



VALORACIÓN DE EMPRESA GRUPO BIMBO S.A.B DE C.V Y SUBSIDIARIAS

Mediante Metodología de Flujo de Caja Descontado

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER DE FINANZAS

Alumno: Arroyo Díaz, Fernando Javier

Profesor Guía: Jara Bertín, Mauricio

Ciudad de Panamá, Mayo 2018

DEDICATORIA

Dedico esta tesis de grado -en primer lugar- a Dios Todopoderoso, quien ha dado un propósito a mi vida y que sin él no habría podido llegar hasta este punto. Hago especial mención tanto a mi amada esposa, Morena Chettani, por apoyarme cuando más lo necesito; así como a Mia Laserna Chettani, mi hija de corazón, quien me motiva a superarme cada día. También agradezco a mis padres Herlinda e Isaac por contribuir enormemente a mi formación y por su amor incondicional; así como a mis abuelos, tíos y mi hermana, por compartir conmigo sus experiencias y afecto durante esta aventura.

Con amor y cariño a todos ustedes,
Arroyo Díaz, Fernando Javier

Índice

Resumen Ejecutivo	6
1. Metodología.....	7
1.1 Valoración por Flujo de Caja descontado	7
1.2 Descripción de la Empresa e Industria.....	9
1.3 Descripción de la empresa Grupo Bimbo S.A.B de C.V.....	9
1.4 Descripción de la Industria.....	12
2. Análisis Operacional del Negocio e Industria	18
2.1 Balance General.....	19
2.2 Estado de Resultados	22
2.3 Costo de venta:.....	23
2.4 Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos:.....	23
2.5 Análisis de los activos:.....	24
2.5.1 Activos no Operacionales	24
3. Proyección de EERR.....	26
3.1 Tasa de Crecimiento real de la empresa.....	26
3.2 Tasa de Crecimiento real de la industria por región	27
3.3 Supuestos para determinar las tasas de crecimiento	27
3.4 Proyección de tasas de crecimientos e ingresos anuales	29
3.5 Proyección de costos de operación	30
3.6 Proyección de costos de financieros	30
3.7 Proyección del impuesto a la utilidad	31
3.8 Proyección de Estado de Resultado.....	31
4. Proyección de Flujos de Caja Libre	33
4.1 Proyección de la depreciación	33
4.2 Proyección de la inversión en reposición	33
4.3 Proyección de nuevas inversiones en activos	34
4.4 Proyección de inversión en Capital de Trabajo.....	35
4.5 Activos prescindibles	37
4.6 Deuda financiera registrada al 30 de Junio de 2017	37
4.7 Flujo de Caja Descontado.....	37

5. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	39
6. Conclusiones	40
Bibliografía.....	43

Índice de Tablas

Tabla 1. Subsidiarias más importantes de Grupo Bimbo S.A.B de C.V (al 31 de Diciembre 2016)	11
Tabla 2. Principales Accionistas Grupo Bimbo S.A.B de C.V (al 31 de Diciembre 2016).	12
Tabla 3. Tasas de Crecimiento Históricas de Grupo Bimbo S A B de C V (2013 – 2017)	26
Tabla 4. Tasas de Crecimiento Históricas de la Industria.....	27
Tabla 5. Depreciación de Activos.....	33
Tabla 6. Proyección de Inversión en Reposición.....	33
Tabla 7. Proyección de Inversión Nuevos Activos.....	35
Tabla 8. Capital de Trabajo de Grupo Bimbo S.A.B de C.V	35
Tabla 9. Proyección del Capital de Trabajo Grupo Bimbo S.A.B de C.V	36
Tabla 10. Activos Prescindibles.....	37
Tabla 11. Resumen de Deuda Financiera Grupo Bimbo S.A.B de C.V.....	37
Tabla 12. Flujo de Caja Descontado Proyectado Grupo Bimbo S.A.B de C.V.....	38
Tabla 13. Valoración Económica por FCD de Grupo Bimbo S.A.B de C.V.....	39

Resumen Ejecutivo

Esta tesis de grado tiene como objetivo valorar el precio de la acción de Grupo Bimbo, S A B de CV y Subsidiarias, bajo el método de Flujo de Caja Descontado, tomando como referencia las principales cifras de la empresa al 30 de junio del año 2017.

A lo largo del documento, se presentará el procedimiento que involucra realizar dicho método, procurando abarcar los aspectos cualitativos y cuantitativos más relevantes de Grupo Bimbo S.A.B de C.V. En la medida que se desarrolla el contenido, el lector podrá conocer -de una manera clara y objetiva- la situación financiera de Bimbo, de manera que se logre sustentar lo mejor posible el resultado de este ejercicio de valoración.

El desarrollo de la tesis comprende el conocimiento estratégico de la compañía, así como su posición competitiva dentro de su industria. Por lo tanto, otro de los objetivos del proyecto es el análisis exhaustivo de la industria panificadora tanto en México como a nivel global, así como de la reseña de los principales competidores de Bimbo.

Debido al tipo de empresa que se valoriza, este informe recopila un alto grado de información financiera histórica de Bimbo, puesto que es una compañía de orden mundial, cuya información se encuentra a disposición del mercado. De hecho, esta es una de las grandes ventajas de estimar el precio de la acción de esta compañía, lo que facilita la obtención del costo de capital de la empresa, tal como se expondrá en los primeros capítulos del presente documento.

Esta tesis se apoyará de cuadros y fórmulas, aplicando los principales conceptos inherentes al ejercicio mismo de valoración, teniendo en cuenta además las diferentes maneras de cómo llegar a estimar el precio de una acción, tal como lo haría el mercado de acciones internacional. Luego de este interesante y revelador ejercicio, se podrán ver las conclusiones obtenidas, las cuales expondrán la validez de este método de valoración, llegando a una recomendación de si comprar o vender la acción de Bimbo.

1. Metodología

1.1 Valoración por Flujo de Caja descontado

El método de Flujo de Caja Descontado es una de las metodologías más usadas para la valoración de empresas, ya que a partir de su basamento teórico reconoce a dichas empresas como entidades generadoras de fondos a partir de los activos actuales que posee.

Esta metodología se lleva a cabo estimando flujos de cajas generados a partir de la operación de la empresa, y está constituido principalmente por las partidas que componen el estado de resultado, el cual posteriormente es sujeto a ajustes, de los que se generan entradas y salidas de fondos que no pertenecen a la operación de la empresa, de igual forma se incorporan partidas que están relacionada a la inversión de activos, inversión en reposición y capital de trabajo. Adicionalmente se ajusta el ahorro tributario generado por cuentas de depreciación y deuda, obteniendo así los flujos finales.

Los flujos finales obtenidos son sometidos a una tasa descuento, la cual es denominada tasa de Costo de Capital, que no es más que la tasa de los activos, se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la tasa de costo patrimonial (k_p) que es la exigida por los accionistas. A través de la ecuación denominada "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés) y así obtener el valor final de la empresa.

Sin embargo, lo mencionado anteriormente no lo es todo, ya que lo que se busca través de esta metodología es entender todos los elementos que convergen en el patrimonio de una entidad, analizando desde su actividad operativa, sus oportunidades de crecimiento, su ventaja competitiva, su deuda, entre otros elementos, que contribuyen a la apreciación económica de la empresa. De esta forma, se genera un análisis objetivo de las diferencias que se dan entre el valor de la empresa y su valor en el mercado,

entendiendo que en el mercado hay simetría de la información y que todos manejan los mismos datos, sin embargo, al realizar esta valoración se pueden encontrar diferencias, ya que hay factores tanto internos como externos que no pueden ser controlados y que pueden generar cambios que no son capturados en la metodología llevada a cabo.

El método de Flujo de Caja Descontado pretende calcular -en primer lugar- el valor presente de los activos operacionales, lo cual se calcula de la siguiente forma:

$$VP \text{ activos oper.} = \frac{FC_1}{(1+k_0)^1} + \frac{FC_2}{(1+k_0)^2} + \frac{FC_3}{(1+k_0)^3} + \frac{FC_4}{(1+k_0)^4} + \dots + \frac{FC_n + VT_n}{(1+k_0)^n}$$

En donde FC es el Flujo de Caja proyectado para cada uno de los periodos analizados; k_0 es el costo de capital de la empresa y VT es el valor terminal de la Empresa. A su vez VT es producto del FC del último periodo en la proyección al cual se le divide entre el costo de capital de la empresa.

Luego, se realiza la siguiente operación para obtener el Valor de la empresa (V) y Patrimonio Económico (P).

$V = VP \text{ de activos operacionales} + \text{Activos prescindibles (de balance)} + \text{Exceso (déficit) de capital de trabajo (balance)}$.

$B = \text{Deuda financiera en el balance de la compañía}$.

$P = V - B$.

Cuando finalmente se obtiene el Patrimonio Económico, se procede a calcular el precio de la acción bajo este método.

$\text{Precio de la acción} = P / \text{No. de acciones de la compañía}$.

Para Grupo Bimbo S.A.B de C.V se emplea el método de valoración de Flujo de Caja Descontado el cual se desarrollará más adelante en los capítulos de este documento.

1.2 Descripción de la Empresa e Industria

El presente capítulo tiene como fin describir la empresa Grupo Bimbo S.A.B de C.V, la industria donde se desarrolla y dar a conocer los competidores seleccionados tanto en México como a nivel internacional.

1.3 Descripción de la empresa Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Grupo Bimbo S.A.B de C.V es una de las empresas de panificación más grandes del mundo, fundada el 02 de Diciembre del año 1945 en Ciudad de México. Es líder en el continente americano, cuenta con más de 70 plantas y 700 agencias de distribución localizadas estratégicamente en 20 países de América y Europa.

Es una sociedad anónima bursátil de capital variable, sus acciones cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) bajo la clave de pizarra BIMBO y en el mercado extrabursátil de los Estados Unidos de América a través de un programa de ADR Nivel 1, bajo la clave de pizarra BMBOY. Pertenece al Índice de Precios y Cotizaciones IPC y Índice Sustentable de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

En México, está sujeto a diversas leyes y reglamentos federales, estatales y municipales que regulan las descargas al medio ambiente, así como el manejo y disposición de desechos y residuos peligrosos. Está sujeto a la supervisión de la Secretaría de Medio Ambiente y Recursos Naturales, la Secretaría del Trabajo y Previsión Social, la Procuraduría Federal de Protección al Ambiente y la Comisión Nacional del Agua.

En Estados Unidos, está sujeto a leyes y reglamentos federales, estatales y locales relacionadas con la protección al ambiente. Estas normas incluyen la Ley de Aire Limpio (Clean Air Act), la Ley de Agua Limpia (Clean Water Act) y la Ley de Conservación y Recuperación de Recursos (Resource Conservation and Recovery Act and Superfund), que imponen responsabilidad individual y solidaria a las personas responsables. Grupo Bimbo tiene programas específicos en todas sus unidades de negocio diseñados para cumplir con los requisitos ambientales aplicables. También está sujeto a estrictas leyes ambientales en otros países en donde el Grupo tiene operaciones.

A través de sus principales subsidiarias, se dedica a la producción, distribución y comercialización de pan de caja, pan dulce, pastelería de tipo casero, galletas, barras de cereales, dulces, chocolates, botanas dulces y saladas, tortillas empacadas de maíz y de harina de trigo, tostadas, cajeta y comida rápida, entre otros.

Fabrica más de 5,000 productos mediante marcas de reconocido prestigio como Bimbo, Marinela, Tia Rosa, Lara, El Globo, Oroweat, Mrs. Baird's, Barcel, Ricolino, Coronado, La Corona, Milpa Real, Del Hogar, Ideal, Plus Vita, Pullman y Monarca, entre otras. Asimismo, la Compañía tiene una de las redes de distribución más extensas del mundo, con más de 30,000 rutas y una plantilla laboral superior a los 83,000 colaboradores.

Para llevar a cabo toda la operación a nivel mundial Grupo Bimbo S.A.B de C.V se apoya en las siguientes subsidiarias:

- _ Bimbo, S. A. de C. V.: Empresa que concentra todas las operaciones de panificación en México, cuyas principales marcas son Bimbo y Marinela. Bimbo. Se dedica a la fabricación, distribución y venta de pan blanco, pan dulce, tortillas empacadas de harina de trigo y de maíz y tostadas, en diferentes presentaciones, así como comida rápida. Marinela. Se dedica a la producción de pastelitos como el Gansito, producto que desde su introducción en 1957 y hasta la fecha ha contado con una importante aceptación por parte del consumidor. Barcel, S. A. de C. V: Empresa que concentra todas las operaciones de botanas saladas, dulces y chocolates en México, cuyas principales marcas son Barcel, Ricolino, Coronado y Candy Max. Cuenta con 12 plantas de proceso en todo el territorio mexicano y tiene más de 16.000 colaboradores directos. Las ventas de ambas subsidiarias, representan más del 30% de las ventas netas del grupo.

- _ Bimbo Bakeries USA, Inc ("BBU"): Empresa que controla las operaciones del Grupo en EE.UU. Estas operaciones se dedican a la manufactura, distribución y venta de pan y tortillas, entre otros, así como a la distribución de productos con marcas mexicanas en los segmentos de panificación, confitería y botana salada que son exportados desde México enfocados al mercado hispano. Actualmente,

cuenta con 15 plantas de producción en EE.UU. Además de un sistema de distribución propio y distribución a través de terceros. Canada Bread Corporation Company Limited (“Canada Bread” o “CB”): Es una de las empresas líderes en la producción y venta de productos de panificación, incluyendo las categorías de pan de caja, bollos, bagels, english muffins y tortillas en Canadá, pan congelado en Norteamérica y productos de panificación especializados en el Reino Unido. Estas dos empresas conforman el segmento de Estados Unidos de América (EUA) y Canadá y sus ventas representan más del 54% de las ventas netas consolidadas del grupo.

- _ Bimbo do Brasil, Ltda: Es líder en los principales segmentos de panificación en el país. Produce panes de forma, bisnitas, pasteles, rocamboles, galletas, panettones, entre otros. Posee más de 4,300 colaboradores en seis fábricas presentes en las regiones Sudeste, Sur y Nordeste, contando con más de 82 mil puntos de venta. Cuenta con alimentos de excelente calidad, que son llevados diariamente a miles de hogares de los consumidores brasileños.
- _ Bakery Donuts Iberia S.A.U: Es una de las compañías líderes en la industria de panificación en España y Portugal; participa en las categorías de pan de caja, pan dulce y bollería.

Las subsidiarias, que se encuentran en América Latina y Europa, representan menos del 16% de las ventas netas consolidadas del grupo.

A continuación, se muestra un resumen de las subsidiarias más importantes del grupo:

Tabla 1. Subsidiarias más importantes de Grupo Bimbo S.A.B de C.V (al 31 de Diciembre 2016)

Subsidiaria	Participación	País	Segmento	Actividad Principal
Bimbo, S.A de C.V	97%	México	México	Panificación
Barcel, S.A. de C.V.	98%	México	México	Dulces y botanas
Bimbo Bakeries USA, Inc.	100%	Estados Unidos	EUA y Canadá	Panificación
Canada Bread Corporation, LLC.	100%	Canadá	EUA y Canadá	Panificación

Bimbo do Brasil, Ltda.	100%	Brasil	OLA	Panificación
Bimbo, S.A.U	100%	España y Portugal	Europa	Panificación
Bakery Donuts Iberia S.A.U	100%	España y Portugal	Europa	Panificación

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Los principales 12 accionistas del grupo representan el 77.9% del total de las acciones de la empresa, los cuales se describen a continuación en el presente cuadro:

Tabla 2. Principales Accionistas Grupo Bimbo S.A.B de C.V (al 31 de Diciembre 2016).

Nombre	Acciones	%
Normaciel, S.A. de C.V.	438,796,285	37.3
Monser, S.A. de C.V.	133,504,636	11.4
Promociones Philae, S.A. de C.V.	58,173,026	5.0
Grupo Valacci, S.A. de C.V.	45,947,077	3.9
Distribuidora Comercial Senda, S.A. de C.V.	43,740,000	3.7
Fideicomiso Banamex 14483-3 (Las acciones de estos fideicomisos son controladas por la familia Servitje Montull)	42,967,349	3.7
Marlupag, S.A. de C.V.	40,303,384	3.4
Fideicomiso Banamex 14484-1 (Las acciones de estos fideicomisos son controladas por la familia Servitje Montull).	17,292,657	1.5
Grupo de accionistas personas físicas y morales (En lo individual, su tenencia directa no representa más de 5.0% del capital social)	94,993,673	8.1
Total	915,718,087	77.9%

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

De acuerdo con lo descrito en el cuadro anterior las empresas Normaciel, S.A de C.V, Monser S.A de C.V poseen el 48.7% de las acciones totales del grupo.

1.4 Descripción de la Industria

El pan ha sido uno de los productos de consumo humano más importantes a través de la historia no sólo por su alto valor nutricional, sino por ser un producto de buen sabor y versátil para el consumo de la familia, a cualquier hora del día. Es debido a esta versatilidad que el hombre ha modificado la manera de hacer pan a través de los siglos, lo cual a su vez ha permitido que este producto ocupe un lugar tan importante en todas las regiones del mundo y en la mayor parte de las culturas.

Incluso en la actualidad, se considera que la industria del pan atraviesa una fase de expansión y crecimiento, ya que la misma es la más representativa en la alimentación y es la más antigua del mundo.

La industria panificadora mundial ostenta un valor de US\$ 461,000 millones de acuerdo a IBISWorld Global Bakery Good Manufacturing Report, agosto 2016. La industria es altamente fragmentada dentro de las cuales las panaderías artesanales y locales ocupan posiciones muy importantes. Se calcula que la participación de panaderías familiares o artesanales ocupan casi el 90% de la industria.

México no se queda atrás, ya que es una economía que se caracteriza por una gran variedad de productos basados en el pan. De acuerdo a datos de la Cámara Nacional de la Industria Panificadora (CANAINPA), la industria de panificación en México tiene un valor en el mercado de 6,500 millones de dólares (1.4% con respecto al porcentaje mundial) y el consumo per cápita asciende a 34 kilogramos al año. El consumo de esta industria se relaciona con el pan blanco (entre un 70% y 75%), mientras que el porcentaje restante corresponde a pan dulce, galletas, pasteles, etc.

En cuanto a los establecimientos que producen pan en México, se estima que sólo 46 establecimientos se dedican a la producción industrial del pan, mientras que 34,513 establecimientos productores de este alimento caen en la categoría de productores artesanales, es decir poco formales, que no cuentan con procesos de producción estandarizados. Visto de otro punto de vista, 40,060 establecimientos dentro de México (68.3%) consisten en panaderías, mientras que 10,470 y 7,035 (17.9% y 12.0%, respectivamente) se conforman por pastelerías y tortillerías. Estas estadísticas fueron recopiladas por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), para el año 2014.

Teniendo en cuenta todo lo anterior mencionado, Grupo Bimbo es líder indiscutible en la industria panificadora no sólo en México, sino también en el mundo, ya que sus ventas anuales de pan se encuentran por encima de cualquier otra compañía. A pesar de mantener una posición de liderazgo, Grupo Bimbo S.A.B de C.V cuenta con el 3.7% de

participación de mercado, ya que el porcentaje restante se distribuye -en su mayoría- por panaderías artesanales.

Uno de los factores más importante del crecimiento de Bimbo ha sido la penetración de mercados mediante la consolidación de la industria y la incorporación de alimentos de dieta empacados. El Grupo Bimbo también participa con una presencia pequeña del mercado de snacks, lo que les permite agregar valor a los canales de venta, que le permiten a su vez expandir la base de consumidores y les da acceso a distintos tipos de consumo.

La diversificación geográfica de Grupo Bimbo va desde mercados desarrollados hasta aquellos con alto potencial de crecimiento, con una sólida posición de liderazgo en cada uno de ellos. Su presencia global representa una ventaja competitiva y permite compartir productos, intercambiar procesos y mejores prácticas entre las diversas organizaciones. Asimismo, el tamaño y escala de las operaciones proporcionan una ventaja sobre otros competidores, para mitigar algunos de los retos inherentes a la industria. Cuentan con los recursos necesarios para invertir en: investigación de mercado y del consumidor; desarrollo e innovación de productos; seguridad alimentaria y controles de calidad; plataformas de publicidad, mercadotecnia y ventas; y desarrollo de talento. También, al seguir desarrollando sus marcas globales, nacionales y regionales, se pueden aprovechar diversas oportunidades entre mercados, en términos del desarrollo de la categoría, al mismo tiempo que su plataforma de producción y distribución fortalece la rentabilidad y la penetración de mercado.

De acuerdo con lo anteriormente señalado, se establecieron como comparables del Grupo Bimbo, las siguientes compañías debajo descritas. Cabe mencionar que no es sencillo agrupar a Grupo Bimbo dentro de un “peer group”, debido a que una empresa que ejerce un alto liderazgo dentro de su industria, hasta el nivel de denominarse inclusive “monopolio” dentro de su propio país. Tampoco existen compañías a nivel de América que mantengan un liderazgo dentro de la industria del pan como tal; es por ello, que se han agrupado algunos Conglomerados internacionales que entre sus negocios

también se encuentra la producción y venta de pan, pero todos en menor medida que Bimbo.

— **Gruma, S.A de C.V:** Es uno de los productores más grandes de harina de maíz y tortillas en el mundo. Con marcas líderes en la mayoría de sus mercados. Opera principalmente en los Estados Unidos, México, Centroamérica, Europa, Asia y Oceanía. La compañía tiene sus oficinas corporativas en San Pedro Garza García, México, y cuenta con alrededor de 20,000 empleados y 73 plantas. En los Estados Unidos, es uno de los principales productores de harina de maíz y tortilla, atendiendo a clientes industriales, minoristas e institucionales. Su negocio de tortilla opera 20 plantas produciendo tortillas, frituras, y otros productos relacionados. Sus principales marcas incluyen Mission, Guerrero y Calidad®. Cuenta con seis plantas en donde su marca principal es Maseca. Es el productor líder de harina de maíz en México, se dedica principalmente a la producción, distribución y venta de harina de maíz bajo la marca Maseca y cuenta con 18 plantas a lo largo del país con las cuales atiende a sus clientes industriales, mayoristas y minoristas. En Europa, cuenta con seis plantas (dos en el Reino Unido, dos en España, una en Holanda y una en Rusia) que producen tortillas, frituras, y diversos tipos de panes planos como pitta, naan, chapati y piadinas. Su principal marca de tortilla es Mission. GRUMA cuenta con tres plantas de molienda de maíz en Europa. En Centroamérica produce harina de maíz y, en menor grado, tortillas y snacks.

— **Flower Foods:** Fundado en 1919 en Thomasville, Georgia, es actualmente una de los más grandes productores de panes y dulces empacados en Estados Unidos. La compañía opera más de 40 panaderías que produce una amplia gama de panes y dulces para consumidores y otros negocios en los Estados Unidos. Cuenta con las siguientes marcas de pan: Nature's Own, Whitewheat, Cobblestone Bread Co., Wonder, Betsy Ross, Butterkrust, Captain John Derst's, Dandee, Mary Jane, Aunt Hattie's, Bunny, Butternut, Country Kitchen, Evangeline Maid, Holsum, Roman Meal, Dave's Killer Breads, Alpine Valley Breads, Barowsky's Organic. Los segmentos en los que opera la empresa son los siguientes: Direct Store Delivery: Este segmento se encarga de que los panes, dulces, tortillas, panecillos y bollos sean vendidos

regionalmente a través de un sistema que alcanza el 85% de la población estadounidense, aproximadamente. Está apoyado por una red de socios distribuidores independientes, altamente motivados. Las marcas vendidas a través de esta red incluyen Nature's Own, Cobblestone Bread Co., Wonder y Tastykake. Segmento de Bodega: Es responsable de la distribución local de pastelillos frescos, así como de panes y panecillos congelados que son vendidos directamente a otras bodegas de clientes. Las marcas vendidas en este segmento incluyen Mrs Freshley y European Bakers.

- **General Mills:** Se dedica a producir y mercadear alimentos para consumo, a través de tiendas minoristas. Se encuentra arriba en el ranking de compañías orientadas a alimentos empacados para el consumo. Algunas de sus marcas líderes incluyen las harinas para postres de Betty Crocker, Harina Gold Medal, Masa para galletas de Pillsbury y el yogurt Yoplait. Compite con Kellogs para convertirse en el mayor productory comercializador de cereales mediante un arsenal de marcas que incluye Kix, Chex, Cheerios, Lucky Charms y Wheaties. Mientras muchas de las ventas de la empresa provienen de los Estados Unidos, General Mills está trabajando para alcanzar y posicionar sus marcas en el mercado global. La compañía cuenta con oficinas y fábricas manufactureras en más de 30 países. Los segmentos en los que opera la empresa son los siguientes: Segmento Minorista en los Estados Unidos: Incluye 7 divisiones que mercadean grandes cereales como Cheerios, alimentos empacados como Hamburger Helper las marcas Yoplait y Pillsbury, bocadillos como las barras de granola Nature Valley, productos para hornear como Betty Crocker y Small Planet Foods, subsidiaria que ofrece marcas orgánicas como Cascadian Farm y Muir Glen. Negocios mayoristas fuera de los Estados Unidos: Aquí se incluyen todas las marcas y productos que se venden en Canadá, Latinoamérica, Europa, Medio Oriente, Asia y Australia. Entre ellas se encuentra Cheerios, Green Giant, Häagen-Dazs, Old El Paso, Pillsbury, Yoplait, entre otros. Servicios de Comida y Tiendas de Conveniencia: Es un segmento pequeño que realiza entregas de mezclas para hornear y harina para panaderías; cereales de marcas, bocadillos y yogurt a restaurantes, hoteles, etc., además de una variedad de productos a tiendas de conveniencia y máquinas dispensadoras.

— **Kellogs Company:** es el mayor productor de cereal del mundo y un líder productor de alimentos de conveniencia, incluyendo galletas, pan tostado, barras de cereal, bocadillos con sabor a fruta, waffles congelados y alimentos vegetarianos. Los productos de Kelloggs son fabricados en 18 países y mercadeados en más de 180 países. Esta empresa compite con General Mills por el primer lugar en el mercado de cereales en Estados Unidos. Desde su fundación en 1906, la compañía ostenta diversas marcas tales como Corn Flakes, Frosted Flakes, Froot Loops, Special K, Rice Krispies, entre otras. En la actualidad la compañía hace más dinero de sus marcas de conveniencia tales como Kashi, Pringles, Keebler, Cheez-It, entre otras. Los segmentos en los que opera la empresa son los siguientes: US Morning Foods: Incluye cereales, pan tostado, barras nutricionales y bebidas US Snacks: Incluye galletas, barras de cereales, aperitivos salados y bocadillos con sabor a fruta. US Speciality: Es todo lo que no tiene que ver con canales de distribución al hogar. Incluye tiendas de conveniencia, servicio y producción de comida. El servicio de comida sirve a instituciones, escuelas y hospitales. US Other: Incluye US Frozen, Kashi y segmentos canadienses. No son considerados económicamente similares para incorporar en otros segmentos operativos. Otros segmentos se basan en ubicación geográfica más que nada. Latinoamérica incluye también a México, mientras que Asia Pacific consiste en África Sub-Sahariana, Australia y otros mercados de Asia y el Pacífico.

— **Mondelez International:** Es una de las compañías de bocadillos más grandes del mundo. Producen y mercadean bocadillos y bebidas para el consumo en aproximadamente 165 países alrededor del mundo. El portafolio de productos incluye marcas icónicas como Nabisco, Oreo, galletas LU and belVita, Cadbury, Milka, gomas de mascar Trident, pastillas Halls y bebidas Tang. Esta compañía fue anteriormente Kraft Foods, pero luego de la fusión con Heinz, que a su vez creó a Kraft-Heinz, una de las divisiones restantes cambió su nombre actual a Mondelez International. Los productos de la compañía se dividen en las siguientes categorías: Biscuits: Incluye a las galletas dulces y saladas. Chocolate: Productos elaborados en base a cocoa y chocolate. Gum & Candy: Aquí se incluyen pastillas y gomas de mascar. Beverages: Productos bebibles como por ejemplo jugos y bebidas

energéticas. Cheese & Grocery: Aquí se incluyen todos los productos relacionados a queso, lácteos y otros productos que se comercializan a tiendas de conveniencia. Al mismo tiempo, la compañía reporta 4 segmentos que son: América Latina, África, Medio Oriente y Asia Pacífico, Euro es una compañía global de comidas. La compañía elabora una gama de sopas, bebidas, bocadillos y comidas frescas empacadas de alta calidad.

Campbell Soup Company: Campbell está liderado por marcas icónicas como por ejemplo Pepperidge Farms y galletas Goldfish; así como Arnott's y galletas Royal Dansk; bebidas V8, salsas Prego, comida para bebés orgánicas, papitas marca Garden Fresh Gourmet, etc. Adicionalmente, la compañía es conocida por su gran variedad de sopas y cremas de hongos. pa y Norteamérica. La compañía opera en 3 segmentos: Americas Simple Meals y Bebidas: Incluyen los negocios dedicados a servicios de comida y el negocio minorista en Estados Unidos, Canadá y América Latina. También se incluyen las sopas listas para servir, las salsas Prego, las salsas Campbell y jugos de tomate Campbell. Global Biscuits and Snacks: Incluye las galletas Pepperidge Farm, galletas saladas y productos congelados en el mercado minorista de Estados Unidos. Este segmento también incluye comidas y bebidas simples. Campbell Fresh: Incluye zanahorias frescas marca Bolthouse Farms, ingredientes de zanahoria, bebidas refrigeradas; salsas, hummus, dips y papitas de tortilla y el negocio de sopa refrigerada.

2. Análisis Operacional del Negocio e Industria

El punto de partida para la valoración según el método de Flujo de Caja Descontado es analizar la posición financiera histórica de la empresa, cuyo propósito es identificar las principales cuentas operativas de la empresa, así como evaluar la ocurrencia de tendencias en la generación de resultados de la compañía. Además, la posición financiera histórica de la compañía sirve como punto de partida para realizar la proyección del flujo de caja de la empresa, así como la determinación de los principales insumos que serán necesarios para la estimación del precio de acción de Bimbo bajo esta metodología de valoración.

2.1 Balance General

Grupo Bimbo S A B de C V y

Subsidiarias

Estados Financieros correspondiente a los periodos terminados (2013,2014,2015,2016 y Junio 2017)

Expresado en Pesos

Mexicanos (Millones)

BALANCE GENERAL	2013	2014	2015	2016	Jun.17*
*Activos circulantes:					
Efectivo y equivalentes de efectivo	2,504	2,572	3,825	6,814	5,629
Cuentas por cobrar clientes, neto	10,963	13,098	13,367	16,616	15,227
Otras cuentas por cobrar	4,885	5,930	5,680	7,453	7,134
Inventarios, neto	4,729	4,978	5,509	7,428	7,071
Pagos anticipados	1,421	695	861	806	1,031
Instrumentos financieros derivados	38	386	885	305	659
Depósitos en cuentas de garantía de instrumentos financieros derivados	659	18	1,501	1,140	-341
Activos clasificados como mantenidos para su venta	54	188	502	148	30
Total del activo circulante	25,253	27,865	32,130	40,710	36,440
Cuentas por cobrar a largo plazo a operadores independientes	1,560	1,109	950	807	595
Propiedades, planta y equipo, neto	42,683	52,475	58,073	74,584	69,683

Inversión en asociadas	2,132	2,031	2,106	2,124	2,618
Instrumentos financieros derivados	695	1,653	3,346	3,448	2,689
Impuestos a la utilidad diferidos	5,399	8,709	10,705	9,779	6,169
Activos intangibles, neto	26,977	37,960	42,535	49,938	46,410
Crédito mercantil	29,822	45,257	49,196	62,884	53,513
Otros activos, neto	206	702	592	891	659

Total de activos	134,727	177,761	199,633	245,165	218,778
-------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Pasivos circulantes:					
Porción circulante de la deuda a largo plazo	7,997	1,789	8,282	2,150	2,454
Cuentas por pagar a proveedores	9,698	11,867	13,146	16,652	14,165
Otras cuentas por pagar y pasivos acumulados	10,779	12,432	14,046	19,881	19,870
Cuentas por pagar a partes relacionadas	523	789	401	853	637
Impuesto sobre la renta	2,372	3,232	2,845	3,851	3,281
Participación de los trabajadores en las utilidades	876	1,114	1,110	1,185	511
Instrumentos financieros derivados	1,033	673	3,208	372	716
Total del pasivo circulante	33,278	31,896	43,038	44,944	41,633
Deuda a largo plazo	32,332	60,415	59,479	80,351	70,488
Instrumentos financieros derivados	236	1,540	1,707	3,352	2,176
Beneficios a empleados y previsión social	18,771	23,292	25,932	30,488	28,072

Impuestos a la utilidad diferidos	1,554	3,380	3,359	4,952	4,172
Otros pasivos a largo plazo	773	3,636	4,259	6,002	5,885
Total del pasivo	86,944	124,159	137,774	170,089	152,426

Capital contable:					
Capital social	4,227	4,227	4,227	4,227	4,227
Reserva para recompra de acciones	917	916	770	720	710
Utilidades retenidas	43,617	46,975	52,146	56,915	58,045
Efecto acumulado de conversión de operaciones extranjeras	-3,975	-1,026	2,107	10,259	288
Utilidades actuariales de planes de beneficios definidos de obligaciones laborales	1,067	103	669	-101	-160
Pérdida por realizar de instrumentos derivados de cobertura de flujos de efectivo	-234	-220	-964	-590	-82
Participación no controladora	2,164	2,627	2,904	3,646	3,323
Total de capital contable	47,783	53,602	61,859	75,076	66,352

Total de pasivos y capital contable	134,727	177,761	199,633	245,165	218,778
--	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

*al 30 de Junio de 2017.

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

2.2 Estado de Resultados

Grupo Bimbo S A B de C V y Subsidiarias

Estados Financieros correspondiente a los periodos terminados (2013,2014,2015,2016 y Junio 2017)

Expresado en Pesos Mexicanos (Millones)

ESTADO DE RESULTADOS	2013	2014	2015	2016	Jun.17*
Ventas netas	176,041	187,053	219,186	252,141	131,195
Costo de ventas	83,942	88,298	102,421	115,998	60,522
Utilidad bruta	92,099	98,755	116,765	136,143	70,673
Gastos generales:					
Distribución y venta	66,882	71,862	84,245	96,395	51,134
Administración	11,750	11,215	14,298	17,320	9,931
Gastos de integración	1,834	2,489	1,933	2,108	1,168
Otros gastos, neto	1,143	2,877	2,168	2,236	265
Total de gastos	81,609	88,443	102,644	118,059	62,498
Utilidad de operación	10,490	10,312	14,121	18,084	8,175
Costos financieros:					
Intereses a cargo	3,146	3,692	4,576	5,486	2,765
Intereses ganados	-268	-271	-212	-249	-150
Pérdida (ganancia) cambiaria, neta	-1	-90	18	5	261
Ganancia por posición monetaria	-81	-66	-192	-650	79
Total de costos financieros, neto	2,796	3,265	4,190	4,592	2,955
Participación en los resultados de compañías asociadas	-38	-61	47	121	127
Utilidad antes de impuesto a la utilidad	7,656	6,986	9,978	13,613	5,347
Impuestos a la utilidad	2,878	2,955	4,063	6,845	2,381
Utilidad neta consolidada	4,778	4,031	5,915	6,768	2,966

Participación controladora	4,404	3,518	5,171	5,898	2,493
Participación no controladora	374	513	744	870	473
Utilidad básica por acción ordinaria	0.94	0.75	1.1	1.25	0.53
Promedio ponderado de acciones en circulación	4,703.2	4,703.2	4,703.2	4,703.2	4,703.2

*al 30 de Junio 2017

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

De acuerdo a las notas de los estados financieros auditados, el costo de ventas y los gastos de distribución, venta, administración y otros gastos generales por naturaleza de la empresa, mostrados de forma consolidada en estado de resultado consolidado se constituyen de la siguiente manera:

2.3 Costo de venta:

Está conformado por las siguientes partidas contables:

Costo de Venta
Materia prima y otros gastos de fábrica
Fletes, combustibles y mantenimiento
Depreciaciones

2.4 Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos:

Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos
Sueldos y prestaciones
Depreciaciones
Fletes, combustibles y mantenimiento
Servicios profesionales y consultoría
Publicidad y gastos promocionales
Otros

2.5 Análisis de los activos:

Análisis de los Activos
Operacionales
Cuentas por cobrar clientes
Otras cuentas por cobrar
Inventarios
Pagos anticipados
Cuentas por cobrar a largo plazo a operadores independientes
Propiedades, planta y equipo
Activos intangibles
Efectivo y equivalentes de efectivo
Depósitos en cuentas de garantía de instrumentos financieros derivados
Activos clasificados como mantenidos para su venta
Inversión en asociadas
Instrumentos financieros derivados
Impuestos a la utilidad diferidos
Crédito mercantil
Otros activos, neto

2.5.1 Activos no Operacionales

Los activos no operacionales de la empresa se describen a continuación:

- Efectivo y equivalentes de efectivo:** Consisten principalmente en depósitos bancarios en cuentas de cheques e inversiones en valores a corto plazo, de gran liquidez, fácilmente convertibles en efectivo, con vencimiento hasta de tres meses a partir de su fecha de adquisición y sujetos a riesgos poco significativos de cambios en valor. Los equivalentes de efectivo están representados principalmente por inversiones en instrumentos de deuda gubernamental con vencimiento diario.

- **Instrumentos financieros derivados:** Son instrumentos financieros derivados de cobertura de flujos de efectivo y de cobertura de la inversión neta en subsidiarias en el extranjero.

- **Depósitos en cuentas de garantía de instrumentos financieros derivados:** Son depósitos en cuentas para garantizar eficientemente el uso de los instrumentos derivados de cobertura señalados en el párrafo anterior.

- **Activos clasificados como mantenidos para su venta:** Los activos de larga duración y los grupos de activos en disposición se clasifican como mantenidos para su venta si su valor en libros será recuperado a través de su venta y no mediante su uso continuo. Se considera que esta condición ha sido cumplida únicamente cuando la venta es altamente probable y el activo (o grupo de activos en disposición) está disponible para su venta inmediata en su condición actual sujeta únicamente a términos comunes de venta de dichos activos. El activo de larga duración (y los grupos de activos en disposición) clasificados como mantenidos para la venta se valúan al menor entre su valor en libros y el valor razonable de los activos menos los costos para su venta.

- **Inversión en asociadas:** Una asociada es una entidad sobre la cual la Entidad tiene influencia significativa de participar en decidir las políticas financieras y de operación de la entidad en la que se invierte, pero no implica un control o control conjunto sobre esas políticas.

- **Impuestos a la utilidad diferidos:** Los impuestos a la utilidad diferidos se reconocen sobre las diferencias temporales entre el valor en libros de los activos y pasivos incluidos en los estados financieros consolidados y las bases fiscales correspondientes utilizadas para determinar el resultado fiscal, aplicando la tasa correspondiente a estas diferencias y en su caso se incluyen los beneficios de las pérdidas fiscales por amortizar y de algunos créditos fiscales. El activo o pasivo por impuesto a la utilidad diferido se reconoce generalmente para todas las diferencias fiscales temporales.

– **Crédito mercantil:** El crédito mercantil que surge por la adquisición de un negocio se reconoce al costo determinado a la fecha de adquisición del negocio, menos las pérdidas acumuladas por deterioro, si existieran. Para fines de evaluar el deterioro, el crédito mercantil se asigna a cada unidad generadora de efectivo (o grupos de unidades generadoras de efectivo) de la Entidad, que se espera será beneficiada por las sinergias de la combinación.

– **Otros activos:** Los otros activos, corresponden a activos que no pueden ser clasificados en los renglones anteriormente señalados y de los cuales no se ofrecen detalles dentro de las notas a los Estados Financieros presentados por la empresa.

3. Proyección de EERR

3.1 Tasa de Crecimiento real de la empresa

El rubro que ostenta mayor relevancia al momento de realizar la proyección son las ventas de la compañía, ya que el comportamiento de las mismas determina la evolución del flujo de caja de Bimbo, principalmente porque su negocio se dedica a generar resultados y flujos por medio del volumen de ventas y la tasa de crecimiento que ostenta en sus distintos mercados.

Tabla 3. Tasas de Crecimiento Históricas de Grupo Bimbo S A B de C V (2013 – 2017)

Crecimiento por Región	2013	2014	2015	2016	Jun.17*
México	3.81%	-1.48%	5.82%	7.98%	10.58%
Estados Unidos y Canadá	1.06%	13.30%	28.80%	16.17%	6.92%
Organización Latinoamericana (OLA)	3.76%	0.50%	10.67%	19.89%	17.16%
Europa	2.72%	29.57%	9.61%	54.44%	96.79%
Tasa total de Crecimiento Anual	1.68%	6.26%	17.18%	15.04%	11.94%

*al 30 de Junio de 2017.

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

3.2 Tasa de Crecimiento real de la industria por región

Tabla 4. Tasas de Crecimiento Históricas de la Industria

Crecimiento de la Industria por Región	2013	2014	2015	2016
Estados Unidos	5.5%	2.0%	3.9%	1.7%
Pan	2.0%	2.9%	2.8%	0.7%
Conservas de repostería y pasteles	8.1%	1.5%	4.6%	2.3%
Europa	3.4%	1.8%	3.4%	1.5%
Pan	2.6%	-1.8%	0.4%	-0.8%
Conservas de repostería y pasteles	4.2%	4.7%	5.8%	3.2%
México	9.4%	9.3%	4.2%	10.8%
Pan	7.3%	8.4%	4.5%	12.6%
Conservas de repostería y pasteles	55.2%	22.5%	0.7%	-13.9%
Total de regiones	4.2%	1.9%	3.6%	1.6%
Pan	2.5%	-0.1%	1.3%	0.0%
Conservas de repostería y pasteles	5.6%	3.6%	5.4%	2.8%

Fuente: es.statista.com

3.3 Supuestos para determinar las tasas de crecimiento

Supuestos para la proyección de Ingresos de Operación por Región:

– **Para crecimiento en los Estados Unidos y Canadá:**

1. Poco más del 50% de las ventas de Bimbo se registra en esta región.
2. Bimbo enfrenta alta competencia en esta región, principalmente por otros conglomerados financieros.
3. Es una región con crecimiento poblacional moderado, además que el crecimiento proyectado de su PIB oscila entre 1.7% y 2.3%.
4. Existe una tendencia creciente en el consumo de productos más saludables, es decir, con menos endulzantes, saborizantes u otras sustancias que eleven el porcentaje de grasa.

5. Se vislumbra que Bimbo pueda crecer a la par de la industria, por todo lo anterior mencionado.

— **Para crecimiento en México:**

1. Aproximadamente el 33% de las ventas de Bimbo se dirigen a este mercado.
2. Bimbo es la panificadora líder en esta región y tiene muy poca competencia.
3. Los crecimientos anuales muestran una tendencia al alza.
4. La demanda es más baja en México porque este mercado crece más bien de forma orgánica y no tanto por medio de adquisiciones como es el caso de otras regiones.
5. Debido a estos factores, se prevé que Bimbo pueda crecer en línea con el crecimiento proyectado de la industria, ya que Bimbo es quien establece las tendencias de crecimiento en México.

— **Para crecimiento en América Latina:**

1. Aproximadamente el 11% de las ventas de Bimbo se dirigen a este mercado.
2. Bimbo es la panificadora líder en esta región y tiene muy poca competencia.
3. Los crecimientos anuales han permanecido en doble dígito en los 3 últimos años, lo que es síntoma de la alta demanda de este mercado, además que Bimbo continúa penetrando el mercado latinoamericano de forma exitosa.
4. La demanda es más baja en México porque este mercado crece más bien de forma orgánica y no tanto por medio de adquisiciones como es el caso de otras regiones.
5. Debido a estos factores, se prevé que Bimbo pueda seguir creciendo a doble dígito por los próximos 5 años, con una leve tendencia hacia la baja, tal como ocurre en una proyección tradicional.

— **Para crecimiento en Europa y otras regiones:**

1. Aproximadamente el 6% de las ventas de Bimbo se orientan a este mercado y como tal, su incidencia en las proyecciones de crecimiento de las ventas consolidadas será relativamente baja.

2. La población en Europa crece a bajo ritmo, y por lo tanto, la edad promedio de sus habitantes crece progresivamente.
3. Es una región que ha estado afectada económicamente, principalmente por las situaciones vividas en España, Portugal, Italia, Grecia, Ucrania, etc., sin mencionar otras coyunturas de nivel político.
4. Las recientes adquisiciones de Bimbo han estado orientadas a ganar más cuota de mercado en Europa, principalmente en la región Ibérica.
5. Esta región también está tomando mayor conciencia de la importancia de comer sanamente, así como ocurre en los Estados Unidos y Canadá.
6. Por lo anterior mencionado, podría asumirse un ritmo de crecimiento significativamente mayor con respecto a la industria, porque esta región ha estado creciendo a ritmos exponenciales en los últimos años.

3.4 Proyección de tasas de crecimientos e ingresos anuales

Crecimiento por Región	Dic. 2017*	2018	2019	2020	2021
Proyección de Tasas					
México	4.03%	6.50%	6.25%	6.00%	5.75%
Estados Unidos y Canadá	1.53%	3.00%	2.80%	2.60%	2.40%
América Latina	8.47%	14.00%	12.00%	10.00%	9.00%
Europa y otras regiones	13.90%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%
Tasa Proyectada Anual	5.20%	7.54%	7.01%	6.51%	5.84%
Proyección de Ingresos					
	Dic. 2017*	2018	2019	2020	2021
México	44,847	96,095	102,341	108,738	115,262
Estados Unidos y Canadá	71,070	143,454	147,757	151,895	155,844
América Latina	18,892	38,485	43,873	49,137	54,051
Europa y otras regiones	7,034	19,732	24,666	29,599	34,038
Ingresos Proyectados Anual	141,842	297,766	318,637	339,368	359,195

Proyección del segundo semestre del año 2017*

3.5 Proyección de costos de operación

De acuerdo a los resultados históricos (2013-Junio 2017) de Grupo Bimbo S.A.B de C.V, los costos de operación totales representan el 46% de los ingresos anuales, por tal razón dichos costos se proyectan de la misma forma y se discriminan de la siguiente manera:

Costos de Operación	Dic. 2017*	2018	2019	2020	2021
Costo de venta					
Materia prima y otros gastos de fábrica	62,247	127,214	136,130	144,987	153,458
Fletes, combustibles y mantenimiento	2,083	4,258	4,556	4,852	5,136
Depreciaciones	2,883	5,892	6,305	6,715	7,107
Total Costo de venta	67,214	137,363	146,991	156,555	165,701
Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos					
Sueldos y prestaciones	29,152	59,576	63,752	67,900	71,867
Depreciaciones	1,388	2,837	3,036	3,233	3,422
Fletes, combustibles y mantenimiento	4,859	9,929	10,625	11,317	11,978
Servicios profesionales y consultoría	10,411	21,277	22,769	24,250	25,667
Publicidad y gastos promocionales	5,553	11,348	12,143	12,933	13,689
Amortización	518	1,058	1,133	1,206	1,277
Otros	18,046	33,311	33,311	33,311	33,311
Total de Gastos	69,408	139,338	146,769	154,151	161,211

Proyección del segundo semestre del año 2017*

3.6 Proyección de costos de financieros

Costos financieros	Dic. 2017*	2018	2019	2020	2021
Intereses a cargo	3,071	6,276	6,716	7,153	7,571

Intereses ganados	-167	-341	-364	-388	-411
Pérdida (ganancia) cambiaria	290	593	634	675	715
Ganancia por posición monetaria	87	178	191	203	215
Total de costos financieros	3,281	6,706	7,176	7,643	8,089

Proyección del segundo semestre del año 2017*

3.7 Proyección del impuesto a la utilidad

Para el cálculo del impuesto a la utilidad se usa la tasa efectiva promedio de los últimos dos años, y la misma fue aplicada a las proyecciones descritas a continuación:

Impuesto	Dic. 2017*	2018	2019	2020	2021
Impuestos a la utilidad	2,969	6,591	8,104	9,606	11,043

Proyección del segundo semestre del año 2017*

3.8 Proyección de Estado de Resultado

Grupo Bimbo S A B de C V y Subsidiarias

Estados Financieros Projectados (Dic. 2017,2018,2019,2020 y 2021)

Expresado en Pesos Mexicanos (Millones)

Estado de Resultados	Dic. 2017*	2018	2019	2020	2021
Ventas netas	145,701	297,766	318,637	339,368	359,195
Costos de Operación					
Materia prima y otros gastos de fábrica	62,247	127,214	136,130	144,987	153,458
Fletes, combustibles y mantenimiento	2,083	4,258	4,556	4,852	5,136
Depreciaciones	2,883	5,479	5,479	5,479	5,479
Utilidad bruta	78,487	160,816	172,472	184,050	195,123

Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos					
Sueldos y prestaciones	29,152	59,576	63,752	67,900	71,867
Depreciaciones	1,388	2,638	2,638	2,638	2,638
Fletes, combustibles y mantenimiento	4,859	9,929	10,625	11,317	11,978
Servicios profesionales y consultoría	10,411	21,277	22,769	24,250	25,667
Publicidad y gastos promocionales	5,553	11,348	12,143	12,933	13,689
Amortización	518	1,058	1,133	1,206	1,277
Otros	17,528	33,311	33,311	33,311	33,311
Total de gastos	69,408	139,139	146,371	153,556	160,427
Utilidad de operación	9,079	21,677	26,100	30,494	34,696
Costos financieros					
Intereses a cargo	3,071	6,276	6,716	7,153	7,571
Intereses ganados	-167	-341	-364	-388	-411
Pérdida (ganancia) cambiaria	290	593	634	675	715
Ganancia por posición monetaria	87	178	191	203	215
Total de costos financieros	3,281	6,706	7,176	7,643	8,089
Participación compañías asociadas	141	288	308	328	347
Utilidad antes de impuesto a la utilidad	5,938	15,259	19,232	23,179	26,953
Impuestos a la utilidad	2,969	6,591	8,104	9,606	11,043
Utilidad neta consolidada	2,969	8,668	11,128	13,572	15,910

Proyección del segundo semestre del año 2017*

4. Proyección de Flujos de Caja Libre

4.1 Proyección de la depreciación

De acuerdo a la información histórica de Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias, se detalla a continuación el comportamiento histórico de la depreciación de activos:

Tabla 5. Depreciación de Activos

Costos de Operación	2013	2014	2015	2016	Dic. 2017*
Depreciaciones	3,114	3,380	4,360	4,960	2,883
Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos:					
Depreciaciones	1,785	2,028	3,053	2,330	1,388

Proyección del segundo semestre del año 2017*

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

De acuerdo a la presentación que la empresa realiza de los estados financieros, dicha depreciación está segregada en dos renglones, un rubro para el costo de operación, conformado en el costo de venta y el otro en la categoría de gastos de distribución, venta, administración y otros gastos. Dicho lo anterior, se ajusta dicho valor en ambos renglones de acuerdo a la proyección de estado de resultados para el período finalizado 2017. Dicho montos se mantendrán constantes para todos los períodos proyectados (desde 2017 al 2021).

4.2 Proyección de la inversión en reposición

A continuación se presenta el comportamiento del desgaste de los activos que servirá de base para determinar la proyección en reposición del Grupo Bimbo S.A.B de C.V:

Tabla 6. Proyección de Inversión en Reposición

Costos de Operación	2013	2014	2015	2016
Depreciaciones	3,114	3,380	4,360	4,960

Gastos de distribución, venta, administración y otros gastos					
Depreciaciones	1,785	2,028	3,053	2,330	
Suma	4,899	5,408	7,413	7,290	
Activo Permanentes	6,489	6,744	8,878	12,120	Promedio
Inversión en Reposición	0.75	0.80	0.83	0.60	0.72

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Para la estimación de inversión de reposición se ha establecido un parámetro de acuerdo a la inversión en activos fijos contenidos en las notas de los estados financieros, tomando en cuenta la vida útil de los mismos. Se establece que el monto será un 72% de la inversión de reposición sobre la depreciación del periodo, considerando que por el tipo de empresas los activos sufren un desgaste significativo constantemente, especialmente el operativo. Para el último año proyectado 2021, se estima que esta inversión corresponde al 100% de la depreciación.

4.3 Proyección de nuevas inversiones en activos

De acuerdo a información histórica de Grupo Bimbo S.A.B de C.V, se ha determinado que, entre los años 2013 y 2016, los activos fijos de la compañía han promediado 26.6% de las ventas, debido a que la empresa está bajo una política de inversión enfocada en la productividad, buscando maximizar sus capacidades de fabricación y mejorar su posición como productor de bajo costo. Adicionalmente, se estima que dicha política de proyectos a largo plazo, en miras de mejorar la posición estratégica y diversificar su portafolio, mantendrá una inversión de capital significativa en los próximos 5 años, se espera que la empresa realice ajustes de acuerdo a las necesidades y objetivos que presente en el futuro.

A continuación, se presentan las inversiones estimadas en CAPEX (cifras expresadas en millones de pesos Mexicanos) para los periodos de análisis:

Tabla 7. Proyección de Inversión Nuevos Activos

Inversión en nuevos activos	Dic. 2017*	2018	2019	2020
Activo fijo	70,812	79,229	84,782	90,298
Ventas	276,896	297,766	318,637	339,368
Activo fijo / Ventas	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
CAPEX (diferencia año actual y año anterior)	3,993	5,553	5,553	5,516

Proyección del segundo semestre del año 2017*

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

4.4 Proyección de inversión en Capital de Trabajo

Para la estimación de la inversión del capital de trabajo, se observó el comportamiento histórico de la empresa, dicho comportamiento se refleja a continuación en la siguiente tabla:

Tabla 8. Capital de Trabajo de Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Cálculo del CTON	2013	2014	2015	2016	Jun.17*
Activos circulantes					
Cuentas por cobrar clientes, neto	10,963	13,098	13,367	16,616	15,227
Otras cuentas por cobrar	4,885	5,930	5,680	7,453	7,134
Inventarios, neto	4,729	4,978	5,509	7,428	7,071
Total del activo circulante	20,577	24,006	24,556	31,497	29,432
Pasivos circulantes					
Cuentas por pagar a proveedores	9,698	11,867	13,146	16,652	14,165
Otras cuentas por pagar /pasivos acumulados	10,779	12,432	14,046	19,881	19,870

Total del pasivo circulante	20,477	24,299	27,192	36,533	34,035	
CTON	100	-293	-2,636	-5.036	-4,603	
Ventas	176,041	187,053	219,186	252,141	131,195	Promedio
RCTON	0%	0%	-1%	-2%	-4%	-0.8%
RCTON Días	0.21	-0.57	-4.39	-7.29	-6.35	-3.01

*al 30 de Junio de 2017.

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

A manera de aclaración, el rubro de “Otras cuentas por pagar y pasivos acumulados” está conformado por partidas que también afectan el capital de trabajo de la empresa, como, por ejemplo, las cuentas por pagar vinculadas a las remuneraciones de los empleados, que conforma cerca de la mitad del valor de esta cuenta. Asimismo, en dicho rubro se registran cuentas por pagar por múltiples servicios que recibe la empresa de parte de consultores, agencias de publicidad, compañías de seguro, entidades bancarias, entre otras. Por esta razón, se ha decidido que este rubro forme parte de los pasivos circulantes, y, por consiguiente, del Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON).

Cabe indicar que el CTON es la diferencia entre Activos Circulantes y Pasivos Circulantes. De esta manera, se observa un déficit de capital de trabajo para la mayor parte de periodos evaluados, pero que el mismo no resulta significativo en relación con las ventas históricas (RCTON). Una vez que este RCTON se multiplica por la cantidad de días del periodo evaluado (365 días para año completo y 181 días para primer semestre del 2017), se obtienen Días de RCTON relativamente bajos. Debido a esto, se ha proyectado en todos los años que la inversión en capital de trabajo es de 0, debido a la poca significancia del déficit mismo que se ha obtenido por medio de los indicadores ya mencionados.

Tabla 9. Proyección del Capital de Trabajo Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Capital de Trabajo Estimado	Dic. 2017*	2018	2019	2020
CTON	0	0	0	0

Proyección del segundo semestre del año 2017*

Por su parte, de acuerdo a la información contenida en el balance de Grupo Bimbo S.A.B de C.V se determinó que la empresa presenta déficit de 4,603 al 30 de Junio de 2017, lo cual se coloca al momento de realizar la sumatoria del Patrimonio Económico de Bimbo.

4.5 Activos prescindibles

Tabla 10. Activos Prescindibles

	Jun.17*
Cuentas por cobrar a largo plazo a operadores independientes	595
Impuestos a la utilidad diferidos	6,169
Crédito mercantil	53,513
Otros activos	659
Total	60,937

*al 30 de Junio de 2017.

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Estos activos se encuentran en los estados financieros de la empresa y se consideran que no tienen relación a la actividad principal de la empresa, por lo que no causan un impacto en la operación de la misma.

4.6 Deuda financiera registrada al 30 de Junio de 2017

Tabla 11. Resumen de Deuda Financiera Grupo Bimbo S.A.B de C.V

	2013	2014	2015	2016	Jun.17*
Total de Deuda Financiera	40,329	62,204	67,761	82,501	72,941

Fuente: Grupo Bimbo S.A.B de C.V

4.7 Flujo de Caja Descontado

Para la elaboración del Flujo de Caja descontado, se usa como base el Estado de Resultados Proyectados desde el periodo 31 de Diciembre 2017 (Julio a Diciembre) al 31 de Diciembre de 2022, ajustando la depreciación de forma constante para todos los

años, a su vez se incluye las estimaciones realizadas para la inversión en reposición, inversión en activos nuevos e inversión de capital de trabajo. A continuación, se procede a presentar el Flujo de Caja Descontado para Grupo Bimbo:

Tabla 12. Flujo de Caja Descontado Proyectado Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Flujo de Caja descontado.	Dic.					
Cifras Expresadas en Millones de Pesos Mexicanos	2017*	2018	2019	2020	2021	2022
Utilidad neta consolidada	2,969	8,668	11,202	13,720	16,128	16,128
Ajustes						
Depreciaciones	4,271	8,117	8,117	8,117	8,117	8,117
Amortizaciones	518	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058
Otros gastos operativos	3,211	4,344	4,344	4,344	4,344	4,344
Intereses a cargo	3,071	6,276	6,716	7,153	7,571	7,571
Intereses ganados	-167	-341	-364	-388	-411	-411
Pérdida (ganancia) cambiaria, neta	290	593	634	675	715	715
Ganancia por posición monetaria	87	178	191	203	215	215
Participación en los resultados de compañías asociadas	-141	-288	-308	-328	-347	-347
Flujo de Caja Bruto	14,110	28,605	31,590	34,555	37,390	37,390
Inversión en Reposición	3,068	5,830	5,830	5,830	8,117	8,117
Inversión en Nuevo Activo	3,993	5,553	5,553	5,516	-	-
Inversión en Capital de Trabajo	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja libre	7,050	17,223	20,207	23,209	29,273	29,273
Valor Terminal					260,589	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	7,050	17,223	20,207	23,209	289,862	

Valor presente de los Flujos	6,338	13,920	14,682	15,160	170,221
Valor de los activos operacionales	220,321	Obtenida en base a tasa de costo de capital de 11.23%			

Proyección del segundo semestre del año 2017*

5. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

De acuerdo a la información planteada en el Flujo de Caja Descontado, se procede a realizar la valoración económica del precio de la acción de la empresa Grupo Bimbo S.A.B de C.V como se muestra a continuación:

Tabla 13. Valoración Económica por FCD de Grupo Bimbo S.A.B de C.V

Valoración Económica	Millones Pesos Mexicanos
Valor de los activos operacionales	220,321
Activos prescindibles (de balance)	60,937
Exceso (déficit) de capital de trabajo (Balance)	-4,603
Valor total de activos	276,656
Deuda financiera (de balance)	-72,941
Patrimonio Económico	203,714
Nro. de Acciones	4,703,200,000
Precio de la Acción calculado por Método de FCD al 30 Junio 2017	43.3
Precio de la Acción Registrado al 30 Junio 2017	45.6

El precio de la acción de Grupo Bimbo S.A.B de C.V calculado al 30 de junio de 2017 por el método de Flujo de Caja descontado es de US\$43.3 mientras que el precio registrado a la misma fecha corresponde a US\$45.60, arrojando una diferencia de 5.0%, considerada como una leve sobrevaloración del precio de la acción por parte del mercado.

6. Conclusiones

Al llevar a cabo el proceso de valoración de Grupo Bimbo, se concluye que la metodología basada en el Flujo de Caja Descontado es relativamente acertada ya que el Precio de la acción estimado equivale US\$43.3, en comparación al precio real de la acción al 30 de junio de 2017 (US\$45.60), es decir, que la estimación estuvo muy cercana a la valoración de mercado a la fecha de corte.

Lo anterior mencionado permite dilucidar la importancia de conocer a fondo la situación contable y financiera de la empresa que se está valorando, más aún en el evento que exista poca información de empresas relevantes dentro de la industria. El método de Flujo de Caja Descontado también es altamente útil cuando la empresa evaluada cotiza en una bolsa distinta que sus competidores más cercanos, tal como se suscitó en este ejercicio de valoración.

A pesar de esto, se puede concluir que la acción de Grupo Bimbo está levemente sobrevalorada en los mercados, particularmente por la alta confianza que esta compañía continuará apuntando a un ritmo de crecimiento relevante a nivel de ingresos durante los próximos años, lo que permitirá mantener una posición financiera saludable.

De cara al método de Flujo de Caja Descontado, las proyecciones de la compañía jugaron un papel trascendental en la valoración, ya que en ello descansa la importancia de conocer la tendencia de la industria y cuáles son los futuros planes de la compañía en sus diferentes mercados. Es de tener en cuenta que el ritmo de crecimiento promedio en los ingresos proyectados asignados a Bimbo equivale 7.3% anual para efectos de este ejercicio de valoración, lo que desempeñó un rol preponderante en la determinación del Precio de la Acción de Bimbo.

De hecho, el enfoque de la valoración fue conservador en relación con la expectativa optimista que muestran los mercados hacia el crecimiento futuro de Grupo Bimbo. De haber proyectado un crecimiento anual promedio de 10%, en línea con su promedio histórico desde el año 2013 y 2017, entonces el precio estimado en la valoración se

habría ubicado por encima del Precio real de la acción al 30 de junio de 2017. Esto significa que nla valoración es ligeramente más conservadora con respecto a la expectativa que tiene el mercado para el crecimiento futuro en las ventas de Bimbo, pero aún así se contempla que la compañía siga expandiendo fuertemente sus operaciones no sólo dentro de México y Estados Unidos, sino también en el resto de países de América Latina, e incluso Europa y Asia, conforme continúe con ese enfoque agresivo de comprar otras operaciones alrededor del mundo. En pocas palabras, los mercados creen firmemente que Bimbo no se debilitará en su posicionamiento como líder en la industria mundial del pan y otros productos hechos en base a harina y trigo, e inclusive, algunos agentes económicos apuestan a que Bimbo pueda llegar a crecer anualmente sus ingresos a tasa de doble dígito por los próximos años.

Otro aspecto de vital importancia en el Flujo de Caja Descontado fue la comprensión de los activos operacionales y su debida identificación dentro de los Estados Financieros de la compañía. De no haberse considerado de antemano este tipo de análisis, no habría podido llegarse a una conclusión razonable de los activos prescindibles de la compañía, que al final de un flujo de caja pueden llegar a ser un alto determinante entre un precio de acción y otro. Un claro ejemplo fue el criterio de considerar un monto fijo a los otros gastos operativos, a la vez que los gastos de integración y los otros gastos, netos fueron devueltos al Flujo de Caja Bruto, lo que también fue una variable determinante en la obtención del Precio de la Acción.

Otra arista en el costo de capital es la determinación tanto del costo de la deuda (k_b) como el costo patrimonial (k_p) de la empresa sujeta a la valoración, ya que ambos se configuran dependiendo de la tasa libre de riesgo (r_f) aplicable al gobierno de México, al igual que el premio por riesgo (PRM) de dicho país. En la investigación se concluyó que, de haber realizado este ejercicio de valoración con cifras al corte de mayo 2013 (cuando la tasa de interés era de 5.32% para los Bonos Mexicanos a 30 años), probablemente el costo de capital habría sido más bajo, significando una mayor cifra para el precio estimado de la acción de Bimbo, debido a que en ese momento del tiempo la tasa libre de riesgo era más baja con respecto a los niveles actuales. Esto ilustra el hecho que los mercados están constantemente vigilantes de los niveles de riesgo de los gobiernos, ya

que juegan un papel fundamental para el costo de capital de las empresas. Asimismo, se concluye que mientras más alta es la tasa libre de riesgo y prima de riesgo mercado, es muy probable que el costo de capital se mueva hacia esa dirección (y por ende, disminuiría el precio de la acción de la empresa). Esta es la principal razón por la cual el costo de capital tiende a ser más alto para empresas que llevan a cabo sus operaciones en economías de alto riesgo. En el siguiente gráfico, se logra apreciar el comportamiento de la acción de Bimbo luego de haberse transcurrido la fecha de valoración.



Se logra observar que la mayor parte del tiempo, el precio de la acción ha estado por debajo del US\$45.60 que se había observado al 30 de junio de 2017, corroborando la conclusión inicial de que la acción de Bimbo está ligeramente sobrevalorada. En los últimos meses, la acción ha bajado su valor en la medida que las tasas de interés de referencia en México han experimentado una tendencia al alza (7.80% a mayo 2018, versus 7.17% a junio 2017).

Favorablemente, el desarrollo de esta tesis ofrece suficientes sustentos para indicarle a un inversionista que puede comprar y mantener (*Buy & Hold*) esta acción, ya que difícilmente la posición de liderazgo que ha alcanzado esta compañía no sólo en México, sino en sus principales mercados, se vea comprometida en el corto o mediano plazo. El que decida comprar la acción de Bimbo debe estar anuente a que típicamente la acción estará sujeta, además, por las tasas de interés en México, por lo que debe ser un inversionista paciente, de perfil conservador.

Bibliografía

Documentos:

_ Estados Financieros Grupo Bimbo S.A.B de C.V:

<https://www.grupobimbo.com/en/investors>

- ✓ Reports 2Q17 Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias

<https://www.grupobimbo.com/en/investors/financial-information/annual-information>

- ✓ Annual Report 2016 Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias
- ✓ Annual Report 2015 Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias
- ✓ Annual Report 2014 Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias
- ✓ Annual Report 2013 Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias
- ✓ Annual Report 2012 Grupo Bimbo S.A.B de C.V y Subsidiarias

_ Estados Financieros Gruma S.A:

<https://www.gruma.com/es/inversionistas/inversionistas-gruma/informacion-financiera/reportes-trimestrales.aspx>

- ✓ Reports 2Q17 Gruma S.A
- ✓ Reports 2Q16 Gruma S.A

_ Estados Financieros Flower Foods:

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=107221&p=irol-secx>

- ✓ Reports 2Q17 Flower Foods
- ✓ Reports 2Q16 Flower Foods
- ✓

_ Estados Financieros General Mills:

http://investors.generalmills.com/sec-filings?_ga=2.173555173.795848679.1516675774-1538801907.1516675774

- ✓ Reports 2Q17 General Mills
- ✓ Reports 2Q16 General Mills

— **Estados Financieros Kellogs:**

<http://investor.kelloggs.com/financial-reports>

- ✓ Reports 2Q17 Kellogs
- ✓ Reports 2Q16 Kellogs

— **Estados Financieros Mondelez International:**

<http://www.mondelezinternational.com/investors>

- ✓ Reports 2Q17 Mondelez Interational
- ✓ Reports 2Q16 Mondelez Interational

— **Estados Financieros Campbell Soup Company:**

<http://investor.campbellsoupcompany.com/phoenix.zhtml?c=88650&p=irol-sec>

- ✓ Reports 2Q17 Campbell Soup Company
- ✓ Reports 2Q16 Campbell Soup Company

Páginas web:

- Grupo Bimbo S.A.B de C.V: <https://www.grupobimbo.com/>
- Bolsa Mexicana de Valores: <http://www.bmv.com.mx/>
- Cámara Nacional de la Industria Panificadora y Similares de México:
<http://www.canainpa.com.mx/>
- Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/>
- Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/>
- Statista: <https://es.statista.com/>
- Thomson Reuters: <https://www.thomsonreuters.com/en.html>
- Banxico.com.mx
- <https://www.barchart.com/forex/quotes/%5EUSDMXN/forward-rates>