez es mayor la preocupación de los consumidores acerca del tratamiento que cada una de las compañías le da a sus animales. Muestran principal atención a la calidad de vida que les pueden brindar y hasta el cuestionamiento de sus usos como materias primas.
4. Etiquetado limpio y natural: A partir de las definiciones dadas por la FDA en el 2015, se busca tener productos con etiquetas más claras acerca de la información contenida en los alimentos. Como así también que reflejen los efectos de sus componentes y posibles recomendaciones de una dieta saludable.

En los Estados Unidos, la industria alimenticia (con todos sus segmentos) genera ventas anuales por \$ 5.32 trillones de dólares. De dicho total, \$ 649.087 millones de dólares son originados en supermercados. En una investigación realizada por fuentes especializadas del sector, Campbell se posiciona en el puesto número 25 del nivel de ventas del 2014 en el rubro de productos procesados. En 2015, la misma fuente reveló que Campbell se encuentra posicionado en el puesto número 24.

Para el año 2015, las exportaciones de Estados Unidos alcanzan el 10.1% de la producción total de alimentos, lo que significa un incremento del 35,5% en los últimos 10 años. En cuanto a las importaciones de alimentos se estiman en 5.86% de la producción mundial, demostrando un incremento del 39.3% en los últimos 10 años.

Según un informe publicado a principios de 2016 por PMMI *The Association for Packaging and Processing Technologies*, la industria de alimentos de Estados Unidos se prevé que crezca a un ritmo constante de 2,9% hasta el 2022.

Perfil del consumidor estadounidense:

Actualmente el sector alimenticio se encuentra atravesando un proceso de cambios, ya que se ha registrado que el público al cual se dirige, ha modificado tanto su estructura familiar como su forma de comprar.

Respecto a la redefinición familiar podemos decir que, anteriormente el consumidor era parte de una familia compuesta por padres e hijos en donde buscaban elaborar la comida diaria de todos sus integrantes. En cambio, en el presente la empresa nota una diferencia en el consumidor estándar, a raíz de que se trata de una o dos personas que seleccionan alimentos que les permitan comidas sencillas y rápidas. Esta realidad ha llevado a tener que adaptarse a los nuevos compradores.

Cuando nos referimos a la forma de comprar, se tenía como precedente una industria que se manejaba desde supermercados, o locales de barrios, en donde el público podía conseguir los productos. En cambio, estos últimos meses, la empresa ha notado que el consumidor busca cubrir sus necesidades a través de otros medios, por ejemplo el *e-commerce*. Esto produce que la compañía deba reestructurar sus canales de ventas, para lograr llegar al público, de la manera que ellos lo desean.

Esto es un gran desafío que toda empresa debe enfrentar con el avance tecnológico que hace al cambio de las costumbres de las personas. Campbell es una empresa madura, que con su trayectoria, tiene los medios suficientes como para llevar adelante el cambio requerido y no perder sus clientes actuales, sino seguir sumándolos. Esta realidad hace que muchas empresas no puedan continuar con sus niveles de ingresos, por contar con falta de flexibilidad en sus estructuras y estrategias.

Otro cambio que debe enfrentar, está vinculado al cuidado que están tomando las personas acerca de su salud, teniendo como consecuencia el conocimiento de los componentes de los productos que ingieren. Esto implica que la empresa concentre sus esfuerzos en las recetas vigentes de sus alimentos a la hora de ser competitivos en un público saludable, que cada vez es mayor.

2.2. Análisis del Sector Industrial: Porter

A partir de lo leído en la bibliografía de Alejandro Cardozo (2007), a través del análisis de Porter podremos conocer el poder de negociación de los clientes, como así también el de los proveedores; amenazas para los que busquen ingresar a la industria, amenaza ante productos sustitutos y rivalidad entre empresas del mercado.

Comenzaremos con el análisis de la fuerza de los clientes a la hora de la negociación. Campbell pertenece a una industria donde ellos pueden elegir entre gran variedad de productos y marcas. Es por ello que esto condiciona a la empresa a estar actualizada de los nuevos requerimientos de sus consumidores para lograr cautivarlos. Por ejemplo la adquisición que realizó la empresa de la marca *Bolthouse* (frutas y verduras envasadas) en respuesta al interés del público por los alimentos saludables.

Por otro lado, las amenazas de nuevas empresas en el rubro son bajas ya que el sector está controlado por compañías maduras con ventajas de grandes estructuras. Ellas pueden alcanzar su posicionamiento a través de impresionantes campañas de marketing y publicidad.

Respecto del poder de negociación de los proveedores, podemos mencionar que es moderado ya que muchos de ellos tienen una especial atención hacia Campbell por su gran nivel de producción y ventas; mientras que otros, son también grandes empresas de las cuales depende materia prima esencial para el giro del negocio.

Una gran amenaza que debe enfrentar la empresa es la creación de productos sustitutos. Esto ocurre ya que es un rubro donde, continuamente dependiendo de las necesidades que se identifiquen en los consumidores, surgen alimentos nuevos. Será desafío para Campbell estar en constante innovación de marcas e investigación para mantenerse siempre vigente en el mercado.

Por último, la competencia entre empresas en el mercado es alta, destacándose la cantidad de participantes que contiene junto con la variedad de alimentos que cada una de ellas ofrece. Se destaca como uno de los segmentos más competitivos a nivel global, enfatizado por las grandes estructuras que contienen las empresas que hay en él.

2.3. Industria de alimentos procesados y envasados en el mercado bursátil

Este segmento en los Estados Unidos tiene una capitalización bursátil de 184 billones de dólares. La industria está representada en su mayoría por: General Mills, Kellogs Company, ConAgra Foods, Campbell Soup Company y J.M. Smucker Company.

Los principales números del sector son: (Fuente: biz.yahoo.com/ic/342.html, 2016)

Precio/Ganancias (Price/Earnings) = 32,9

Deuda/Capital (*Debt/Equity*) = 162

Rendimiento de accionistas por dividendos (*Dividend Yield*) = 2,1 anual

A partir de un análisis realizado por Deutsche Bank en Octubre del 2016 ("*Weekly Valuation Update Food Industry*" - Ver Anexo IV) acerca de la industria de los alimentos envasados, se destaca un aumento en el valor de las acciones de las empresas que la componen por encima de su promedio histórico analizado del 2001 al 2016.

Los principales motivos con los que se lo relaciona son: enfoque en fusiones y adquisiciones junto con consolidaciones de compañías; reducciones de costos a través de la expansión y crecimiento de sus ganancias; y bajas tasas de intereses, la cual les brinda un endeudamiento a un menor porcentaje respecto de los datos analizados.

De sus gráficos podemos señalar que de los últimos quince años, la industria ha tenido en promedio un rendimiento del 12% por encima del rendimiento del S&P 500. Respecto de Campbell en el mismo plazo, rindió un 4% menos que el grupo de empresas que componen el sector.

Sección III

Campbell Soup Company

A continuación brindaremos información sobre la empresa que decidimos valorar.

3.1. Historia de Campbell Soup Company

La empresa fue fundada en 1869 por Joseph A. Campbell y Abraham Anderson en New Jersey, Estados Unidos. Su producción se basaba en verduras, sopas y condimentos. En 1876 Anderson decidió dejar la sociedad, y luego se unió a ella, Arthur Dorrance en 1882, quien ascendió como presidente de la compañía en 1884.

Se presentó la idea de las sopas condensadas en cinco variedades, iniciándose como uno de los productos establecidos a lo largo de los años en la alimentación de los habitantes. En 1911 se puede lograr una distribución de los productos a nivel nacional.

Una vez consolidado el producto de sopas se decide agregar esta palabra al nombre de la empresa, redefiniéndose como “Campbell Soup Company” en 1922. Se comienzan a publicitar sus productos en la radio y posteriormente en medios televisivos.

En 1954, Campbell comenzó a cotizar en New York Stock Exchange. En 1957 se inaugura una nueva sede en New Jersey, con una división internacional. Dos años más tarde, su negocio se expande a Australia y México.

Andy Warhol diseña su primera lata de sopas, en 1962. En 2004, se lanza una edición limitada de estos envases.

La empresa realizó las siguientes adquisiciones:

Cuadro 3 - Adquisiciones por Año



3.2. Características de la Empresa

La empresa que elegimos valor es Campbell Soup Company. Fue fundada en 1869 en New Jersey, Estados Unidos.

La empresa cuenta con las siguientes líneas de negocios:

1. Americas Simple Meals and Beverages: comidas sencillas y bebidas al por menor de Campbell Estados Unidos. Sus productos son comercializados en: Canadá, México y América Latina.
2. Global Biscuits and Snacks: galletitas y snacks a nivel global. Esta división incluye comidas simples y bebidas en Asia.
3. Campbell Fresh: verduras, purés, aderezos para ensaladas, sopas y bebidas premiums.

Su estrategia para mantener un lugar en el mercado, y continuar creciendo, seguir adquiriendo nuevas marcas, y desprenderse de aquellas que ya no rinden como se esperaba. Esto es parte de la reducción de costos que requiere para poder seguir creciendo. También se encuentra en una etapa donde analiza nuevos territorios para ampliar su magnitud y capturar nuevas fuentes de ingresos. Actualmente su foco de expansión esta en México y Asia, como visiones de nuevos mercados.

El equipo ejecutivo está integrado por:

- 1) Presidente y gerente general: Denise M. Morrison
- 2) Presidente del segmento “Americas Simple Meals and Beverages”: Mark R. Alexander
- 3) Vicepresidente del sector “Global Research and Development and Quality”: Carlos J. Barroso.
- 4) Vicepresidente y presidente del sector “Integrated Global Services”: Edward L. Carolan.
- 5) Vicepresidente y asesor: Adam G. Ciongoli.
- 6) Vicepresidente y gerente financiero: Anthony P. DiSilvestro.
- 7) Presidente del segmento “Campbell Fresh”: Jeffrey T. Dunn.
- 8) Presidente del segmento “Global Biscuits and Snacks”: Luca Mignini.
- 9) Vicepresidente y gerente de recursos humanos: Robert W. Morrissey.

Campbell emplea a dieciocho mil seiscientos trabajadores, contando el total de sus plantas de producción y comercialización. Sus oficinas y producciones se desarrollan en distintos estados de los Estados Unidos, entre otros: New Jersey, California, Washington. En Norteamérica, pueden encontrarse también en Toronto, Canadá. En el continente europeo, se hallan localizados en Dinamarca; mientras que en Oceanía, sus principales establecimientos están en Australia.

Analizando las ventas de la compañía se destaca como cliente principal a Wal-Mart Stores, Inc. y sus afiliados, que representa el 20% de las ventas netas consolidadas del 2015 y un 19% de las correspondientes al 2013. Todos los segmentos de producción son vendidos a este cliente.

Dentro de las responsabilidades que la empresa busca demostrar, se encuentran las consideradas en el cuidado ambiental y el compromiso con la población. Respecto al primer tema, destacan un uso reducido del agua, energía, emisiones de gases; y una mayor orientación al reciclaje. Teniendo en cuenta el cuidado de su población, mencionamos como relevante: diversificación de proveedores, emplear mujeres en sus negocios, y lograr que alcancen un puesto ejecutivo.

3.3. Análisis FODA

En este apartado desarrollaremos un análisis de Campbell Soup Company respecto a sus fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

Comenzaremos con las fortalezas de la empresa, donde se destaca la madurez en su producción y comercialización; como así también la consolidación de sus marcas en el mercado.

En referencia con las oportunidades que detectamos, cabe mencionar: nuevos territorios donde seguir expandiéndose con sus canales de venta como lo son Asia, nuevos estados de México y Latinoamérica en sus países del sur. También se destaca llevar a cabo investigaciones acerca de la calidad de sus productos o tecnologías amigables con el medioambiente.

Las debilidades con las que se enfrentan se relacionan con las difíciles adaptaciones que tienen que realizar rápidamente ante cambios en el perfil del consumidor, contando con un producto de consumo masivo.

Respecto a las amenazas, se relacionan con los constantes avances tecnológicos que requieren modificaciones de su estructura en forma automática, para poder mantener la llegada al cliente. También se debe tener en cuenta el tipo de cambio de las distintas monedas de sus ventas, a pesar de implementar mecanismos de cobertura con activos financieros.

Sección IV

Valuación

4.1. Análisis Financiero y Económico de la Empresa

Tabla 2 - Índices Económicos y Financieros

Indicador	2015	2014	Variación
Económicos			
ROA	13,55%	15,53%	-12,71%
ROE	46,39%	57,38%	-19,15%
Apalancamiento	4,90	5,28	-7,20%
Efecto Fiscal	69,80%	69,93%	-0,19%
Tasa Fin Promedio	1,63%	1,79%	-8,80%
Financieros			
Antig Bs de Cambio	69,48	65,97	5,33%
Antig Cred por Vtas	29,74	28,81	3,24%
Antig Cuentas por Pagar	37,20	35,09	6,02%
PRAC	62,21	60,26	3,23%
PEPC	158,49	170,64	-7,12%
Liq Corriente Necesaria	0,39	0,35	11,14%
Liq Corriente Disponible	0,75	0,70	6,12%
Cobertura de Liquidez	1,90	1,99	-4,52%
Endeudamiento	4,88	4,06	20,13%
Fin de la inmovilización	0,23	0,27	-13,93%

Indicadores Económicos

La empresa muestra un rendimiento del 13,55% por el uso de la totalidad de la estructura de inversión o ROA. Se puede observar en el cuadro anterior una disminución del 12%, es decir que la gerencia disminuyó la eficiencia de la utilización de los recursos totales de la empresa. La eficiencia en la gestión general de la empresa o ROE (retorno para los dueños de la empresa) fue del 46,39%. Aunque sea alto, representa una disminución del 19% en comparación con el año anterior. Sin tener en cuenta los efectos fiscales en el siguiente indicador, la empresa tiene un mayor rendimiento sobre el patrimonio neto que sobre la inversión total (4,9 veces más

grande). Habiendo disminuido un 7,2% en relación al 2014. Para finalizar, la tasa de financiación promedio es del 1,63% para el año 2015 y del 1,79% para el 2014, es decir que en este año fue más bajo el costo de financiación con terceros. Esto es razonable ya que las deudas financieras, tanto a corto y largo plazo aumentaron y los intereses generados por esto han bajado.

Indicadores Financieros

Empezando a describir ratios de la actividad, los bienes de cambio se encuentran en stock en promedio 69 días. Subiendo en relación al año pasado en donde eran 66 días. Por otra parte, los créditos por venta se encuentran sin cobrar en promedio 30 días, en comparación en el 2014 en donde era de 1 día menos. Finalmente, con respecto a las cuentas por pagar, la empresa abona las mismas a los 37 días, pudiendo en el 2014 abonar las mismas a los 35 días.

Como primer punto de indicadores de liquidez, teniendo en cuenta los ratios calculados anteriormente, el plazo de realización de activos corrientes (PRAC) es de 62 días en el 2015 y 60 en el 2014. En cambio el plazo de exigibilidad de pasivos corrientes (PEPC) es de 158 días en el 2015 y 170 en el 2014. Estos dos últimos indicadores muestran que la liquidez corriente necesaria para la empresa es del 0,39 para el 2015, es decir que se necesita 0,39 centavos por cada dólar que se debe para saldar sus deudas. Este indicador aumentó un 11% con respecto al 2014 generado por aumento del PRAC y la disminución del PEPC.

Como segundo punto de importancia, debido a que la liquidez corriente disponible es menor a 1 (0,75), los activos corrientes no llegan a cubrir los pasivos corrientes. Esta situación se repitió en el año pasado, con la diferencia que en el 2015 mejoró un 6,12%. Igualmente, medido por la cobertura de liquidez la cual es del 1,9 este año, se dispone más de lo que se necesita en términos de liquidez. La situación se repitió en el año anterior pero era mejor ya que este ratio era de 1,99 (disminución del 4,52%).

El índice de endeudamiento es del 4,88, mostrando que la empresa se financia más por acreedores que por accionistas, esto aumentó un 20% en relación al 2014. Como último punto, la financiación de la inmovilización de la empresa es del 0,23 en 2015 y 0,27 en 2014, es decir que su financiación propia no supera los activos inmovilizados en ninguno de los dos años.

Análisis en el mercado

JP Morgan en su informe del 3 de octubre de 2016 ("*Campbell Soup Co*", 2016), nos recomienda una posición neutra respecto de la acción de Campbell, es decir mantenerla si ya se tiene en cartera, y no comprarla en caso de no contar con ella. La causa radica en que no ha cumplido con la rentabilidad que se esperaba, a pesar de mantener estable el ratio de riesgo/rentabilidad.

Como principales observaciones negativas se destaca: un crecimiento más lento que el esperado, proyectando un primer trimestre del 2017 más débil; expectativas bajas respecto de las ventas de productos orgánicos; y una visión conservadora acerca de las rentabilidades que podrán rendir las inversiones en productos innovadores. En referencia a las positivas: se espera un aumento de las tasas para el año próximo; Campbell es la acción de menor precio de la industria de alimentos envasados; y por último, un control de la familia Dorrance del 50% de su composición, que demuestra el compromiso generacional con la empresa.

4.2. Supuestos

En una valuación siempre cabe destacar cuales son los supuestos que se tienen en cuenta para aplicar al momento de proyectar los flujos de fondos futuros, y la correspondiente tasa de descuento.

Comenzaremos por mencionar que la economía estadounidense generó un PBI de 17.947 billones de dólares en el 2015; con una inflación promedio de 1,002 en el último año; y una tasa de desempleo de 4.9% anual.

Respecto a la tasa representativa del bono del tesoro norteamericano a 10 años arroja una rentabilidad de 1.85% anual.

Respecto a la tasa representativa del bono del tesoro norteamericano a 10 años arroja una rentabilidad de 2.26% anual.

Asumimos una tasa de crecimiento del 1.24% para el período que abarca desde 2017 al 2026. Basado en un promedio de las variaciones de los dividendos abonados en los últimos cinco ejercicios. Para el período de perpetuidad que comienza luego del año 2026 asumimos una tasa del 1%, respaldada en la proyección publicada del crecimiento a largo plazo de la economía norteamericana por la *Organisation for*

Economic Co-operation and Development (OECD), que se encarga de mejorar el nivel económico y el bienestar social del mundo. (2016)

4.3. Valuación Absoluta

En este apartado desarrollaremos como hemos realizado la valuación de Campbell a través del método Free Cash Flow to the Firm. Para analizar el resultado que la misma nos ha resultado, primero haremos una descomposición de cada una de las cuentas presentes en los balances para entender las proyecciones estimadas.

- En primer lugar, desarrollaremos las cuentas pertenecientes al **Estado de Resultados**:

Ventas: Se calcula la tasa de crecimiento tomando la variación porcentual de los últimos 5 años del pago de dividendos. Esta tasa será utilizada para proyectar las ventas.

Costo de productos vendidos (CMV): Se calcula el porcentaje promedio de CMV/Ventas de los últimos cinco estados financieros analizados ya cerrados. Este promedio se utilizara para proyectar el CMV como un porcentaje de las ventas de cada uno de los años a proyectar.

Gasto de comercialización y ventas: Se calcula el porcentaje promedio de Gastos de Comercialización/Ventas de los balances observados. Este promedio se utilizara para proyectar como un porcentaje de las ventas de cada uno de los años.

Gasto de administración: Se proyectan sus montos de acuerdo al promedio de la variación de los mismos de los estados financieros inmediatos anteriores.

Gasto de investigación y desarrollo: Los valores crecerán de manera anual dependiendo del promedio de la variación de los mismos de los últimos cinco años analizados.

Otros gastos o ingresos: Se proyectan según el promedio del ratio Otros Gastos/Ventas de los años anteriores, este promedio se utilizará para multiplicarlo por las ventas de cada año de los futuros cierres.

Cargos por reestructuración: Se calcula el porcentaje promedio de Cargos por Reestructuración/Gastos Administrativos de los últimos estados financieros. Este

promedio se utilizara para proyectar como un porcentaje de los gastos administrativos de cada uno de los años.

Gastos por intereses: Serán un promedio de las variaciones observadas en los últimos cinco balances observados.

Ingresos por intereses: Serán un promedio de las variaciones observadas en los últimos cinco balances estudiados previos.

Impuesto a las ganancias: Determinado por la tasa impositiva promedio de los estados financieros inmediatos anteriores.

- En segundo lugar, las cuentas correspondientes al **Activo** fueron proyectadas según se describe a continuación:

Efectivo y equivalentes: Se calcula el porcentaje promedio de Caja/Ventas de los balances observados. Este promedio se utilizara para proyectar como un porcentaje de las ventas de cada uno de los años.

Cuentas a cobrar: Los créditos se proyectan de acuerdo a las ventas por los días de cobranzas promedio de los últimos 5 años.

Inventarios: Los inventarios se proyectan de acuerdo a las ventas por los días de inventario promedio de los últimos 5 años.

Otros activos circulantes: Se proyectan según el promedio de las variaciones calculadas en los balances inmediatamente anteriores.

Activos de la planta: Se invertirá en bienes de las fábricas de acuerdo al promedio histórico de las variaciones en los informes financieros analizados.

Fondos de comercio: Se proyecta un nivel de inversiones en estos activos intangibles considerando el promedio de las variaciones observadas en los últimos balances.

Otros activos intangibles: Se invertirá en estos activos según el promedio de las variaciones de los últimos años.

Otros activos: Se calcula el porcentaje promedio de Otros Activos/Ventas de los balances observados. Este promedio se utilizara para proyectar la inversión como un porcentaje de las ventas de cada uno de los años.

- A continuación, se detallan las proyecciones de las cuentas que componen el **Pasivo**:

Préstamos a corto plazo: Para esta cuenta mantuvimos constante el endeudamiento de la empresa en los últimos cinco balances. Es por ello que calculamos el promedio Deudas a Corto Plazo / Total Deudas y con el proyectamos la estructura a futuro que mantiene constante el endeudamiento total.

Deudas con proveedores: Las deudas con proveedores se proyectan de acuerdo a las compras por los días de pago promedio de los últimos 5 años.

Pasivos acumulados: Sus crecimientos son resultado del promedio de las variaciones de los últimos montos arrojados por los balances.

Dividendos a pagar: Se proyectan según el porcentaje promedio del ratio de Dividendos a Pagar/Ganancia Neta de los últimos balances examinados.

Impuesto a las ganancias devengados: Se proyecta de acuerdo al porcentaje promedio del ratio Impuesto a las Ganancias Devengados/Impuesto a las Ganancias de los últimos años analizados.

Deudas a largo plazo: Para esta cuenta mantuvimos constante el endeudamiento de la empresa en los últimos cinco balances. Es por ello que calculamos el promedio Deudas a Largo Plazo / Total Deudas y con el proyectamos la estructura a futuro que mantiene constante el endeudamiento total.

Impuestos diferidos: Se proyecta de acuerdo al porcentaje promedio del ratio Impuesto Diferido/Ventas de los montos examinados de los informes financieros anteriores.

Otros pasivos: Se calcula el porcentaje promedio de Otros Pasivos/Ventas de los balances observados. Este promedio se utilizara para proyectar la cuenta como un porcentaje de las ventas de cada uno de los años.

- Finalmente, en el **Patrimonio Neto** desarrollamos las siguientes cuentas:

Capital social: Se proyecta un capital constante a los últimos tres años analizados.

Capital adicional pagado: Será incrementado según el promedio de las variaciones de los últimos cinco balances.

Ganancias retenidas en el negocio: La cuenta crecerá en un porcentaje promedio de las desviaciones año a año examinadas de los últimos informes financieros.

Stock de capital en autocartera: Se verá aumentando su valor anualmente según el promedio de las variaciones de los últimos balances.

Otras pérdidas acumuladas: Es por medio de esta cuenta por donde ajustamos las proyecciones realizadas.

- Construcción de la tasa de descuento:

Finalizadas las proyecciones de cada una de las cuentas del balance a 10 años, calculamos los flujos de fondos libres para la empresa (FCFF). Tomando el EBIT obtenido de cada año en el estado de resultados. Le sumamos o restamos el flujo neto de las inversiones o desinversiones que se realizaron en capital de trabajo neto y activos fijos; correspondientes a 10 años mas una perpetuidad.

Dentro de las inversiones en capital de trabajo neto consideramos las siguientes cuentas: efectivo, cuentas a cobrar, inventarios y otros activos circulantes; y las desinversiones detectadas fueron en: préstamos a corto plazo, deudas comerciales con proveedores, pasivos acumulados y dividendos a pagar.

Las inversiones clasificadas como activos fijos dentro de los balances se reflejan dentro de la cuenta: activos de la planta y activos intangibles.

Seguidamente, desarrollaremos la forma en que hemos calculado cada uno de los componentes que contiene la tasa (WACC) a la cual se descontaran los flujos de fondos libres para la firma (FCFF). Estos cálculos han sido desarrollados según las metodologías vista en la Sección I del presente trabajo.

$$WACC = \frac{D}{D + E} KD (1 - T) + \frac{E}{D + E} KE$$

Calculamos el costo del capital (KE), estimando la *Risk Free*, Beta y la Prima de Riesgo. El *Risk Free* es el rendimiento de un bono del Tesoro Norteamericano a diez años, cuyo valor al 17 de Noviembre de 2016 es de 2,255%. La Prima de Riesgo es una prima histórica calculada en base a la diferencia mensual de los últimos cinco años entre el rendimiento del índice S&P y el rendimiento de un bono del Tesoro Norteamericano a diez años. A Noviembre del 2016 el índice S&P arroja un

rendimiento anual de 11,144%, dando lugar a una prima de riesgo de 8,889%. Para calcular Beta se tomaron datos de los últimos cinco años, de manera mensual, del rendimiento de la acción de la empresa y el rendimiento del índice S&P. Se realizó la covarianza entre los rendimientos de ambos activos financieros y luego se dividió por la varianza del S&P. La fórmula utilizada para obtener Beta es la siguiente:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i; R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Reemplazando por los valores obtenidos, llegamos al valor de Beta 0,3934:

$$0,3934 = \frac{0,0041}{0,0103}$$

La fórmula para obtener el KE es la siguiente:

$$KE = RF + \beta (RM - RF)$$

Reemplazando por los valores obtenidos, llegamos al valor del KE 5,752%:

$$5,752\% = 2,255\% + 0,3934 * (8,889\%)$$

Luego calculamos el costo de la deuda (KD), para ello tomamos la *Yield to Maturity* de una Obligación Negociable emitida por la empresa a diez años, la cual tiene un valor de 3,316%. En el Anexo IV podemos ver el prospecto de dicha emisión.

Luego calculamos las proporciones de deuda (WD) y capital propio (WE). La primera de ellas como el porcentaje de deuda de largo plazo respecto al capital propio, siendo la proporción de capital la relación inversa anteriormente mencionada.

Reemplazando por los valores obtenidos, llegamos al valor del WACC 3,728%:

$$3,728\% = 58,6\% * 3,316\% * (1 - 30,7\%) + 41,4\% * 5,752\%$$

Finalmente, luego de realizar la valuación de manera absoluta llegamos a un valor de la firma de USD 21.337,57 Millones, lo cual se traduce en un valor por acción de USD 66,06.

Hemos llegado a dicho valor a través de la siguiente fórmula.

$$\text{Valor de la Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_t}{(WACC-G)^t} \times \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

$$21.337,57 = \frac{571,28}{(1+0,037)^1} + \frac{647,88}{(1+0,037)^2} + \frac{650,04}{(1+0,037)^3} + \frac{657,53}{(1+0,037)^4} + \frac{666,94}{(1+0,037)^5} + \frac{676,24}{(1+0,037)^6} + \frac{685,43}{(1+0,037)^7} + \frac{694,48}{(1+0,037)^8} + \frac{703,38}{(1+0,037)^9} + \frac{712,12}{(1+0,037)^{10}} + \frac{720,68}{(1+0,037)^{11}} + \frac{727,88}{(0,037-0,01)} \times \frac{1}{(1+0,037)^{11}}$$

FCFF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PERPETUIDAD
Ebit	1.212	1.203	1.226	1.250	1.274	1.298	1.322	1.346	1.371	1.396	1.422	1.436
ΔWC	-147	-6	-15	-18	-19	-20	-22	-23	-25	-27	-29	-29
Capex Neto	-121	-179	-185	-190	-196	-202	-208	-215	-221	-228	-235	-237
FCFF	571	648	650	658	667	676	685	694	703	712	721	728
Tasa de Descuento	0,96	0,93	0,90	0,86	0,83	0,80	0,77	0,75	0,72	0,69	0,67	26.683,34
VA FCFF	551	602	582	568	555	543	531	518	506	494	482	17.840

Valores expresados en Millones de Dólares, excepto el precio por acción

Firm Value 21.337,57
Per Share (323) 66,06

Cotización al 02/08/2016 60,72

4.4. Valuación Relativa

En este segmento llevaremos a cabo la valuación de Campbell a través del método Múltiplos. El ratio elegido es Precio/Ganancias (*Price/Earnings, P/E*) para lograr compararlo con el método anterior.

A los efectos de realizar la comparación de este método tomaremos como empresas comparables de Campbell a: Conagra Brands, Inc (CAG), General Mills, Inc (GIS) y Kellogg Company (K). Estas empresas fueron elegidas como comparables ya que mantienen niveles aproximados a Campbell en cuanto a spread de rentabilidad y desvío de sus acciones respecto al sector de Alimentos Procesados y Empaquetados, según nos indica un informe del Deutsche Bank publicado en Octubre del 2016. (Ver Anexo IV)

Para calcular el ratio P/E se utiliza el precio de la acción al 2 de Agosto de 2016 y se divide sobre las ganancias por acción de cada empresa. Una vez calculado el ratio P/E de cada una de las compañías, realizamos el promedio del ratio de las cuatro empresas el cual nos arroja un valor de USD 33,34; luego este valor es multiplicado por las ganancias por acción de Campbell USD 2,21. Así obtenemos un precio por acción de USD 73,90.

P/E	CPB	CAG	GIS	K
Precio Acción	60,72	36,08	70,28	82,21
Earnings	2,21	1,09	2,77	1,72
P/E	27,48	33,10	25,37	47,80

Valores expresados en Dólares.

P/E Promedio 33,44

Earnings CPB 2,21

Precio Acción 73,90

Cotización al 02/08/2016 60,72

Conclusiones

En este apartado mencionaremos las conclusiones a las que hemos arribado luego de realizar las valuaciones que destacamos como objetivos principales del trabajo.

Las valuaciones fueron llevadas a cabo a través de un método absoluto y otro relativo, que nos permitieron la comparación de los precios de acciones de Campbell y poder redactar los siguientes comentarios.

A través del método absoluto *Free Cash Flow to the Firm* arribamos a un precio por acción de USD 66,06; mientras que por el relativo Múltiplos obtuvimos un precio por acción de USD 73,90. Teniendo en cuenta que el valor al 02 de Agosto de 2016 fue de USD 60,72, estamos en condiciones de afirmar que el mercado está castigando a la empresa por los motivos que a continuación expresamos, según nuestro criterio:

1. No cumplir con las expectativas de crear valor como lo había prometido hasta esa fecha,
2. Adquirir nuevas marcas que no incrementan el resultado esperado por la empresa al momento de su adquisición. Estas son principalmente aquellas destinadas a la línea de negocio Campbell *Fresh*, en donde no se observa una diversificación del riesgo sino, que representa el 50% de sus ventas una sola marca (*Farms Channel*, específicamente zanahorias) dependiendo del proveedor de sus productos.

Bibliografía

Bibliografía Impresa

CARDOZO, Alejandro P. Administración empresarial. 1ª ed. Buenos Aires: Temas, 2007. 611 p. ISBN: 9789509445345

DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 4a ed. New York: John Wiley & Sons Inc, 2014. 654 p. ISBN 978-1-118-80893-1

DAMODARAN, Aswath. *On Valuation*. 1a ed. New York: John Wiley & Sons Inc, 1994. 426 p. ISBN: 9780471014508

ELTON, Edwin J., GRUBER, Martin J., BROWN, Stephen J. y GOETZMAN, William N. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 9a ed. New York: John Wiley & Sons Inc, 2014. 754 p. ISBN 978-1-118-46994-1

FERNANDEZ, Pablo. *Valoración de Empresas: Cómo Medir y Gestionar la Creación de Valor*. 3a ed. Barcelona: Gestión 2000, 2005. 934 p. ISBN: 9788480889803

KOLLER, Tim., GOEDHART, Marc. y WESSELS, David. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5a ed. New Jersey: John Wiley & Sons Inc, 2010. 862 p. ISBN 978-0-470-42465-0

Bibliografía Electrónica

Información Financiera de Campbell Soup Company [En Línea]. Yahoo Finance. [Consulta: 17 Noviembre 2016]. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>

Información Financiera de Campbell Soup Company [En Línea]. Securities and Exchange Commission. Disponible en: <https://www.sec.gov/>

Información Financiera del Mercado [En Línea]. Yahoo Finance. [Consulta: 17 Noviembre 2016]. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>

Información del Mercado Financiero [En Línea]. Página Oficial de Damodaran Aswath. [Consulta: 16 Noviembre 2016]. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Información del Mercado Financiero [En Línea]. Bloomberg. [Consulta: 17 Noviembre 2016]. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND>

Información Económica de Estados Unidos [En Línea]. Knoema [Consulta: 22 Noviembre 2016]. Disponible: <http://knoema.es/ghswwkc/us-gdp-growth-forecast-2015-2019-and-up-to-2060-data-and-charts>

Informe Empresa: Campbell Soup Company. [En Línea]. J.P. Morgan. [Consulta: 13 Octubre 2016]. Disponible en: <https://www.bloomberg.com>

Información de la Industria Alimenticia [En Línea]. Banco Mundial. [Consulta: 3 Octubre 2016]. Disponible en: www.bancomundial.org/

Información de la Industria Alimenticia [En Línea]. Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura. [Consulta: 6 Octubre 2016]. Disponible en: <http://faostat3.fao.org/>

Información de la Industria Alimenticia [En Línea]. Programa Mundial de Alimentos. [Consulta: 5 Octubre 2016]. Disponible en: <http://es.wfp.org/>

Información de la Industria Alimenticia [En Línea]. Disponible en: <http://www.foodprocessing.com/>

Información de la Industria Alimenticia [En Línea]. Disponible en: <http://www.industriaalimenticia.com/>

Información acerca de las Iniciativas Sociales de la ONU [En Línea]. Organización de las Naciones Unidas. Disponible en: <http://www.un.org/es/index.html>

Informe Sectorial: Food For Thought. [En Línea]. Deutsche Bank. [Consulta: 13 Octubre 2016]. Disponible en: <https://www.bloomberg.com>

Crecimiento de la Industria Alimenticia [En Línea]. Industria Alimenticia 2016. Disponible en: <http://www.industriaalimenticia.com/articles/88241-la-industria-de-alimentos-de-estados-unidos-se-preve-que-crezca---en-los-segmentos-de-snacks-y-productos-carnicos>

Nuevas Necesidades en el Consumidor [En Línea]. The Association for Packaging and Processing Technologies 2016. [Consulta: 27 Septiembre 2016]. Disponible en: <http://www.pmmi.org.mx/noticia/detalle/id/240>

Información de Campbell Soup Company [En Línea]. Disponible en:
<http://www.campbellsoupcompany.com/>

Información de Proyecto Solidario de Campbell Soup Company [En Línea]. The Soul Full Project. [Consulta: 5 Octubre 2016]. Disponible en: <https://thesoulfullproject.com>

Información de Responsabilidad Corporativa de Campbell Soup Company [En Línea]. Corporate Responsibility Report. [Consulta: 5 Octubre 2016]. Disponible en: <http://www.campbellcsr.com/>

Anexos

ANEXO I – Proyección Estado Situación Patrimonial

ANEXO II – Proyección Estado de Resultados

ANEXO III – Calculo de Tasas de Descuento

ANEXO IV - *ISSUER FREE WRITING PROSPECTUS* – ISIN US134429BA64 (Sin numerar)

ANEXO I – Proyección Estado Situación Patrimonial

Balance General	2016 real	2016 Proy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Activos	Proyección Activos												
Efectivo y equivalentes de efectivo	383	-47	336	340	345	349	353	358	362	367	371	376	380
Cuentas por cobrar, neto inventarios	648	-12	636	644	652	660	668	676	685	693	702	710	719
Otros activos circulantes	829	90	919	912	923	934	946	958	970	982	994	1.006	1.019
Los activos corrientes por venta realizada	182	-43	139	151	165	179	195	212	231	251	273	297	323
Activo Corriente	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo Corriente	2.042	-12	2.030	2.047	2.084	2.122	2.162	2.204	2.247	2.292	2.340	2.389	2.441
Activos de la planta, neto de depreciación	2.371	62	2.433	2.501	2.571	2.643	2.717	2.794	2.872	2.952	3.035	3.120	3.208
Goodwill	2.377	11	2.388	2.452	2.518	2.586	2.655	2.727	2.800	2.875	2.953	3.032	3.113
Otros activos intangibles, netos de la amortización	1.197	-1	1.196	1.242	1.291	1.342	1.394	1.449	1.506	1.565	1.626	1.690	1.756
otros activos	94	8	102	104	106	107	109	110	112	114	115	117	119
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo No Corriente	6.039	80	6.119	6.300	6.486	6.678	6.876	7.080	7.289	7.506	7.729	7.959	8.195
Total Activo	8.081	68	8.149	8.347	8.570	8.800	9.038	9.283	9.536	9.798	10.068	10.348	10.637
Pasivos	Proyección Pasivos												
Préstamos a corto plazo	1.134	167	1.301	1.317	1.333	1.350	1.366	1.383	1.401	1.418	1.435	1.453	1.471
A pagar a proveedores y otras personas	487	84	571	574	584	591	598	605	613	621	628	636	644
pasivos acumulados	602	-19	583	577	571	565	560	554	548	543	537	532	526
dividendos por pagar	100	12	112	110	112	115	117	120	122	125	127	130	132
Impuestos sobre la renta devengados	54	-24	30	31	33	34	35	37	38	40	41	43	44
Pasivos corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo Corriente	2.377	220	2.597	2.610	2.633	2.654	2.676	2.699	2.722	2.745	2.769	2.793	2.818
Deuda a largo plazo	2.552	-118	2.434	2.464	2.495	2.526	2.557	2.589	2.621	2.653	2.686	2.720	2.753
Impuestos diferidos	485	-39	446	451	457	463	468	474	480	486	492	498	504
Otros pasivos	993	-42	951	1.063	1.190	1.331	1.488	1.665	1.862	2.083	2.330	2.606	2.914
Pasivos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo No Corriente	4.030	-199	3.831	3.979	4.141	4.319	4.514	4.728	4.963	5.222	5.508	5.823	6.172
Total Pasivo	6.407	21	6.428	6.589	6.774	6.973	7.190	7.427	7.685	7.967	8.277	8.617	8.990
Patrimonio Neto	Proyección Patrimonio Neto												
Capital social, \$0.0375 valor nominal; autorizado 560 acciones; emitidos 323 acciones	12	-	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Capital adicional pagado	342	-0	342	345	347	350	353	356	359	362	365	368	371
Ganancias retenidas en el negocio	2.845	57	2.902	3.232	3.569	3.914	4.266	4.625	4.992	5.366	5.748	6.138	6.536
Stock de capital en autocartera, a un costo	-639	-705	-1.344	-1.655	-1.973	-2.298	-2.630	-2.969	-3.316	-3.669	-4.030	-4.398	-4.774
Otras pérdidas acumuladas	-884	696	-188	-175	-160	-151	-153	-168	-196	-241	-304	-388	-498
Equidad totales accionistas Campbell Soup Company	1.676	47	1.723	1.758	1.796	1.827	1.848	1.857	1.852	1.831	1.792	1.731	1.647
Participación no controlling	-2	-	-2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Patrimonio Neto	1.674	47	1.721	1.758	1.796	1.827	1.848	1.857	1.852	1.831	1.792	1.731	1.647
Total pasivo y patrimonio neto	8.081	68	8.149	8.347	8.570	8.800	9.038	9.283	9.536	9.798	10.068	10.348	10.637

Valores expresados en Millones de Dólares.

ANEXO II - Proyección Estado de Resultados

Estado de Resultados	2016 Real	2016 Proy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estado de Resultados		Proyección EERR											
Ventas Netas	6.274	1.729	8.003	8.102	8.202	8.304	8.406	8.511	8.616	8.723	8.831	8.940	9.051
Costo de productos vendidos	-4.040	-1.118	-5.158	-5.120	-5.183	-5.248	-5.313	-5.378	-5.445	-5.512	-5.581	-5.650	-5.720
Los gastos de comercialización y ventas	-677	-211	-888	-974	-986	-998	-1.010	-1.023	-1.036	-1.048	-1.061	-1.075	-1.088
Gastos administrativos	-456	-153	-609	-612	-615	-618	-621	-624	-627	-630	-633	-636	-639
Gastos de investigación y desarrollo	-86	-32	-118	-116	-115	-113	-111	-110	-108	-106	-105	-103	-102
Otros gastos / (ingresos)	14	2	16	-20	-20	-21	-21	-21	-21	-22	-22	-22	-23
Cargos por reestructuración	-32	-1	-33	-56	-56	-57	-57	-57	-57	-58	-58	-58	-59
Costos y gastos totales	-5.277	-1.513	-6.790	-6.898	-6.976	-7.054	-7.133	-7.213	-7.294	-7.376	-7.460	-7.544	-7.629
Ganancias antes de intereses e impuestos	997	215	1.212	1.203	1.226	1.250	1.274	1.298	1.322	1.346	1.371	1.396	1.422
Gastos por intereses	-86	-29	-115	-114	-114	-113	-113	-112	-111	-111	-110	-109	-109
Ingresos por intereses	3	1	4	4	3	3	3	3	2	2	2	2	2
Las ganancias antes de impuestos	914	187	1.101	1.093	1.116	1.140	1.164	1.188	1.213	1.238	1.263	1.289	1.315
Los impuestos sobre las ganancias	-270	-57	-327	-336	-343	-350	-358	-365	-373	-380	-388	-396	-404
Ganancias por operaciones continuas	644	130	774	757	773	790	806	823	840	858	875	893	911
Utilidad (pérdida) de operaciones discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias netas	644	130	774	757	773	790	806	823	840	858	875	893	911
Menos: Utilidad neta (pérdida) atribuible a participaciones no controladas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias netas	644	130	774	757	773	790	806	823	840	858	875	893	911

Valores expresados en Millones de Dólares.

ANEXO III - Cálculos de Tasas de Descuento

Campbell (En términos anuales)	
Retorno Esperado	12,96%
Varianza	0,03303
Desvío	18,17%

S&P 500 (En términos anuales)	
Retorno Esperado	11,14%
Varianza	0,01033
Desvío	10,16%

Campbell y S&P500	
Covarianza	0,00406
Correlación	0,22

Beta	
$\frac{\text{Covar (Ri;Rm)}}{\text{Var (Rm)}}$	0,39341
$\frac{\rho_{i,m} * \text{Desvio i}}{\text{Desvio m}}$	0,39341

KE	
$K_e = R_F + B * (R_M - R_F)$	5,75%
R _F	2,26%
R _M -R _F	8,89%
Equity (*)	1.720,76
WE	41,41%

KD	
YTM ON 10 years	3,32%
Deuda Largo Plazo (*)	2.434,28
WD	58,59%
TAX	30,73%

WACC	3,73%
-------------	--------------

(*) Expresados en millones de USD