

UNIVERSIDAD IBEROAMERICANA



**“ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO:
LA ADQUISICIÓN DE QUAKER OATS POR PEPSICO”**

ESTUDIO DE CASO

Que para obtener el grado de:

MAESTRO EN ADMINISTRACION

Presenta:

JAVIER PEREZ ESPAÑA

DIRECTOR: Jorge Smeke Zwaiman

LECTOR 1: Mtro. Roberto Sánchez de la Vara

LECTOR 2: Mtro. Jesús Amador Valdés Díaz de Villegas

México, D.F.

2011



Contenido

Breve historia de Pepsi	3
1. Justificación	3
2. Análisis de los hechos y definición del problema	4
2.1 Pepsico	4
2.2 Quaker Oats	6
2.3 La fusión Pepsico-Quaker Oats.....	7
2.4 La industria de alimentos y bebidas en el año 2000	8
3. Marco teórico	9
3.1 Marco teórico financiero.....	9
3.1.1 Análisis Financiero.....	9
3.2 Efectividad de la estrategia.....	12
3.3 Análisis FODA.....	13
4. Planteamiento de Hipótesis	14
4.1 Primera hipótesis: la estrategia de Pepsico es acertada, en tanto que la fusión de Quaker Oats es razonable en términos financieros y de creación de valor.	14
4.2 Segunda hipótesis: el valor de adquisición de Quaker Oats es razonable.....	14
4.3 Tercera hipótesis: la fusión ha mejorado la posición competitiva de Pepsico en la industria	15
5. Prueba de las hipótesis (Fundamentación de la solución elegida).....	15
5.1 La estrategia de Pepsico es acertada, en tanto que la fusión de Quaker Oats es razonable en términos financieros y de creación de valor.....	15
5.2 El valor de adquisición de Quaker Oats es razonable.	15
5.3 La fusión ha mejorado la posición competitiva de Pepsico en la industria.....	16
6. Desarrollo de las pruebas de hipótesis (Marco de aplicación)	16
6.1 Análisis financiero.....	16
6.1.2 Análisis de la razonabilidad de la inversión	19
6.2 Análisis de la estrategia.....	21
6.2.1 Análisis estructural Pepsico1999-2000 (5 fuerzas de Porter).....	21
6.2.2 Análisis FODA de Pepsico (Previo a la fusión, años 1999-2000)	24
6.2.3 Análisis de la Estrategia	24



7.	Conclusiones.....	26
8.	Recomendaciones.....	27
9.	Bibliografía.....	28
10.	Anexos	30
	Anexo 1: Resumen Financiero de Pepsico, Inc., 1995-2000 (En millones de dólares, excepto las cantidades por acción).....	30
	Anexo 2: Resumen Financiero de Quaker Oats Company, 1995-2000 (En millones de dólares, excepto las cantidades por acción).....	31
	Anexo 3: Estimación del EVA de PepsiCo (millones de US\$)	32
	Anexo 4: Estimación del EVA de Quaker Oats Co. (millones de US\$).....	36
	Anexo 5: Valuación de Flujos Libres de Efectivo por el Modelo de Crecimiento Estable de Quaker Oats Co.	40
	Anexo 6: Betas de la industria	41
	Anexo 7: Tasas de interés (octubre, 2000).....	42
	Anexo 8: Estadísticas de consumo en el mercado de bebidas	43
	Anexo 9: Gasto en publicidad para las 10 principales marcas de bebidas (en millones de US\$)	44
	Anexo 10: Participación de mercado en EEUU por volumen de cajas (porcentaje)	45
	Anexo 11: Industria de bebidas – Participaciones internacionales de mercado, 1999.....	46
	Anexo 12: Análisis FODA de PepsiCo 2009-2010.....	47
	Análisis de la Estrategia	47



Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por Pepsico

Estudio de Caso

1. Justificación

Pepsico, empresa mundial de alimentos y bebidas, emprendía en 1997 una nueva estrategia corporativa que buscaba un enfoque más nítido en el negocio en los alimentos y bebidas de conveniencia¹. Ello implicaba la desincorporación de importantes líneas de negocio en el sector de comida rápida, en combinación con la entrada a nuevas categorías de alimentos y bebidas ligeras, así como la creación de un embotellador independiente. Si bien, la desincorporación de importantes líneas de negocio como Kentucky Fried Chicken, Taco Bell y Pizza-Hut, implicaba una importante reducción de los ingresos de Pepsico en el corto y mediano plazo², la estrategia obedecía a una clara política de crecimiento en ganancias operativas en mercados en crecimiento y categorías más rentables. Es, en ese contexto, que en el año 2000 se plantea la adquisición de Quaker Oats, empresa líder en el sector de alimentos en productos de grano, y en el de bebidas isotónicas con Gatorade, su activo más valioso.

¹Convenience: de alto consumo por varios factores, como comodidad, precio, higiene, fácil uso o preparación, etc.

² 31,645 millones de dólares en 1996, contra 20,917 millones en 1997, Resumen financiero de Pepsico Inc. 1991-2000.

Breve historia de Pepsi



Empresalíder en el mundo en el sector de alimentos y bebidas de conveniencia, fue fundada en 1965 por Donald M. Kendall, como resultado de la fusión de Pepsi-Cola y Frito-Lay, con ventas ese año por 510 millones de dólares y 19 mil empleados.

Pepsi-Cola nace en 1898 con la creación de la bebida carbonatada "Brad'sDrink", bebida "excitante, vigorizante y auxiliar en la digestión", formulada por el farmacéutico Caleb Bradham a partir de pepsina y nueces de kola, ingredientes que dan origen a su nombre.

En 2001, con una cartera de casi cien marcas y productos, ventas anuales superiores a los 20 mil millones de dólares, Pepsico parece mantener una clara alineación de sus estrategias con el compromiso explícito de lograr el crecimiento sostenido mediante el desarrollo de nuevos productos y la diversificación en sus líneas de negocio, que derive en una compañía más enfocada, compitiendo en mercados más atractivos más atractivos en términos de rentabilidad y crecimiento.



La adquisición de Quaker Oats buscaba fortalecer y acelerar el viraje estratégico de Pepsico. En síntesis, se abandonaba la estrategia de diversificación que había resultado exitosa en el pasado, para dar paso a una estrategia enfocada en el desarrollo de nuevos mercados, a través del impulso de nuevas líneas de productos de conveniencia. Con ello, se buscaba responder agresivamente a las metas de crecimiento de la compañía, renunciando a mercados cada vez menos atractivos, en términos de madurez y declinación en ventas.

¿Es adecuada entonces la estrategia actual de Pepsico? ¿La adquisición de Quaker es congruente con la estrategia actual? ¿Esta adquisición refleja una ejecución eficaz de la estrategia? ¿Se han logrado mayores ingresos y utilidades operativas y/o mejores resultados en los indicadores financieros de Pepsico, como producto de esta fusión? ¿Ha mejorado la posición competitiva de Pepsico en el mercado? ¿Es sustentable la estrategia?

El propósito de este trabajo de titulación es evaluar la efectividad en el desempeño o resultado de “*La adquisición de Quaker Oats por Pepsico*”³. Para ello, se formularán las hipótesis y se establecerán los criterios relevantes para su análisis, con objeto de fundamentar apropiadamente la postura del autor. De los hallazgos y conclusiones, se plantearán recomendaciones orientadas a mitigar las debilidades identificadas y potenciar las fortalezas, y se propondrá un plan de acción enfocado a optimizar la implementación de las soluciones.

2. Análisis de los hechos y definición del problema

2.1 Pepsico



Donald M. Kendall,
fundador de Pepsico, de
West Kentucky University.

Pepsico es fundada en 1965 por Donald M. Kendall, como resultado de la fusión del embotellador de bebidas carbonatadas Pepsi-Cola, y la de frituras Frito Lay. Dadas la complementariedad de sus productos y las sinergias potenciales percibidas entre ambas compañías⁴, se anticipaban atractivas oportunidades de negocio. Al término del primer año de operaciones, la nueva compañía reportó ingresos anuales por 510 millones de dólares y hacia 1970 rebasaba -por primera vez en su historia- los mil millones de dólares en ventas.

Kendall, primer director ejecutivo de Pepsico, impulsó el crecimiento de la empresa a través del desarrollo de nuevos productos y de la expansión en mercados internacionales.

³ Gamble, John E, University of South Alabama.

⁴ “Potato chips make you thirsty, Pepsi satisfies thirst”. Donald M. Kendall en entrevista a la revista Forbes. 1968.



Adicionalmente, contribuyó a fortalecer las principales marcas a través de hábiles campañas publicitarias.

En 1971, Andrall Pearson⁵ ocupa la dirección ejecutiva de Pepsico. Continuó el desarrollo de nuevos productos y se aceleró la incursión en los mercados internacionales⁶. Además, se introdujeron cambios importantes en la publicidad de algunos de los principales productos. Destaca la diversificación en sus líneas de negocio⁷ que derivó, entre otros, en la adquisición de restaurantes de comida rápida: Pizza Hut en 1977, Taco Bell en el 78, y Kentucky Fried Chicken en 1986. Durante su presidencia, los ingresos de Pepsico crecieron a casi ocho mil millones de dólares anuales⁸.

Wayne Calloway, presidente y director general de 1986 a 1996, enfocó la estrategia corporativa en tres ejes: bebidas, bocadillos y alimentos ligeros, y restaurantes de comida rápida. Estos ejes, complementarios entre sí, planteaban atractivas oportunidades de negocio por la posible integración de sus cadenas de valor, así como por el fortalecimiento de sus marcas. Calloway implementó también la práctica de rotar a los principales directores en distintos puestos y unidades de negocio de la compañía, como mecanismo para fortalecer la transferencia de habilidades y conocimiento en la organización, robusteciendo -en consecuencia- las capacidades directivas de la organización. En su último año, Calloway había logrado posicionar al negocio de los restaurantes de Pepsico como el mayor conglomerado del mundo, aportando el 37% de los ingresos del grupo.

A pesar de los extraordinarios resultados en el negocio de comida rápida, en 1996 se apreciaba una importante declinación en sus volúmenes y ventas. Si bien, Pepsico había invertido casi siete mil millones de dólares en el negocio de comida rápida, su complejidad operacional y los altos requerimientos de capital de trabajo, comenzaban a tener consecuencias en sus resultados financieros. En el negocio de bebidas, Pepsico cedía cada vez más participación a Coca-Cola en mercados domésticos e internacionales. En este contexto, el veterano ejecutivo y nuevo director, Roger Enrico, comenzó a delinear una estrategia enfocada en la reestructuración de la cartera de negocios de Pepsico⁹. Con la desincorporación de las tres principales cadenas de restaurantes en 1997, y la creación de Tricon Global Restaurants¹⁰, Enrico inicia la desarticulación de los "tres ejes estratégicos" de Calloway. El cambio de rumbo en la estrategia exigía un crecimiento más racional, sustentado en productos y mercados más rentables. Se identifican tres líneas en la estrategia de Enrico: 1. Reestructuración de la cartera de marcas y productos, bajo criterios de rentabilidad; 2. Enfoque en dos líneas de negocio:

⁵ Uno en la lista de los "10 toughest bosses" en 1980. Fortune Magazine.

⁶ En 1984, su último año como director ejecutivo, Pepsico vendía sus productos en casi 150 países y territorios.

⁷ Destacan las siguientes adquisiciones: North American Van Lines en 1968, Wilson Sporting Goods en el 70, Pizza Hut en el 77, Taco Bell en el 78, y Kentucky Fried Chicken en 1986.

⁸ Joseph B. Treastern, "Andrall E. Pearson, 80, Pepsi Executive Who Led a Spinoff, Is Dead", New York Times, Marzo 2006.

⁹ The company had invested "too much money too fast, trying to achieve heroic overnight success where, in retrospect, the odds were tougher than they seemed", Roger Enrico, Carta del Presidente, Reporte Anual de Pepsico, 1996.

¹⁰ A pesar de la derivación, se mantuvieron los derechos de distribución de bebidas en las tres cadenas mayores, así como en las cadenas menores.



bebidas no alcohólicas y bocadillos ligeros y; 3. Migración de las operaciones de embotellado y distribución a embotelladores independientes, a quienes se les transferiría la responsabilidad de la eficiencia operativa, mientras que Pepsico podría concentrarse en el desarrollo de nuevos productos y planes de comercialización.

En línea con la estrategia y con los recursos generados por la reestructuración, Pepsico adquiere –por 14.5 mil millones de dólares- a Quaker Oats, empresa líder en la comercialización y distribución de cereales y de bebidas isotónicas, para convertirse en la cuarta compañía de bienes de consumo más grande en el mundo¹¹.

2.2 Quaker Oats

Con casi un siglo de existencia, Quaker Oats, compañía de cereales, alimentos para mascotas y bebidas, tiene su origen en 1850 con la creación de la German American Cereal Company (GACC) en Akron, Ohio, y de la North Star Mills (NSM), en Ontario, Canadá. Sin embargo, el registro de la marca Quaker Oats, así como la patente del hombre en vestimenta de cuáquero¹², se da hasta 1877. La imagen de cuáquero es símbolo, según la compañía, de la calidad de sus productos y los valores de honestidad. En 1885, Quaker introduce el cereal en caja, un concepto innovador de comercialización, que eventualmente sustituiría la venta a granel¹³. Finalmente, en 1901 se incorpora la Quaker Oats Company, con sede en Chicago, y ventas anuales por 16 millones de dólares.



Primera presentación del cereal en cilindro.
Imagen: Quaker Oats Co.

Desde su creación, Quaker creció sólidamente a través de la diversificación en distintos productos de cereal, que incluían cereales de trigo, harinas, maíz y avena, así como alimentos para bebé y para mascotas. Se anticipó, además, a la inversión en mercados internacionales a través del establecimiento de compañías subsidiarias independientes. Además de los populares cereales calientes –Quaker Oats (1922) y Quaker Instant Oatmeal (1966)- su portafolio de marcas incluye barras de granola, cereales listos

¹¹ Ver Anexo 3: Sinergias Potenciales Estimadas para el Adquirente (millones de dólares)

¹² Cuáquero (Quaker) es un miembro de la comunidad conocida como “La Sociedad Religiosa de los Amigos”. Esta comunidad religiosa disidente, fundada por George Fox en la Inglaterra del siglo XVII, tenía como propósito encontrar la verdad y revivir las experiencias del cristianismo primitivo y tenía la convicción del vínculo divino directo de sus miembros, por lo que no creían en la intermediación de sacerdotes, ni en los sacramentos. Actualmente, el nombre y la imagen del cuáquero son criticados por estereotipar a un grupo religioso que no está vinculado con la marca o el producto. Tom Parrete, “The Dark Side of Brand Names”, Ads of The World, Noviembre de 2009.

¹³ En 1915 volvería a innovar en el empaque, con la introducción del tradicional cilindro de avena.



para comer (Cap'nCrunch), y cereales saborizados (Rice-a-Roni y Near East), y la bebida deportiva Gatorade.

En 1983, se lanzó a la adquisición de Stokely-Van Camp, fabricante de Gatorade. Mediante una fuerte inversión en comercialización, Gatorade se posicionó como líder en ventas en la categoría en 1987. Hacia 1995, Gatorade aportaba poco más del 20% de las ventas totales de la compañía¹⁴. Derivado del éxito de Gatorade, Quaker enfocó su estrategia de crecimiento en la adquisición de marcas con alto potencial de crecimiento, y en la desinversión de negocios de bajo crecimiento y bajo margen.

Hacia 1999, Quaker Oats era una compañía mundial en el mercado de los bienes de consumo con ventas anuales de 4.7 mil millones de dólares. En ese mismo año, la compañía concluía un periodo de reestructuración orientada a reenfocar el negocio. Ello involucró la desinversión en distintas líneas de negocio¹⁵ que reportaban ingresos superiores a los dos mil millones de dólares y que constituían un tercio de sus activos. Destaca el caso de Snapple, por la que Quaker pagó en 1994 la enorme suma de 1.7 mil millones de dólares, para venderla tres años después por 300 millones¹⁶. Como resultado de lo anterior, 93% de las ventas en Estados Unidos provenían de marcas posicionadas en los primeros dos lugares de su categoría, y la compañía era percibida como una de las mejor administradas en la industria de alimentos y bebidas. Aunque era un participante menor en una industria altamente concentrada y competitiva, Quaker parecía representar una excelente oportunidad para los grandes jugadores, principalmente por Gatorade, que en ese entonces ya aportaba el 39% de las ventas y crecimientos anuales del 12%.

2.3 La fusión Pepsico-Quaker Oats

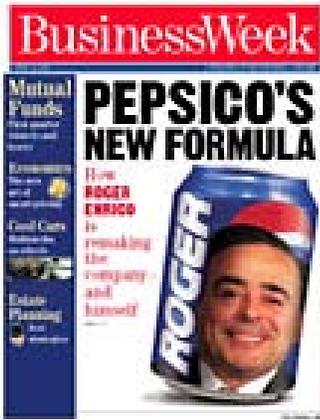
En diciembre de 2000, Roger Enrico y Robert Morrison anunciaron la fusión de ambas compañías por un monto de 14,500 millones de dólares. Quaker Oats resultaba particularmente atractiva para Pepsico por dos razones: 1. Poseía la marca Gatorade, bebida isotónica líder del mercado¹⁷ y; 2. Poseía algunas de las marcas más conocidas del mercado de productos de grano, lo que le permitiría a Pepsico complementar su cartera de alimentos con bocadillos dulces y de mayor valor nutricional. Ambos -las bebidas isotónicas y los productos de grano- eran cada vez más valorados por los consumidores, que eran cada vez más conscientes de la importancia de consumir productos con cualidades nutracéuticas, es decir, que fueran percibidos como “sanos” o que tuvieran algún beneficio terapéutico, como en el caso

¹⁴ Ventas de 1.5 mil millones, sobre ventas totales de 5.96 mil millones, Reporte Anual 1995, Quaker Oats Co.

¹⁵ En el sector químico, de manufactura de juguetes, restaurantes, comida para mascota y bebidas.

¹⁶ Se atribuye su fracaso a que Quaker cometió el error de reemplazar a los distribuidores de Snapple, lo que derivó en la pérdida de gran parte de los consumidores objetivo.

¹⁷ Gatorade presentaba tasas de crecimiento mayores al 10% anual de 1990 a 2000, con una participación de mercado del 85%.



La Nueva Fórmula de Pepsico:

Establecieron las siguientes condiciones: 1. Pepsico debía distribuir All Sport para Monarch¹⁸ por diez años, con objeto de garantizar su supervivencia y; 2. Demorar la distribución conjunta de Gatorade con los refrescos de Pepsico por diez años. Una vez aprobada la fusión, los accionistas de Quaker Oats recibirían 2.3 acciones comunes de Pepsico por cada título.

de las bebidas vitaminadas, isotónicas o de las barras energéticas. Dadas las tendencias de consumo, la adquisición representaba una gran oportunidad de crecimiento para Pepsico, así como una cartera mejor balanceada de sus productos.

Después de un proceso licitatorio, que involucró el interés de empresas líderes en el sector como Coca-Cola, Danone Group y Nestlé, en el año 2000 Pepsico suscribió el convenio que anticipaba la fusión. Tras un proceso de aprobación de la U.S. Federal TradeComission que involucraba asegurar una competencia justa con las empresas pequeñas de bebidas, así como el equilibrio en los poderes de negociación con las tiendas de conveniencia, se

2.4 La industria de alimentos y bebidas en el año 2000

En el año 2000 la industria de bebidas vivía una importante transformación: aunque el segmento de bebidas no carbonatadas seguía representando una pequeña fracción del mercado de bebidas no alcohólicas, éste había crecido un 62% en volumen, en los últimos cinco años.

En la categoría de bebidas no alcohólicas, los últimos cinco años representaban un parteaguas en términos publicitarios. Las agresivas campañas de Pepsico (“GenerationNext” y “Joy of Pepsi”) aunadas a la campaña “Power of One” habían contribuido a incrementar el volumen de ventas de sus bebidas y botanas. Esto generó una respuesta de Coca-Cola que, en términos publicitarios, buscaba modernizar su imagen. La nueva publicidad de Coca-Cola generó reacciones negativas entre sus consumidores y embotelladores, volviendo ésta a la campaña “Life Tastes Good”, que se aproximaba más a su imagen tradicional.

En el segmento de las bebidas no carbonatadas, Pepsico y Coca-Cola buscaban ganar la carrera en el posicionamiento: en 1998, Pepsico adquirió Tropicana, líder en el mercado del jugo de naranja, con una participación del 40% en el segmento de jugos naturales, y 70% en el de jugo de naranja no procedente de concentrados. Minute Maid, la marca de Coca-Cola, participaba con menos del 20%. En el caso del agua embotellada, Pepsico se anticipó a su principal competidor introduciendo Aquafina en 1994 -cinco años antes que Dasani, la marca de Coca-Cola-. Actualmente, Aquafina domina el mercado doméstico

¹⁸ Pequeña empresa de bebidas de propiedad privada, con una participación del 4% en el mercado de bebidas isotónicas.



de agua embotellada. En el segmento de té helado, Pepsico y su marca Lipton, superan en 16 puntos a Coca-Cola con Nestea. Adicionalmente, en el segmento de bebidas listas para beber, Pepsico, en alianza con Starbucks, introdujeron en 1996 el popular Frappuccino; cuatro años después, Coca-Cola anuncia su incursión en el segmento de cafés fríos. En 2000, Pepsico adquiere South Beach Beverage Company, fabricante de la marca SoBe de tés y jugos.

3. Marco teórico

Para fundamentar el análisis, se juzga conveniente plantear un marco teórico amplio en dos dimensiones: la financiera, de tal manera que sea posible determinar los resultados de la adquisición de Quaker Oats, en términos de beneficios económicos tangibles para Pepsico y; en la dimensión de la efectividad de la estrategia, en términos de poder identificar y valorar, de ser el caso, las nuevas ventajas competitivas que pudiesen haber derivado de esta fusión. Este marco teórico permitirá establecer los criterios de evaluación.

3.1 Marco teórico financiero

3.1.1 Análisis Financiero

Una medida comúnmente utilizada para decidir una inversión o bien, como métrica que permite comparar el resultado final de ésta con respecto a las premisas preestablecidas, es el valor presente neto (VPN). La fórmula para el cálculo del VPN es la siguiente:

$$VPN = C_0 + \frac{C_1}{1 + r}$$

Dónde: C_0 corresponde al flujo de efectivo en tiempo 0 (actualmente), C_1 corresponde al flujo esperado, y r a la tasa de descuento.

Del concepto anterior, se aplicará el cálculo de flujo de efectivo descontado (DCF, por sus siglas en inglés), cuya fórmula es la siguiente:

$$DCF = \sum \frac{C_t}{(1 + r_t)^t}$$



Dónde: Σ corresponde a la sumatoria de las series de flujos (Ct), dividido entre $(1+r)^t$, donde r es la tasa de descuento, y t corresponde al periodo. De lo anterior, será posible determinar en términos financieros si la inversión realizada por la adquisición de Quaker Oats fue razonable.

La evaluación de una oportunidad de inversión, fundamentada en el cálculo de VPN, involucra el siguiente proceso:

1. Pronosticar el flujo de efectivo incremental, después de impuestos, asumiendo que el proyecto es financiado completamente por acciones.
2. Evaluar los riesgos del proyecto.
3. Estimar el costo de oportunidad del capital, es decir, la tasa de retorno esperada por los inversionistas por inversiones comparables en riesgo.
4. Calcular el VPN, utilizando la fórmula de flujos de efectivo descontados.

Adicionalmente, es necesario incorporar al análisis las razones financieras de Pepsico, antes y después de la adquisición de Quaker. Con ello, se pretende medir el desempeño financiero de la compañía y evaluar su posición actual. Los hallazgos que deriven de este análisis permitirán además, identificar áreas de oportunidad que deberán traducirse en las recomendaciones y el plan de acción de este ensayo. Se consideran para esta evaluación, los siguientes tipos de razones financieras:

1. De deuda o apalancamiento, con objeto de establecer el grado de endeudamiento de la compañía.
2. De liquidez, con objeto de determinar la facilidad con que la compañía puede disponer de efectivo.
3. De eficiencia, con objeto de medir que tan productiva es la compañía en el uso de sus activos.
4. De rentabilidad, con objeto de establecer los retornos obtenidos sobre las inversiones.
5. De valor de mercado, con objeto de evaluar el valor que los inversionistas otorgan a la compañía.

3.1.2 Valor económico agregado (EVA por sus siglas en inglés)

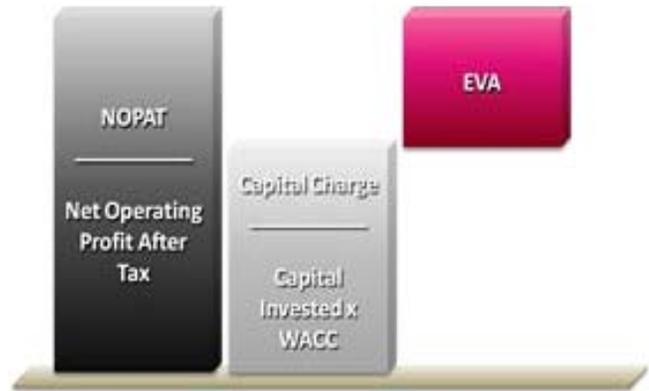
El valor económico agregado (Economic Value Added, EVA^{®19}), es una medida de utilidad económica. Éste resulta de la diferencia entre la utilidad neta operativa después de impuesto (Net Operating Profit After Taxes, NOPAT), y el costo de oportunidad del capital invertido. El costo de oportunidad se determina por el costo ponderado promedio del capital (Weighted Average Cost of Capital, WACC), y el monto del capital invertido.

¹⁹Derechos reservados, Stern Stewart & Co.



Otra forma para calcular el EVA®, consiste en multiplicar el capital por la diferencia que resulta del retorno del capital (ROIC) y el WACC. De lo anterior, si se plantea el objetivo de incrementar el EVA® de manera sustentable, ello se puede lograr de cuatro diferentes maneras:

- La compañía puede crecer a través de inversiones donde su retorno exceda al WACC;
- La compañía puede mejorar la eficiencia operativa del capital existente, incrementando el retorno del capital;
- La compañía puede obtener recursos de inversiones que representen pérdida, donde el retorno sea menor que el WACC y no se tengan posibilidades de mejora. De ahí que, como resultado de la desinversión en activos poco productivos, puedan utilizarse dichos recursos para hacer otras inversiones más productivas;
- La compañía puede mejorar sus razones de liquidez y apalancamiento, cuando se disminuya el WACC, y ello no comprometa la viabilidad de la compañía.



Valor Económico Agregado (EVA(r)).
Imágen: Stern& Stewart Co.

Lo que distingue al EVA® de otras medidas de desempeño tales como el EBITDA y el ROIC, es que éste mide todos los costos operativos del negocio y de financiamiento. Una de las ventajas que se le atribuyen al EVA® para medir el desempeño de una inversión, sobre el valor presente neto (VPN), es que es una mejor herramienta para la toma de decisiones en tanto que permite capturar la creación o destrucción de valor en un periodo dado -de una inversión o de la compañía en su conjunto- lo que facilita auditar el desempeño.

Cálculo del EVA

La fórmula básica del EVA® es la siguiente:

$$EVA = (r - c) \times K = NOPAT - c \times K$$

Dónde:

- $r = \frac{NOPAT}{K}$, que corresponde al retorno sobre el capital invertido (ROIC);
- c es el costo ponderado promedio del capital (WACC);
- K es el capital empleado;
- NOPAT, que corresponde a la utilidad neta operativa después de impuesto, con ajustes y conversión por la amortización de créditos mercantiles, capitalización de publicidad y otros.



Cálculo del WACC

La fórmula del WACC corresponde a la sumatoria de los costos de cada uno de los componentes de la estructura de capital, multiplicado por su ponderador:

$$WACC = \frac{E}{V} \times Re + \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc)$$

Dónde:

Re = costo del capital

Rd = costo de la deuda

E = Valor de mercado de las acciones de la compañía

D = Valor de mercado de los pasivos de la compañía

V = E + D

E/V = Porcentaje de financiamiento que es capital

D/V = Porcentaje de financiamiento que es deuda

Tc = Tasa de impuesto efectiva

Usualmente se utiliza el WACC como tasa de descuento para determinar el Valor Presente Neto de un proyecto.

El WACC es el retorno total requerido de una compañía. Constituye una herramienta para la toma de decisiones, en tanto que permite determinar la viabilidad económica de oportunidades de expansión y de fusiones.

3.1.3 Valuación de empresas

Para valorar la razonabilidad de la inversión, es necesario estimar el valor de Quaker Oats al año previo de ser adquirida (1999). El enfoque para valorar Quaker Oats, será el de Flujos Descontados de Efectivo (DCF, por sus siglas en inglés), en virtud de que este consiste en estimar el valor del negocio de acuerdo a sus flujos futuros de efectivo, descontados a una tasa que refleje el riesgo asociado a éstos.

El modelo a utilizar será el de flujos libres de efectivo (FCFF, por sus siglas en inglés) para la empresa, con crecimiento estable, que coinciden con la industria analizada. El FCFF es una medida financiera de desempeño de la cantidad neta de efectivo que genera el negocio (gastos, impuestos y cambios en el capital neto de trabajo e inversiones). Un valor positivo de este indicador expresa que el negocio cuenta con efectivo después de gastos. En caso inverso, indica que el negocio no genera suficiente ingreso para cubrir sus costos e inversiones.

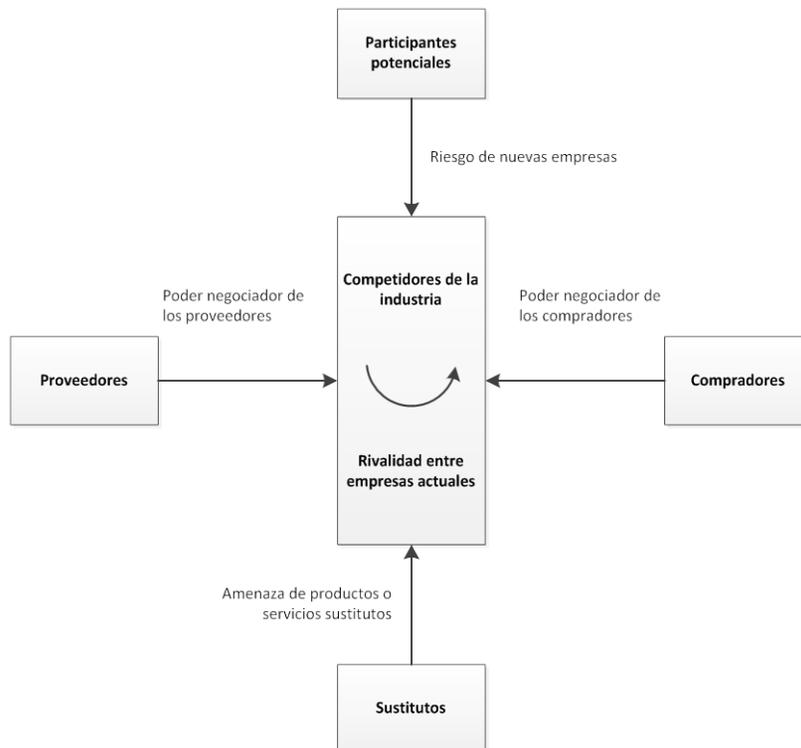
3.2 Efectividad de la estrategia



Para evaluar la efectividad de la estrategia implementada, es necesario primero establecer un análisis estructural de la industria. En esos términos, se incorpora al marco teórico de este ensayo el modelo de Porter²⁰:

En complemento a lo anterior y tomando como base los principios de la ventaja competitiva, se determinará el alcance competitivo y la definición del negocio, estableciendo posteriormente las ventajas competitivas alcanzadas por la adquisición de Quaker Oats.

Ilustración 3.1.- Modelo de Porter



3.3 Análisis FODA

El análisis FODA (acrónimo de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas), es una herramienta que permite identificar los criterios de selección adecuados y una estrategia factible. Consiste en la descripción del ambiente interno (fortalezas y debilidades) y externo (oportunidades y amenazas). El análisis de las cuatro dimensiones del FODA permite identificar, en síntesis, las ventajas y desventajas de lo analizado. Es una herramienta que contribuye positivamente a la toma de decisiones

²⁰ Porter E. Michael, "Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance", Free Press, 1998.



en tanto que enfoca al decisor a centrarse en una estrategia que aproveche las oportunidades y fortalezas de la empresa, y a evitar o mitigar las debilidades y amenazas.

La incorporación del análisis FODA tiene por objeto establecer las relaciones entre sus elementos, y evaluar el ajuste de la estrategia con los objetivos del negocio y los posibles efectos en la posición competitiva de la empresa. El análisis FODA de Pepsico, previo a la fusión con Quaker Oats Co. (años 1999-2000), se muestra en la sección 6.2.2.

4. Planteamiento de Hipótesis

4.1 Primera hipótesis: la estrategia de Pepsico es acertada, en tanto que la fusión de Quaker Oats es razonable en términos financieros y de creación de valor.

Uno de los criterios de mayor relevancia para evaluar el éxito o fracaso de la fusión entre Pepsico y Quaker Oats, es el financiero. Asociado al objetivo primario de cualquier empresa, la adquisición de Quaker Oats debiera traducirse, en primera instancia, en beneficios económicos adicionales para el negocio. Deberá evaluarse entonces, el potencial que esta adquisición tendrá para sus accionistas en términos financieros y de creación de valor.

En el estudio de casos, es frecuente encontrar contradicciones entre lo comercial y lo financiero²¹: En este caso, el criterio financiero predomina en tanto que constituye el factor relevante para la compañía, expresado en términos de crecimiento de ingresos, ganancias operativas y percepciones²².

4.2 Segunda hipótesis: el valor de adquisición de Quaker Oats es razonable.

¿Está Pepsico pagando el precio correcto por Quaker Oats? ¿Las sinergias potenciales justifican el pago de una prima que incluso Coca-Cola consideró excesiva²³? Esta hipótesis establece que las condiciones previas a la adquisición, así como las oportunidades que representa para el negocio son congruentes con el precio pagado. Adicionalmente, la prueba de esta hipótesis permitirá establecer

²¹ El éxito comercial necesariamente está asociado a mejores resultados financieros: una mayor participación de mercado en mercados declinantes en volumen o ganancias, derivaría posiblemente en un desempeño financiero cada vez más pobre.

²² Según se establece en el caso práctico “La Adquisición de Quaker Oats por Pepsico”, de John E. Gamble, primera página, segundo párrafo.

²³ “Ceder el 10.5% de Coca-Cola era demasiado por lo que podíamos obtener.”, Warren Buffet, sobre la negativa del Consejo de Administración en la adquisición de Quaker Oats, ya que consideraba que Gatorade sólo tenía el potencial de aportar un crecimiento inferior al 2% en las ventas mundiales. Adicionalmente, existía el riesgo de que la eventual venta de los negocios de comida afectaría fiscalmente a la compañía.



los términos bajo los cuales el precio pagado sería razonable. Ello constituiría el fundamento de algunas de las recomendaciones que deriven de este trabajo.

4.3 Tercera hipótesis: la fusión ha mejorado la posición competitiva de Pepsico en la industria

El planteamiento estratégico que justificó la adquisición de Quaker Oats, dadas las expectativas de las sinergias en compras, manufactura y distribución, debiera reflejar nuevas y/o mayores ventajas competitivas para Pepsico. De la fusión, se espera una compañía más fuerte y mejor posicionada, con una mayor capacidad para aprovechar las oportunidades que el mercado ofrece. Una posición financiera más fuerte no constituye, *per se*, una mejor posición competitiva de PepsiCo en la industria.

5. Prueba de las hipótesis (Fundamentación de la solución elegida)

5.1 La estrategia de Pepsico es acertada, en tanto que la fusión de Quaker Oats es razonable en términos financieros y de creación de valor.

Ambas empresas presentan EVA's positivos. Del análisis presentado en la sección 6, se observa que, aunque no existe certidumbre sobre el desempeño futuro de ambas empresas, ambas crean valor consistentemente. En términos de los activos de Quaker, sus resultados respaldan potenciales sinergias con esta fusión, aunque posiblemente resulten insuficientes en términos económicos, dado el monto de la inversión: El VPN de las sinergias estimadas es negativo en poco más de 904 millones de dólares, comprometiendo el desempeño futuro de PepsiCo, en términos de ROIC. Del análisis se obtienen resultados mixtos, que son afectados por el monto de la fusión. De lo anterior, se aprecia una fuerte correlación entre ésta y la segunda hipótesis planteada. Ello, en virtud de que ésta última constituye una de las premisas fundamentales que permiten estimar los beneficios financieros futuros que pudiesen derivar de la fusión.

5.2 El valor de adquisición de Quaker Oats es razonable.

Del análisis presentado, se descarta esta hipótesis en virtud del consistente declive en los ingresos de Quaker en los últimos 5 años (5.9% promedio anual). El monto de la fusión sólo es razonable si se logra un crecimiento estable del 6% en los próximos 10 años. Este argumento se refuerza con el retiro de Coca-Cola y de Danone de las negociaciones, al suponerse una valuación excesiva respecto de los beneficios potenciales estimados.



5.3 La fusión ha mejorado la posición competitiva de Pepsico en la industria

Derivado del análisis estructural de la industria de alimentos y bebidas, así como del análisis FODA, previo a la fusión de Quaker Oats, se prueba la hipótesis, en virtud de que la fusión se ajusta a los objetivos de negocio de Pepsico-fit estratégico²⁴. La adquisición de Quaker representa el aprovechamiento de una oportunidad que se ajusta a las fortalezas actuales de la compañía, al tiempo que éstas permiten tomar ventaja de las oportunidades que ofrece el mercado. Además, esta fusión permite superar algunas de sus debilidades y reducir la vulnerabilidad de la compañía a las amenazas del entorno. En sí misma, esta adquisición constituye también un plan defensivo que permite prevenir sus debilidades. Como el análisis revela, la incorporación de Gatorade a su cartera de productos, en línea con las tendencias de consumo, coloca en mejor posición competitiva a PepsiCo frente a su principal rival Coca-Cola. Así mismo, la incorporación de bocadillos dulces basados en grano, que son percibidos como “saludables”, aunado a su fortaleza en canales de distribución, le permitirá posicionarse mejor en el segmento de alimentos de conveniencia, a la vez que mitiga el riesgo por una posible declinación en el consumo de botanas saladas.

6. Desarrollo de las pruebas de hipótesis (Marco de aplicación)

6.1 Análisis financiero

6.1.1 Análisis financiero y valor económico agregado (EVA)

De la estimación de los valores económicos agregados de las empresas, se presentan los siguientes resultados:

Tabla 6.1.- Valor Económico Agregado (EVA) histórico de Pepsico

Año	2000	1999	1998	1997	1996
NOPAT	1,707	2,713	1,848	2,345	1,637
Costo de capital	1,308	1,345	1,428	1,107	1,515
EVA anual	399	1,368	420	1,238	122
EVA acumulado	280	1,327	1,679	2,811	2,933
Retorno de NOPAT Return (capital ajustado)	12.2%	18.8%	12.1%	19.7%	10.1%
Costo de capital	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
Valor agregado (%)	2.8%	9.5%	2.7%	10.4%	0.8%

²⁴ El **fit estratégico** se trata de cómo se ajusta la estrategia a los objetivos de la empresa (Johnson y Scholes, 7^a. Ed.: Dirección Estratégica, Ed. Pearson Educación).



Tabla 6.2.- Indicadores financieros de PepsiCo

Año	2000	1999	1998	1997	1996
EBIT	2,468	4,019	2,658	3,438	2,338
EBITDA	2,386	3,001	2,806	2,861	2,246
Crecimiento en utilidad operativa	-66.8%	23.1%	-8.3%	3.0%	-23.4%
Crecimiento en utilidad neta	-77.8%	30.4%	-2.8%	7.5%	-46.4%
Margen operativo	16.3%	13.8%	11.6%	12.7%	10.0%
Margen neto	11.2%	10.1%	8.9%	10.2%	5.6%
Margen de EBITDA	18.3%	20.6%	12.9%	17.4%	12.5%
Retorno sobre capital (ROE)	22.8%	29.8%	31.1%	30.9%	17.3%
Retorno sobre activos netos (RONA)	11.1%	14.6%	10.7%	13.5%	6.3%
Ventas / Activos fijos brutos	1.5	2.3	1.7	1.9	1.9

Tabla 6.3.- Valor Económico Agregado (EVA) histórico de Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
NOPAT	341	449	308	(645)	344
Costo de capital	82	82	83	98	156
EVA anual	259	367	225	(744)	188
EVA acumulado	193	487	681	(10)	178
Retorno de NOPAT (capital ajustado)	31.9%	42.1%	28.4%	-50.2%	16.9%
Costo de capital	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Valor agregado (%)	24.2%	34.4%	20.7%	-57.9%	9.2%



Tabla 6.4.- Indicadores financieros de Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
EBIT	517	680	466	(978)	521
EBITDA	517	686	467	(974)	523
Crecimiento en utilidad operativa	-92.5%	32.7%	-31.9%	-308.6%	-153.7%
Crecimiento en utilidad neta	-95.6%	45.8%	-37.6%	-427.8%	-126.4%
Margen operativo	12.8%	14.5%	9.6%	-19.4%	10.1%
Margen neto	7.7%	9.6%	5.9%	-18.6%	4.7%
Margen de EBITDA	12.8%	14.4%	9.6%	-19.5%	10.0%
Retorno sobre capital (ROE)	100.6%	231.0%	188.1%	-408.3%	20.0%
Retorno sobre activos netos (RONA)	19.4%	28.2%	17.3%	-48.5%	6.8%
Ventas / Activos fijos brutos	2.2	2.6	2.7	2.6	2.7

De los resultados anteriores, puede señalarse lo siguiente:

1. En virtud que los EVA's históricos nominales de ambas compañías son positivos (con excepción de Quaker en 1997) y que los resultados acumulados de ambas compañías al momento de la adquisición son igualmente positivos, la fusión tendría que generar un EVA en valor equivalente a la suma de ambas, o superior por las sinergias que ello representa, además del crecimiento esperado en ventas.
2. Las disminuciones de EBIT de PepsiCo, como producto de la desincorporación de líneas de negocio – particularmente el de restaurantes de comida rápida- serían sustituidas por los ingresos de los nuevos productos en su cartera.
3. El EVA histórico nominal de Quaker Oats muestra una tendencia a la baja. Esta tendencia se debe, en parte, a la adquisición de Snapple por dos mil millones de dólares entre 1994 y 1995, y su posterior venta. Ello, en parte por la lenta realización de sinergias. También se aprecian diferencias entre los márgenes operativo y neto de Quaker, con respecto de los de PepsiCo que harían presión para la mejora en la eficiencia operativa en el corto plazo post-compra. Los retornos sobre activos netos de Quaker Oats son superiores a los de PepsiCo –al igual que las



ventas sobre activos brutos-, refuerzan el argumento de salud operativa de Quaker, en términos de productividad.

Se estiman las siguientes sinergias:

Tabla 6.5.- Sinergias Potenciales Estimadas para el Adquirente (millones de dólares)²⁵

	Estimación por Sinergias			Valor capitalizado por acción QO	Precio Potencial de Adquisición
	Ahorros	Ingresos	Total		
Kellog	300	150	450	\$20.36	\$95.36
Campbell	175	25	200	\$9.05	\$84.05
Philip Morris	300	150	450	\$20.36	\$95.36
Coca-Cola	150	500+	650+	\$30.00+	\$105+
Pepsi-Cola	175	250	425	\$19.23	\$94.23
Nestle	250	150	400	\$18.10	\$93.10
Danone	175	100	275	\$12.45	\$87.45

Aunque las sinergias estimadas en la tabla anterior, son mayores para Coca-Cola y PepsiCo, el VPN de esta inversión, con una tasa de descuento del 15%²⁶, sería negativo por 904 millones de dólares, teniendo ello efectos negativos en el ROIC de la compañía en los próximos años.

6.1.2 Análisis de la razonabilidad de la inversión

Para estimar la razonabilidad de la inversión, se presentan los resultados de la valuación por flujos libres de efectivo, bajo el modelo de crecimiento estable²⁷:

<i>Crecimiento</i>	<i>Valor</i>
Crecimiento	Valor
6.00%	\$14,256.80
5.00%	\$10,678.19
4.00%	\$8,502.84
3.00%	\$7,040.67
2.00%	\$5,990.35
1.00%	\$5,199.36

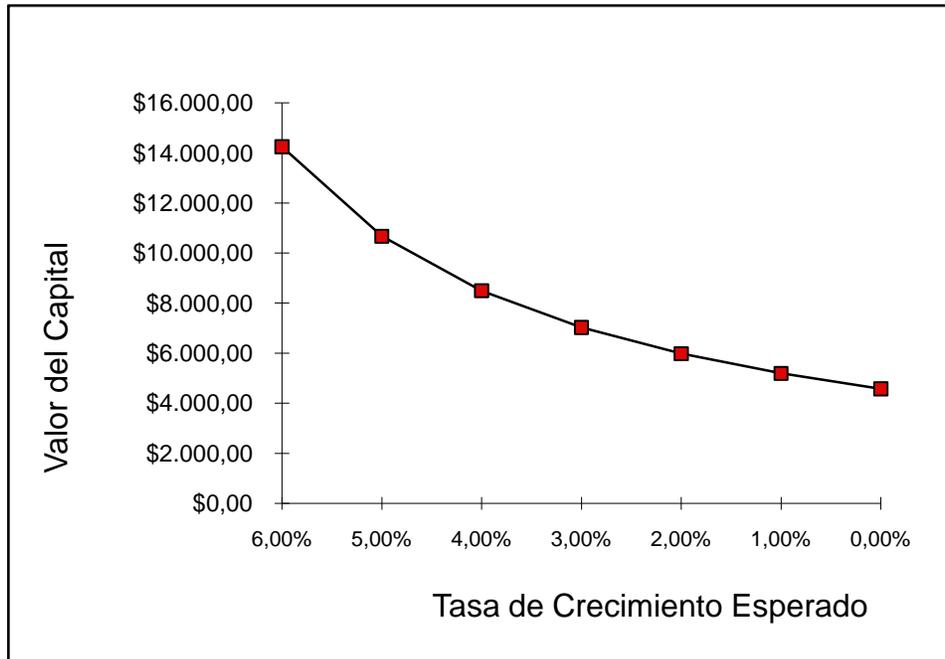
²⁵Fuente: Credit Suisse First Boston Equity Research, 08/01/2000, P.4.

²⁶ Valor estimado con Capital Asset Pricing Model (CAPM), con la información contenida en los anexos 6 y 7.

²⁷ Las premisas para su cálculo se presentan en el anexo correspondiente.



Gráfico 6.6.- Valor vs. Crecimiento esperado

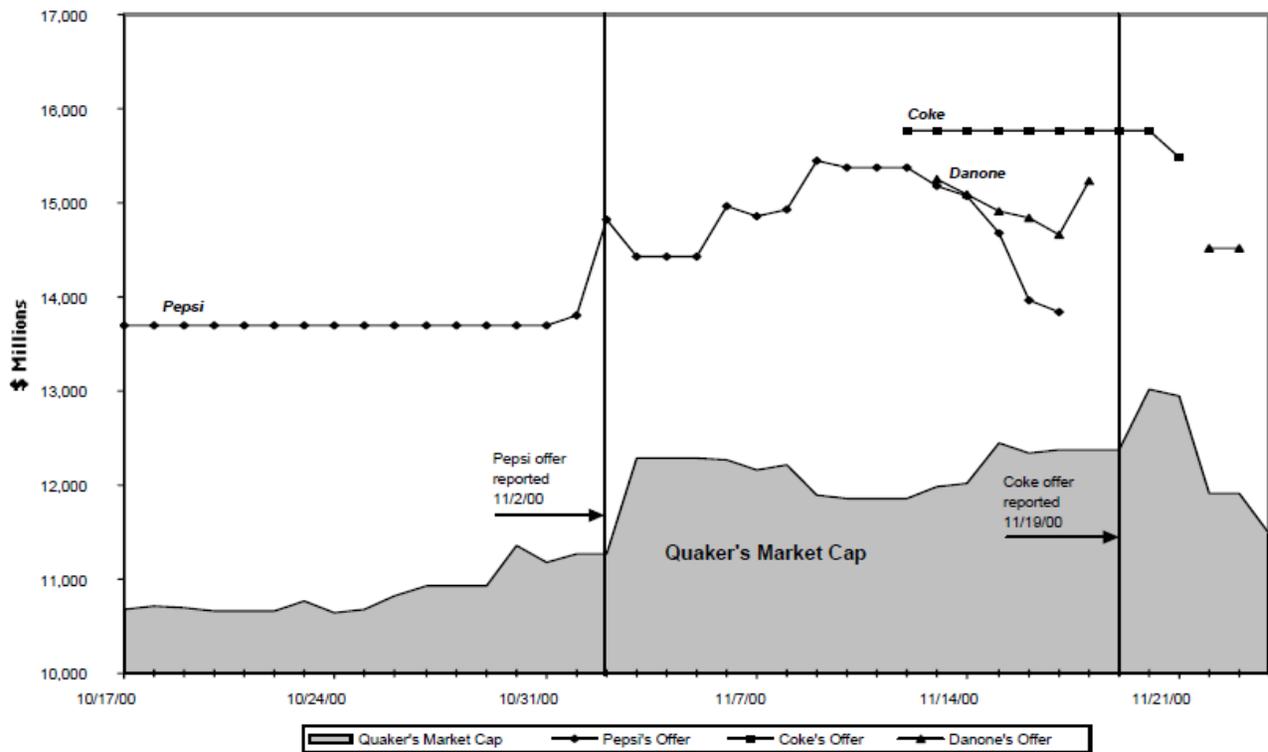


Adicionalmente, se presentan los valores históricos teóricos de las ofertas contra la capitalización real de Quaker Oats Co., en el gráfico 6.7.

De ambas estimaciones, es posible concluir que la adquisición de Quaker Oats es razonable si y solo si, se logra el crecimiento estable en ingresos de al menos un 6% anual. Como se puede apreciar en el anexo 2, las ventas de Quaker Oats mantienen un consistente declive que promedia un 5.9% anual desde 1996. De ahí que, de la estimación del VPN de las sinergias presentado en la sección anterior, así como de los resultados del modelo FCFE para crecimiento estable, así como del valor de mercado presentado en los meses anteriores a la fusión, pueda concluirse lo siguiente:

1. Dado el consistente declive en ventas de Quaker Oats, sumado al VPN que resulta de las sinergias potenciales, el precio pagado por PepsiCo no es razonable;
2. El precio pagado por PepsiCo es razonable solo si se logra un crecimiento estable de ventas de, al menos, un 6%.

Gráfico 6.7.- Valor teórico de las ofertas y el valor de mercado de Quaker Oats Co.



6.2 Análisis de la estrategia

6.2.1 Análisis estructural Pepsico 1999-2000 (5 fuerzas de Porter)

Entre 1999 y el año 2000, la industria de alimentos y bebidas de conveniencia, así como la de cereales, anticipaba condiciones favorables. El alcance del siguiente análisis, basado en el modelo de las cinco fuerzas de Porter, incluye la industria de alimentos y bebidas de conveniencia, así como la de cereales.

Definición de la industria.- Ambas industrias son de alta rentabilidad. En el caso de las bebidas no alcohólicas, se presentan rentabilidades mayores dadas las condiciones estructurales de la industria, que presenta una alta concentración de ingresos en pocas empresas²⁸. Adicionalmente, como producto de la estrecha relación entre embotelladores y productores de concentrados, existen sinergias al compartir actividades de suministros, producción, comercialización y distribución. En consecuencia, se aprecia una integración vertical de la industria. El capital, así como el desarrollo de las capacidades operacionales de manufactura de concentrados y embotellado, son las principales barreras de entrada. El crecimiento en el consumo de bebidas nutracéuticas y agua representan la principal amenaza en el

²⁸ Al momento del análisis, Pepsico y Coca-Cola, con sus embotelladores, concentraban poco menos del 80% del mercado. Euromonitor.



segmento de las bebidas gasificadas, como sustitutos²⁹. En el caso de las botanas saladas se aprecia una menor concentración de ingresos, aunque se estiman crecimientos globales de entre el 2 y 3% en 2001 y 2002, del 5% en Estados Unidos y hasta el 9% en Europa Occidental. La obesidad infantil constituye un tema importante que pudiese desacelerar esta tendencia, particularmente en Estados Unidos. Ello, en gran medida, ha posicionado a las barras de cereal y otros alimentos percibidos como “sanos”, como su principal sustituto. Aunque aún se presentan crecimientos marginales en este sector, esta tendencia emergente permite prever crecimientos anuales en el ámbito global de hasta un 3% hacia el 2002 o 2003³⁰. La industria de los cereales presenta altas rentabilidades (entre 40 y 45% de utilidad bruta), concentradas en pocas empresas. Su sustituto natural son los bocadillos salados, aunque la presentación del cereal en barra contribuye cada vez más a los beneficios y se esperan crecimientos hacia el 2002 de hasta un 6%.

Rivalidad entre empresas actuales.- Coca-Cola y PepsiCo concentran poco menos del 80% del mercado de bebidas no alcohólicas. De ahí, que pueda caracterizarse a la industria como un oligopolio que se refleja en la alta rentabilidad de ambas empresas. A pesar de lo anterior, existe una dura rivalidad por la participación de mercado que, en ocasiones, ha derivado en guerras de precios y agresivas campañas promocionales. En el año 2000, Coca-Cola tiene una participación del 44% del mercado vs. PepsiCo, con un 33.1%. En el segmento de bocadillos salados, Frito-Lay de PepsiCo es líder de mercado, mientras que Quaker Oats, en el segmento de bocadillos dulces, mantiene la sexta posición por debajo de Campbell, General Mills, H.J. Heinz, Kellogg y Sara Lee.

Productos sustitutos.- Se aprecia una evolución en los hábitos de consumo de bebidas no alcohólicas: del predominio en el consumo de bebidas carbonatadas de 1960, al agua embotellada y los jugos y té listos para beber en los años ochenta y noventa. En ese sentido, PepsiCo y Coca-Cola han reaccionado a estas tendencias con el lanzamiento de productos sustitutos a través del desarrollo interno de productos, o bien, de adquisiciones de empresas como Lipton. Predominan actualmente como principales sustitutos de las bebidas gasificadas, las bebidas nutracéuticas y el agua. En el caso de los bocadillos de conveniencia, los bocadillos percibidos como “sanos”, principalmente basados en cereales, constituyen el principal sustituto de los bocadillos salados y éstos, a su vez, de los bocadillos dulces. A pesar de las altas tasas de crecimiento en el consumo de bocadillos salados, todavía superiores a las de los bocadillos dulces, la tendencia favorece a estos últimos.

Poder negociador de los proveedores.- Los principales insumos de Coca-Cola y PepsiCo, en el segmento de bebidas no alcohólicas, son el azúcar y las botellas. Al ser el azúcar un producto genérico en un mercado abierto, se dispone de muchos proveedores. Así mismo, ante la posibilidad de sustituir el

²⁹ El mayor crecimiento se presentó en el segmento de bebidas no carbonatadas, con un 62% en los últimos cinco años. En el caso de las bebidas carbonatadas, su participación disminuyó del 71.3%, al 60.5% en el año 2000.

³⁰ México es el tercer mercado mundial en el consumo de cereales.



azúcar por fructosa en el caso de un incremento de precios, existe poco poder negociador de los proveedores. Existen, además, otros sustitutos como el NutraSweet, lo que fortalece el argumento anterior. En el caso del aluminio y PET para el embotellado, existe una amplia base de proveedores. PepsiCo y Coca-Cola han limitado el número de contratos, lo que también ha mejorado su posición para la negociación de precios, disminuyendo el poder negociador de los proveedores. El mismo caso se presenta para los bocadillos de conveniencia, en que los principales insumos son las harinas vegetales, aceite y conservadores. Ante una eventual escasez de grano y la variación de precios, el equilibrio de poderes pudiese favorecer a los proveedores al no existir sustitutos de los insumos, aunque el uso de coberturas en mercados derivados, en combinación con un número limitado de contratos de Frito-Lay y/o Quaker Oats previene un alto poder negociador de los proveedores.

Poder negociador de los compradores.- En el segmento de bebidas, al igual que el de bocadillos de conveniencia, existen cinco canales de venta: supermercados, tiendas de conveniencia y gasolineras, fuentes de sodas, máquinas expendedoras y restaurantes de comida rápida. En el caso de los supermercados –cuya industria está altamente fragmentada- las bebidas y los bocadillos son productos que generan tráfico, por lo que el poder negociador de los compradores se limita al espacio en estante. Esto permite a los supermercados negociar mejores márgenes y precios más bajos, disminuyendo la rentabilidad de las refresqueras. En el caso de las grandes cadenas de supermercados, existe un mayor poder de negociación, en virtud del volumen, disminuyendo aún más la rentabilidad de las refresqueras en este canal. El canal menos rentable es el de las fuentes de sodas, que son vistas como un canal que contribuye a la construcción de la marca. En este caso, las fuentes tienen un margen bruto de hasta un 75%, contra un 5% de las refresqueras. Las máquinas expendedoras son el canal más rentable, puesto que prácticamente no existen compradores con los cuales negociar. En este caso, los precios son altos, y el dueño de la propiedad donde se instala la máquina recibe una comisión sobre ventas. Las tiendas de conveniencia representan los mayores márgenes para los embotelladores y no existe un poder significativo de negociación de éstas, en virtud de que existe una negociación directa entre las refresqueras y los dueños de las tiendas. Los restaurantes de comida rápida, el canal con mayor poder de negociación, representan el 20% de las ventas totales y es uno de los canales más rentables.

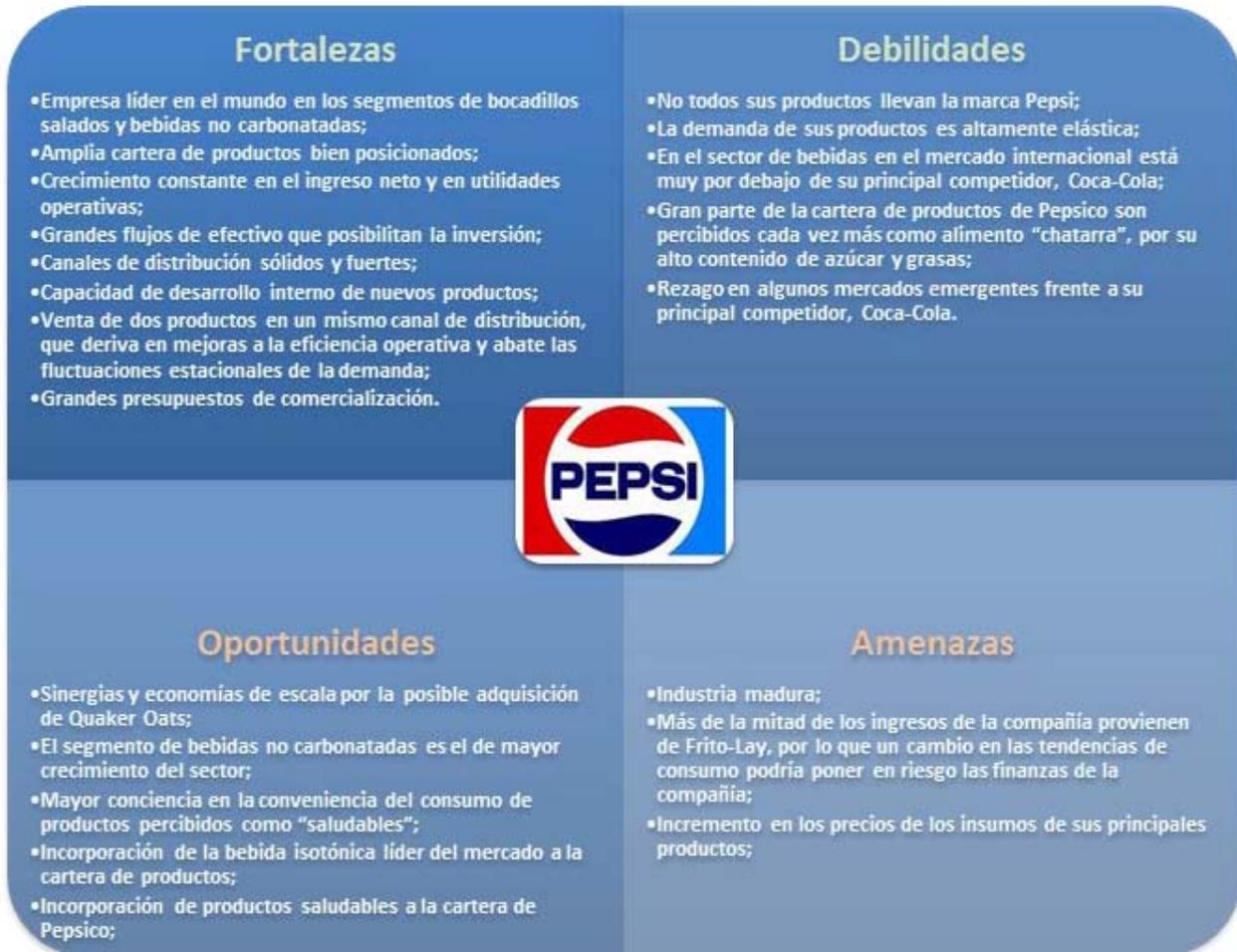
Barreras de entrada.- Las principales barreras de entrada para las industrias incluidas en el alcance de este análisis son, entre otras, las siguientes:

- a. *Capital.-* La inversión en infraestructura y el desarrollo de los canales de distribución, además de los requerimientos para la comercialización de los productos, constituyen la principal barrera de entrada;
- b. *Industria altamente concentrada.-* El poder de negociación de las empresas dominantes constituyen una barrera en el establecimiento de relaciones comerciales en los canales existentes;



- c. *Marco regulatorio.*- En los Estados Unidos, no es posible establecer nuevas embotelladoras en regiones donde ya opera un embotellador³¹.

6.2.2 Análisis FODA de Pepsico (Previo a la fusión, años 1999-2000)



6.2.3 Análisis de la Estrategia

Análisis F-O.- La posición financiera de la compañía permite la adquisición de Quaker Oats, sin poner en riesgo su viabilidad. Adicionalmente, la incorporación de la bebida isotónica líder del mercado – Gatorade- sumada a la posición de Pepsico en el mercado de las bebidas no alcohólicas y a sus fuertes canales de distribución, permiten anticipar un crecimiento superior en ventas de darse esta fusión. Los

³¹Soft Drink Interbrand Competition Act of 1980.



altos presupuestos de comercialización de PepsiCo permitirían a la empresa asegurar el liderazgo de Gatorade en la participación de mercado, así como el fortalecimiento de su marca, y mayores ingresos en el segmento de bebidas de mayor crecimiento. La incorporación de productos saludables a la cartera de productos de PepsiCo es consistente con las tendencias en los hábitos de consumo. Los productos de Quaker Oats, como sustitutos de las botanas saladas Frito-Lay, serían una cobertura natural para los futuros ingresos de la compañía.

Análisis D-O.- Al robustecer su cartera de productos a través de la adquisición de Quaker, existe una variedad mayor de insumos. Dada la alta sensibilidad de la demanda a los precios de los productos de PepsiCo, la diversificación de la cartera permitiría disminuir el riesgo relativo a la variabilidad de los precios de los insumos. Adicionalmente, la incorporación de estos productos mejoraría la percepción de la marca en cuanto a las cualidades nutritivas de sus productos. El rezago en algunos mercados emergentes, así como las brechas con su principal competidor, aunado a las tendencias de consumo de bebidas no alcohólicas, pudiesen ser abatidos con la incorporación de Gatorade en su cartera de productos.

Análisis F-A.- La posibilidad de invertir para incorporar nuevos productos a la cartera, permitiría a PepsiCo un mejor balance en su estructura de ingresos, disminuyendo los riesgos asociados. Los altos flujos de efectivo permitirían un mayor poder de negociación con los proveedores a través de contratos de ventas anticipadas, o bien, por la compra de futuros en mercado de derivados que garanticen los costos.

Análisis D-A.- Si bien, más de la mitad de los ingresos de PepsiCo provienen de Frito-Lay, la opinión sobre estos bocadillos es cada vez menos favorable. Una estrategia defensiva que permita prevenir esta debilidad y que pudiese potenciar la amenaza que representa el cambio en los hábitos de consumo y que afectaría financieramente a la compañía, consistiría en incrementar la cartera con productos alineados a las nuevas tendencias. En ese sentido, la adquisición de Quaker se ajustaría a este objetivo.



7. Conclusiones

Derivado de los análisis y las hipótesis planteadas enfocadas a valorar la efectividad en la adquisición de Quaker Oats Co. por PepsiCo, se presentan las siguientes conclusiones:

- a. La adquisición de Quaker Oats Co. representa sinergias para PepsiCo. En términos de ingreso, PepsiCo se vería beneficiada por la incorporación de nuevos productos a su cartera. Así mismo, al presentar ambas compañías EVA's nominales y acumuladas positivas, se apreciaría un incremento inmediato post-adquisición. Sin embargo, ello no garantiza el desempeño futuro, particularmente de no generarse las sinergias en el corto plazo (adquisición de Snapple por Quaker). Al estimar el VPN de las sinergias en relación con el monto de la fusión, éste resulta negativo en poco más de 904 millones de dólares, lo que tendría efectos negativos en el ROIC de PepsiCo en el futuro.
- b. El monto de la fusión de PepsiCo (14,500 millones de US\$), no es razonable en los siguientes términos: El VPN de las sinergias estimadas es negativo en relación a este monto; Quaker presenta un decremento constante en ventas que promedian un 5.9% anual en los últimos 5 años. El mercado ha sobrevalorado el capital debido a las ofertas presentadas por PepsiCo, Coca-Cola y Danone, aunque estas dos últimas se retiraron de las negociaciones.
- c. El monto de la fusión sólo es razonable si PepsiCo logra crecimientos estables del 6% en los próximos años. Las sinergias estimadas –y que pudiesen considerarse conservadoras- toman en cuenta los ahorros y el crecimiento en ingresos, producto del aprovechamiento de los fuertes canales de distribución y sus fuertes presupuestos de comercialización. A pesar de ello, el VPN es negativo.
- d. La adquisición de Quaker Oats mejora sustancialmente la posición competitiva de PepsiCo a través de la incorporación de productos estrella en su cartera, particularmente Gatorade, líder en uno de los segmentos de bebidas de mayor crecimiento. Adicionalmente, con la incorporación de bocadillos dulces, basados en granos y, por lo tanto, percibidos como “sanos”, se integra perfectamente a las tendencias actuales de consumo, abatiendo al mismo tiempo el riesgo que representa la eventual disminución de ingresos en el segmento de botanas saladas. En síntesis, PepsiCo lograría una cartera bien balanceada de productos que son, en algunos casos complementarios y, en otros, sustitutos.



8. Recomendaciones

- a. Instrumentar acciones enfocadas en el crecimiento en ventas de los productos incorporados de Quaker en, por lo menos, un 6% anual, aprovechando los fuertes canales de distribución de PepsiCo. Adicionalmente, promover la expansión internacional, particularmente en Europa Oriental, Asia y África, donde se puede establecer una posición dominante en cualquiera de sus tres líneas de productos.
- b. Enfocar los esfuerzos de comercialización a los productos percibidos como “saludables”, particularmente en las barras energéticas y bocadillos basados en granos, en línea con las tendencias actuales de consumo. Comunicar eficazmente sobre el valor nutricional de estos productos.
- c. Enfocar los esfuerzos de comercialización en las bebidas que presentan mayores tasas de crecimiento, particularmente en el caso de Gatorade, a través de agresivas campañas publicitarias asociadas más a un estilo de vida que a un producto.
- d. Desarrollo interno: desarrollo y mejora de los bocadillos salados, que son percibidos como “chatarra”, en alimentos con mayor valor nutricional. Comunicar eficazmente las propiedades nutritivas de estos productos en relación con los de la competencia. Negociar espacios en anaquel para productos complementarios.
- e. Continuar el crecimiento a través de adquisiciones de negocios regionales o locales que se ajusten a la cartera de productos de PepsiCo (Como fue el caso de Gamesa), de fuerte presencia en estos mercados y que permitan el aprovechamiento de nuevos canales de distribución.



9. Bibliografía

- Ellet, William. *The Case Study Handbook, How to Read, Discuss, and Write Persuasively About Cases*. Boston, Massachusetts: 2007. Harvard Business Press.
- Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack. *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. 2a. Ed. EE.UU: 1995. McKinsey&Company, Inc.
- Siu Villanueva, Carlos. *Valuación de Empresas, Proceso y Metodología*. 1ª. Ed. México: 1999. Instituto Mexicano de contadores Públicos, A.C.
- Hubbard, Douglas W. *How to Measure Anything, Finding the Value of Intangibles in Business*. EE.UU: 2007. John Wiley&Sons, Inc.
- Blank, Leland T.; Tarquin, Anthony J. *Ingeniería Económica*. 3ª. Ed. Colombia: 1992. McGraw-Hill.
- McCarthy, E. Jerome; Perreault Jr., William D. *Marketing, UnEnfoque Global*. 13ª. Ed. México: 2001. Irwin McGraw-Hill.
- Stewart III, G. Bennet. *The Quest for Value, A Guide for Senior Managers*. EE.UU: 1999. Stern Stewart & Co.
- Porter, Michael E. *Ventaja Competitiva, Creación y Sostenimiento de un Desempeño Superior*. 2ª. Ed. México: 2002. Compañía Editorial Continental.
- Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. 6a. Ed. EE.UU: 2000. Irwin McGraw-Hill.
- Guajardo Cantú, Gerardo. *Contabilidad Financiera*. 3ª. Ed. México: 2002. McGraw-Hill.
- Lorsch, Jay W. *The Coca-Cola Company: The Quaker Oats Acquisition (A, B)*. EE.UU: 2001. Harvard Business School.
- Chan, Jessica. *Coke Versus Pepsi, 2001*. EE.UU: 2001. Darden Business Publishing, University of Virginia.
- Soudakov, Leonid. *Pepsico's Bid for Quaker Oats (A, B, C, D)*. EE.UU: 2008. Harvard Business School.
- Bethel, Linda; Hu, Evelyn; Reist, Paul. *The Quaker Oats Company*. EE.UU: 1996. Stanford University Graduate School of Business.
- Corts, Kenneth S.; Sandler, Amy L. *The RTE Breakfast Cereal Industry: Quaker Oats*. EE.UU: 1997. Harvard Business School.



Yoffie, David B. *Cola Wars Continue: Coke and Pepsi in the Twenty-First Century*. EE.UU: 2002. Harvard Business School.

Gamble, John E. *La Adquisición de Quaker Oats por PepsiCo*. EE.UU: 2002. University of South Alabama.

Treaster, Joseph B. *Andrall E. Pearson, 80, Pepsi Executive Who Led a Spinoff, Is Dead*. EE.UU: 2006. New York Times.

Sinit, John. *Cereal Franchises*. EE.UU: 2010. Pub. Elizabeth Wistrom.

Lee, Hope. *Opportunities for PepsiCo's Gatorade in Latin America*. EE.UU: 2007. Euromonitor.

Benkoulder, Christiana. *Savoury Snack Manufacturers Respond to Shifting Demand*. EE.UU: 2002. Euromonitor.

Euromonitor. *Snacking: An Emerging Trend in China*. EE.UU: 2006. Euromonitor.

Adwan, Lyla. *Where Next for Cereals*. EE.UU: 2003. Euromonitor.

Parrette, Tom. *The Dark Side of Brand Names*. EE.UU: 2009. Ads of The World.

Benkoulder, Christiana. *The Success Story of Beverages in the Functional Arena*. EE.UU: 2004. Euromonitor.

Samak, Fanija. *Threats Encourage Innovation in Sweet and Savoury Snacks*. EE.UU: 2004. Euromonitor.

Thomas, Robert J. *Mergers & Acquisitions: Irreconcilable Differences*. EE.UU: 2000. Outlook Journal, Accenture.



10. Anexos

Anexo 1: Resumen Financiero de PepsiCo, Inc., 1995-2000 (En millones de dólares, excepto las cantidades por acción)³²

	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Ventas netas	20,438	20,367	22,348	20,917	31,645	30,421
Utilidades operativas	3,225	2,818	2,584	2,662	2,546	2,987
Gasto de interés, neto	145	245	321	353	474	555
Ganancias en transacciones de embotellado	0	1,000	0	0	0	0
Ingresos de continuación de operaciones antes de impuestos sobre la renta y efecto acumulativo de cambios de contabilidad	3,210	3,656	2,263	2,309	2,047	2,432
Impuestos sobre la renta: actuales y diferidos	1,027	1,606	270	818	898	826
Ingreso de continuación de operaciones antes del efecto acumulativo de cambios de contabilidad	2,183	2,050	1,993	1,491	1,149	1,606
Efecto acumulativo de cambios de contabilidad	0	0	0	0	0	0
Ingreso neto	2,183	2,050	1,993	1,491	1,149	1,606
Ingreso neto por acción	1.51	1.4	1.35	0.98	0.7	1
Dividendos en efectivo declarados por acción	0.56	0.54	0.52	0.49	0.45	0.39
Activo total	18,339	17,551	22,660	20,101	24,512	25,432
Deuda a largo plazo	2,346	2,812	4,028	4,946	8,174	8,439
Gasto de capital	1,067	1,118	1,405	1,506	2,287	2,104

³²Fuente: Estados financieros de la compañía. Reportes 10(K) y 10(Q).



Anexo 2: Resumen Financiero de Quaker Oats Company, 1995-2000 (En millones de dólares, excepto las cantidades por acción)³³

	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Ventas netas	5041	4725.2	4842.5	5015.7	5199	5954
Utilidades brutas	2752.7	2588.4	2468.1	2450.8	2391.5	2659.6
Ingreso (pérdida) antes de impuesto sobre la renta	551.1	618.3	396.6	1064.3	415.6	1220.5
Provisión (beneficio) para impuesto sobre la renta	190.5	163.3	112.1	133.4	167.7	496.5
Ingreso (pérdida) neto(a)	360.6	455	284.5	-930.9	247.9	724
Por acción común:						
Ingreso (pérdida) neto(a)	2.71	3.36	2.04	-6.8	1.8	5.39
Ingreso (pérdida) neto(a) ---diluido	2.61	3.23	1.97	-6.8	1.78	5.23
Dividendos delarados:						
Acción común	149.3	151.8	155.2	155.9	153.3	150.8
Por acción común	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
Número promedio de acciones comunes emitidas y en circulación (en millares)	131689	134027	137185	137460	135466	134149
Estadísticas financieras						
Capital operativo	153.3	58.4	105.9	187.3	-465	-621.6
Neto de propiedad, planta y equipo	1120	1106.7	1070.2	1164.7	1200.7	1167.8
Gasto de depreciación	123.5	114	116.3	122	119.1	115.3
Total del activo	2418.8	2396.2	2510.3	2697	4394.4	4620.4
Deuda a largo plazo	664.1	715	795.1	887.6	993.5	1051.8
Capital contable común de los accionistas	354.7	197.3	151	228	1229.9	1079.3
Gama del precio de mercado de acciones comunes:						
Alto	98+(15/16)	71+(7/8)	65+(9/16)	55+(1/8)	39+(1/2)	37+(1/2)
Bajo	45+(13/16)	50+(7/8)	48+(1/2)	34+(3/8)	30+(3/8)	30+(1/4)

³³Fuente: Estados financieros de la compañía. Reportes 10(K) y 10(Q).



Anexo 3: Estimación del EVA de PepsiCo (millones de US\$)

Resumen del Estado de Resultados de PepsiCo

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Ventas	14,028	20,367	22,348	20,917	20,337
Costo de ventas	5,433	8,198	9,330	8,525	8,452
Utilidad bruta	8,595	12,169	13,018	12,392	11,885
<i>Margen bruto</i>	<i>61.3%</i>	<i>59.7%</i>	<i>58.3%</i>	<i>59.2%</i>	<i>58.4%</i>
Gastos de operación	6,209	9,168	10,212	9,531	9,639
Depreciación y amortización	96	183	222	199	206
Utilidad operativa	2,290	2,818	2,584	2,662	2,040
<i>Margen operativo</i>	<i>16.3%</i>	<i>13.8%</i>	<i>11.6%</i>	<i>12.7%</i>	<i>10.0%</i>
Gastos financieros	156	363	395	478	565
Otros (ingresos) gastos	(178)	(1,201)	(74)	(776)	(298)
Utilidad antes de impuestos	2,312	3,656	2,263	2,960	1,773
Impuestos	740	1,606	270	818	624
Utilidad neta	1,572	2,050	1,993	2,142	1,149
<i>Margen neto</i>	<i>11.2%</i>	<i>10.1%</i>	<i>8.9%</i>	<i>10.2%</i>	<i>5.6%</i>
EBITDA	2,564	4,202	2,880	3,637	2,544
<i>Margen EBITDA</i>	<i>18.3%</i>	<i>20.6%</i>	<i>12.9%</i>	<i>17.4%</i>	<i>12.5%</i>

Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por PepsiCo



Resumen de la Posición Financiera de PepsiCo

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Efectivo y caja	705	964	311	1,928	307
Banco e inversiones	3,495	3,209	4,051	4,323	3,643
Total circulante	4,200	4,173	4,362	6,251	3,950
Activo fijo	9,209	8,816	13,110	11,294	10,908
Menos: Depreciación acumulada	(3,928)	(3,550)	(5,792)	(5,033)	(4,822)
Total activo fijo neto	5,281	5,266	7,318	6,261	6,086
Depósitos y otros activos	5,167	5,266	9,584	6,388	10,977
Activos intangibles	3,011	2,846	1,396	1,201	1,147
Total activo	17,659	17,551	22,660	20,101	22,160
Bancos	116	233	3,921	-	-
Cuentas por pagar	3,337	3,399	3,870	3,617	3,378
Otros activos circulantes	168	156	123	640	413
Proporción de pasivo de LP	-	-	-	-	-
Total pasivo circulante	3,621	3,788	7,914	4,257	3,791
Pasivo LP menos proporción de pasivo LP	2,737	2,812	4,028	4,946	8,174
Otros pasivos de largo plazo	4,413	4,070	4,317	3,962	3,572
Capital	6,888	6,881	6,401	6,936	6,623
Pasivo más capital	17,659	17,551	22,660	20,101	22,160

NOPAT - PepsiCo

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Utilidad operativa	2,290	2,818	2,584	2,662	2,040
Ajustes:					
Depreciación	-	-	-	-	-
Otros gastos (ingresos)	178	1,201	74	776	298
Ajuste LIFO	-	-	-	-	-
Investigación y desarrollo	-	-	-	-	-
Arendamientos para operación	119	92	142	115	143
Varios	-	-	-	-	-
Impuestos	(880)	(1,398)	(952)	(1,208)	(844)

NOPAT

1,707

2,713

1,848

2,345

1,637

Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por PepsiCo



Total de Capital Invertido y Costo de Capital - PepsiCo

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Capital empleado:					
Deuda	2,853	3,045	7,949	4,946	8,174
Capital	6,888	6,881	6,401	6,936	8,085
Valor en libros del capital	9,741	9,926	14,350	11,882	16,259
Ajustes:					
Investigación y desarrollo capitalizables	-	-	-	-	-
Depreciación	716	759	968	-	-
Intangibles	3,576	3,745	-	-	-
Valor presente de renta y arrendamientos	-	-	-	-	-
Capital total ajustado	14,033	14,430	15,318	11,882	16,259

Costo de capital:

	<u>Antes de impuestos</u>	<u>Post-impuestos</u>	<u>Ponderador</u>
Deuda (Kd)	6.1%	4.0%	23%
Capital	10.9%	10.9%	77%
Promedio ponderado(Kw)	9.8%	9.3%	
Tasa de impuestos	34.0%		

Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por PepsiCo



Valor Económico Agregado (EVA) y Razones Financieras - PepsiCo

Año	2000	1999	1998	1997	1996
NOPAT	1,707	2,713	1,848	2,345	1,637
Costo de capital	1,308	1,345	1,428	1,107	1,515
EVA anual	399	1,368	420	1,238	122
EVA acumulado	280	1,327	1,679	2,811	2,933
Retorno de NOPAT Return sobre capital	12.2%	18.8%	12.1%	19.7%	10.1%
Costo de capital	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
Valor agregado (porcentual)	2.8%	9.5%	2.7%	10.4%	0.8%
Otros indicadores financieros					
EBIT	2,468	4,019	2,658	3,438	2,338
EBITDA	2,386	3,001	2,806	2,861	2,246
Crecimiento en utilidad operativa	-66.8%	23.1%	-8.3%	3.0%	-23.4%
Crecimiento en utilidad neta	-77.8%	30.4%	-2.8%	7.5%	-46.4%
Margen operativo	16.3%	13.8%	11.6%	12.7%	10.0%
Margen neto	11.2%	10.1%	8.9%	10.2%	5.6%
Margen de EBITDA	18.3%	20.6%	12.9%	17.4%	12.5%
Retorno sobre capital (ROE)	22.8%	29.8%	31.1%	30.9%	17.3%
Retorno sobre activos netos (RONA)	11.1%	14.6%	10.7%	13.5%	6.3%
Ventas / Activos fijos brutos	1.5	2.3	1.7	1.9	1.9



Anexo 4: Estimación del EVA de Quaker Oats Co. (millones de US\$)

Resumen del Estado de Resultados de Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Ventas	4,045	4,725	4,843	5,016	5,199
Costo de ventas	1,805	2,137	2,374	2,565	2,808
Utilidad bruta	2,240	2,588	2,469	2,451	2,391
<i>Margen bruto</i>	55.4%	54.8%	51.0%	48.9%	46.0%
Gastos de operación	1,723	1,902	2,002	3,425	1,868
Depreciación y amortización	-	-	-	-	-
Utilidad operativa	517	686	467	(974)	523
<i>Margen operativo</i>	12.8%	14.5%	9.6%	-19.4%	10.1%
Gastos financieros	40	62	70	86	107
Otros (ingresos) gastos	-	6	1	4	2
Utilidad antes de impuestos	477	618	396	(1,064)	414
Impuestos	165	163	112	(133)	168
Utilidad neta	312	455	284	(931)	246
<i>Margen neto</i>	7.7%	9.6%	5.9%	-18.6%	4.7%
EBITDA	517	680	466	(978)	521
<i>Margen EBITDA</i>	12.8%	14.4%	9.6%	-19.5%	10.0%

Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por Pepsico



Resumen de la Posición Financiera de Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Efectivo y caja	111	283	327	84	111
Banco e inversiones	1,038	713	788	1,049	779
Total circulante	1,149	996	1,115	1,133	890
Activo fijo	1,872	1,852	1,819	1,913	1,943
Menos: Depreciación acumulada	(797)	(745)	(749)	(748)	(743)
Total activo fijo neto	1,075	1,107	1,070	1,165	1,200
Depósitos y otros activos	57	56	79	49	69
Activos intangibles	231	237	246	351	2,237
Total activo	2,512	2,396	2,510	2,698	4,396
Bancos	89	155	137	169	568
Cuentas por pagar	258	214	168	191	210
Otros activos circulantes	648	570	704	586	576
Proporción de pasivo de LP	-	-	-	-	-
Total pasivo circulante	995	939	1,009	946	1,354
Pasivo LP menos proporción de pasivo LP	672	715	795	888	994
Otros pasivos de largo plazo	535	545	555	636	818
Capital	310	197	151	228	1,230
Pasivo más capital	2,512	2,396	2,510	2,698	4,396

NOPAT – Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Utilidad operativa	517	686	467	(974)	523
Ajustes:					
Depreciación	-	-	-	-	-
Otros gastos (ingresos)	-	(6)	(1)	(4)	(2)
Ajuste LIFO	-	-	-	-	-
Investigación y desarrollo	-	-	-	-	-
Arendamientos para operación	-	-	-	-	-
Varios	-	-	-	-	-
Impuestos	(176)	(231)	(158)	333	(177)
NOPAT	341	449	308	(645)	344

Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por Pepsico



Total de Capital Invertido y Costo de Capital – Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
Capital empleado:					
Deuda	761	870	932	1,057	1,562
Capital	310	197	151	228	474
Valor en libros del capital	1,071	1,067	1,083	1,285	2,036
Ajustes:					
Investigación y desarrollo capitalizables	-	-	-	-	-
Depreciación	-	-	-	-	-
Intangibles	-	-	-	-	-
Valor presente de renta y arrendamientos	-	-	-	-	-
Capital total ajustado	1,071	1,067	1,083	1,285	2,036

Costo de capital:	<u>Antes de impuestos</u>	<u>Post-impuestos</u>	<u>Ponderador</u>
Deuda (Kd)	6.1%	4.0%	47%
Capital	10.9%	10.9%	53%
Promedio ponderado(Kw)	8.6%	7.7%	
Tasa de impuestos	34.0%		

Estrategias de crecimiento: la adquisición de Quaker Oats por Pepsico



Valor Económico Agregado (EVA) y Razones Financieras – Quaker Oats Co.

Año	2000	1999	1998	1997	1996
NOPAT	341	449	308	(645)	344
Costo de capital	82	82	83	98	156
EVA anual	259	367	225	(744)	188
EVA acumulado	193	487	681	(10)	178
Retorno de NOPAT Return sobre capital	31.9%	42.1%	28.4%	-50.2%	16.9%
Costo de capital	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Valor agregado (porcentual)	24.2%	34.4%	20.7%	-57.9%	9.2%
Otros indicadores financieros					
EBIT	517	680	466	(978)	521
EBITDA	517	686	467	(974)	523
Crecimiento en ventas	-96.5%	16.8%	2.5%	3.6%	3.6%
Crecimiento en utilidad operativa	-92.5%	32.7%	-31.9%	-308.6%	-153.7%
Crecimiento en utilidad neta	-95.6%	45.8%	-37.6%	-427.8%	-126.4%
Margen operativo	12.8%	14.5%	9.6%	-19.4%	10.1%
Margen neto	7.7%	9.6%	5.9%	-18.6%	4.7%
Margen de EBITDA	12.8%	14.4%	9.6%	-19.5%	10.0%
Retorno sobre capital (ROE)	100.6%	231.0%	188.1%	-408.3%	20.0%
Retorno sobre activos netos (RONA)	19.4%	28.2%	17.3%	-48.5%	6.8%
Ventas / Activos fijos brutos	2.2	2.6	2.7	2.6	2.7



Anexo 5: Valuación de Flujos Libres de Efectivo por el Modelo de Crecimiento Estable de Quaker Oats Co.

Insumos		Crecimiento	Valor
EBIT	\$668.00	6.00%	\$14,256.80
Impuestos (t)	24%	5.00%	\$10,678.19
CAPEX	\$33.00	4.00%	\$8,502.84
Depreciación	\$4.00	3.00%	\$7,040.67
Cambios en capital de trabajo	\$59.00	2.00%	\$5,990.35
CAPEX como porcentaje de la depreciación	125%	1.00%	\$5,199.36
Apalancamiento	29.97%	0.00%	\$4,582.21
Beta	0.59		
Tasa libre de riesgo	7%		
Tasa de riesgo	5.50%		
Costo de deuda	8.50%		
Crecimiento esperado	4%		
RESULTADOS:			
EBIT (1- t) =	\$505.00		
- (CAPEX - Depreciación)	\$29.00		
- Cambio en capital de trabajo	\$59.00		
FCF	\$417.00		
Costo de acciones	10.25%		
Costo de deuda=	6.43%		
Costo de capital	9.10%		
Tasa esperada de crecimiento	4.00%		
Valor de la empresa	\$8,502.84		

Anexo 6: Betas de la industria³⁴

<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Average Beta</i>	<i>Market D/E Ratio</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>Unlevered Beta</i>	<i>Cash/Firm Value</i>	<i>Unlevered Beta corrected for cash</i>
Advertising	36	1.60	72.76%	13.01%	0.98	11.92%	1.12
Aerospace/Defense	67	1.19	22.94%	20.05%	1.00	7.90%	1.09
Air Transport	44	1.06	70.74%	17.63%	0.67	11.84%	0.76
Apparel	56	1.30	23.61%	16.54%	1.09	6.95%	1.17
Auto & Truck	22	1.72	154.47%	13.25%	0.74	11.75%	0.83
Auto Parts	54	1.75	51.24%	12.09%	1.21	12.38%	1.38
Bank	481	0.75	198.22%	17.50%	0.28	10.36%	0.32
Bank (Canadian)	7	0.86	16.44%	14.94%	0.76	7.37%	0.82
Bank (Midwest)	39	0.96	110.54%	20.65%	0.51	9.63%	0.57
Beverage	41	1.04	16.92%	12.12%	0.90	3.20%	0.93
Biotechnology	121	1.10	14.78%	4.46%	0.96	14.59%	1.12
Building Materials	53	1.45	83.80%	14.56%	0.84	5.48%	0.89
Cable TV	24	1.69	85.22%	21.86%	1.02	4.02%	1.06
Canadian Energy	10	1.18	30.86%	26.99%	0.96	2.32%	0.98
Chemical (Basic)	17	1.27	20.37%	21.59%	1.10	6.74%	1.18
Chemical (Diversified)	31	1.37	19.85%	20.84%	1.19	4.73%	1.25
Chemical (Specialty)	97	1.29	29.01%	12.86%	1.03	4.17%	1.08
Coal	21	1.67	23.68%	13.15%	1.39	4.31%	1.45
Computer Software/Svcs	333	1.02	5.61%	10.12%	0.97	10.34%	1.08
Computers/Peripherals	129	1.29	10.93%	8.65%	1.17	12.20%	1.33
Diversified Co.	121	1.20	138.78%	18.93%	0.57	11.12%	0.64
Drug	337	1.11	12.58%	5.62%	0.99	7.79%	1.07
E-Commerce	56	1.18	8.74%	13.50%	1.09	11.63%	1.24
Educational Services	38	0.75	7.21%	24.06%	0.71	8.58%	0.78
Electric Util. (Central)	23	0.79	102.89%	32.27%	0.47	2.31%	0.48
Electric Utility (East)	24	0.73	75.74%	33.77%	0.49	1.70%	0.50
Electric Utility (West)	14	0.75	89.99%	32.45%	0.47	4.25%	0.49
Electrical Equipment	87	1.41	16.91%	14.07%	1.23	7.16%	1.33
Electronics	183	1.16	26.37%	10.63%	0.94	14.90%	1.10
Entertainment	95	1.81	56.83%	11.78%	1.21	6.56%	1.29
Entertainment Tech	35	1.32	11.72%	6.28%	1.19	22.36%	1.53
Environmental	91	0.97	49.42%	14.27%	0.68	2.49%	0.70
Financial Svcs. (Div.)	296	1.39	305.02%	16.53%	0.39	15.76%	0.47
Food Processing	121	0.86	29.31%	17.29%	0.69	3.79%	0.72
Foreign Electronics	9	1.13	29.12%	10.71%	0.90	22.65%	1.16
Funeral Services	5	1.19	56.52%	24.34%	0.83	3.51%	0.86
Furn/Home Furnishings	35	1.52	38.54%	17.48%	1.16	6.12%	1.23
Healthcare Information	33	0.97	13.57%	17.80%	0.87	6.85%	0.94
Heavy Construction	14	1.42	7.58%	33.76%	1.35	16.86%	1.63
Homebuilding	28	1.45	102.34%	1.42%	0.72	26.11%	0.98
Hotel/Gaming	74	1.74	85.90%	12.93%	1.00	6.19%	1.06
Household Products	23	1.15	22.36%	24.87%	0.98	2.23%	1.00
Human Resources	30	1.38	13.17%	23.63%	1.25	14.81%	1.47
Industrial Services	168	1.07	33.96%	17.89%	0.84	8.10%	0.91
Information Services	29	1.28	23.68%	19.37%	1.08	3.91%	1.12
Insurance (Life)	31	1.38	36.81%	22.47%	1.07	38.96%	1.75
Insurance (Prop/Cas.)	85	0.92	24.03%	15.68%	0.76	23.51%	1.00
Internet	239	1.04	2.28%	5.94%	1.02	9.53%	1.13
Investment Co.	19	0.76	59.26%	0.00%	0.48	72.09%	1.71

³⁴New York University, 2010.



Anexo 7: Tasas de interés (octubre, 2000)

Tasas de corto plazo	
90-Day Treasury Bills	6.06
Discount Rate	6.00
90-Day AA Commercial Paper	6.50
3-Month LIBOR	6.70
Prime Rate	9.50

Tasas de largo plazo	
One-Year Treasury Bonds	6.06
Two-Year Treasury Bonds	6.03
Five-Year Treasury Bonds	5.94
Ten-Year Treasury Bonds	5.90
Thirty-Year Treasury Bonds	5.95
Ten-Year AA Corporate Bonds	7.71

Anexo 8: Estadísticas de consumo en el mercado de bebidas³⁵

	1995	1996	1998	1999	2000
Consumo histórico de bebidas carbonatadas no alcohólicas					
Cajas (millones)	8,952	9,489	9,880	9,930	9,950
Galones per cápita	50.9	52.0	54.0	53.6	53.0
% del total de líquidos consumidos	28.1	28.8	30.0	29.4	29.0
Tendencias de consumo en EEUU (galones per cápita)					
Bebidas carbonatadas no alcohólicas	50.9	52.0	54.0	53.6	53.0
Cerveza	22.3	22.3	22.1	22.2	22.2
Leche	22.8	22.7	22.0	21.9	21.7
Café	21.3	20.2	18.0	17.2	16.8
Agua embotellada	10.1	11.0	11.8	12.6	13.2
Jugos	9.5	9.7	10.0	10.2	10.4
Té	6.8	6.9	6.9	7.0	7.0
Bebidas en polvo	4.9	4.8	4.7	4.6	4.6
Vino	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
Bebidas deportivas (isotónicas)	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
Bebidas destiladas	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
Subtotal	152.6	153.6	154.1	153.8	153.6
Agua corriente/híbridos/otros	29.9	28.9	28.4	28.7	28.9
Total	182.5	182.5	182.5	182.5	182.5

³⁵Fuente: Maxwell, John C. *Beverage Digest Fact Book 2001, The Maxwell Consumer Report*, Feb.1994; *Adams Liquor Handbook*.



Anexo 9: Gasto en publicidad para las 10 principales marcas de bebidas³⁶ (en millones de US\$)

	Participación de mercado		Gasto en publicidad		
	2000	1999	2000	1999	Por cada 2000 puntos share
CokeClassic	20.4	20.3	207.3	148.9	10.2
Pepsi-Cola	13.6	13.8	130.0	91.1	9.6
DietCoke	8.7	8.5	1.2	25.5	0.1
Mountain Dew	7.2	7.1	50.5	37.1	7.0
Sprite	6.6	6.8	84.0	68.4	12.7
DrPepper	6.3	3.6	83.6	71.3	13.3
Diet Pepsi	5.3	5.1	0.5	0.8	0.1
7UP	2.0	2.1	44.5	39.2	22.3
Caffeine Free DietCoke	1.7	1.8	NA	NA	NA
Barq's rootbeer	1.1	1.1	2.7	2.9	2.4
Total top 10	72.9	72.9	604.2	485.2	8.3
Total mercado			707.6	650.0	NA

³⁶Fuente: "Top 10 Soft-Drink Brands", Advertising Age, Sep.2001.



Anexo 10: Participación de mercado en EEUU por volumen de cajas (porcentaje)³⁷

	1966	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1998	2000
Coca-Cola Company									
Classic	-	-	-	-	5.20	20.10	20.80	20.60	20.40
Coca-Cola	27.70	28.40	26.20	25.30	16.50	0.60	0.10	0.10	-
Diet Coke	-	-	-	-	6.80	9.30	8.80	8.60	8.70
Sprite and Diet Sprite	1.50	1.80	2.60	3.00	4.70	4.50	5.70	7.10	7.20
Tab	1.40	1.30	2.60	3.30	1.10	0.20	0.10	0.10	0.10
Caffeine Free Coke, Diet Coke, Tab	-	-	-	-	1.80	2.90	2.60	2.40	2.20
Minute Maid brands	-	-	-	-	-	0.70	0.70	1.20	1.50
Barq's and Diet Barq's	-	-	-	-	-	-	0.20	1.50	1.20
Otros	2.80	3.20	3.90	4.30	3.40	2.80	3.30	2.90	2.80
Total	33.40	34.70	35.30	35.90	39.50	41.10	42.30	44.50	44.10
PepsiCo, Inc.									
Pepsi-Cola	16.10	17.00	17.40	20.40	19.30	17.60	15.00	14.20	13.60
Diet Pepsi	1.90	1.10	1.70	3.00	3.90	6.30	5.80	5.40	5.30
Pepsi One	-	-	-	-	-	-	-	0.30	0.70
Mountain Dew	1.40	0.90	1.30	3.30	3.10	3.90	5.70	6.70	7.20
Diet Mountain Dew	-	-	-	-	-	0.50	0.70	0.80	0.90
Caffeine Free Pepsi, and Diet Pepsi	-	-	-	-	2.50	2.30	2.00	1.90	1.70
Mug Root Beer	-	-	-	-	-	0.30	0.30	0.80	0.80
Wild Cherry Pepsi	-	-	-	-	-	-	0.20	0.40	0.50
Slice and Diet Slice	-	-	-	-	0.70	1.00	1.00	0.60	0.50
Otros	1.00	0.80	0.70	1.10	0.80	0.50	0.20	0.30	0.20
Total	20.40	19.80	21.10	27.80	30.30	32.40	30.90	31.40	31.40
Cadbury Schweppes									
Dr Pepper brands	-	-	-	-	-	-	6.80	7.10	7.50
7UP brands	-	-	-	-	-	-	3.30	2.90	2.80
Canada Dry brands	-	-	-	-	1.50	1.20	1.00	0.90	0.90
Sunkist and Diet Sunkist	-	-	-	-	1.20	0.70	0.70	0.60	0.80
Schweppes brands	-	-	-	-	0.50	0.60	0.50	0.50	0.40
A&W brands	-	-	-	-	-	-	1.70	1.50	1.50
Otros	-	-	-	-	1.50	0.70	1.10	0.80	0.80
Total	-	-	-	-	4.70	3.20	15.10	14.30	14.70
Dr Pepper/Seven-Up Cos.									
Dr Pepper brands	2.60	3.80	5.50	6.00	4.50	5.20	-	-	-
7UP brands	6.90	7.20	7.60	6.30	5.80	3.90	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-	0.50	-	-	-
Total	-	-	-	-	-	9.60	-	-	-
Cott Corporation	-	-	-	-	-	-	2.70	2.70	3.30
Royal Crown Cos.	6.90	6.00	5.40	4.70	3.10	2.60	2.00	1.30	1.10
Otras compañías	29.80	28.50	25.10	19.30	12.10	11.10	7.00	5.80	5.40
Total (millones de cajas)	2,927	3,670	4,155	5,180	6,385	7,780	8,970	9,880	9,950

³⁷Fuente: Maxwell, John C. *Beverage Digest Fact Book 2001, The Maxwell Consumer Report, Feb.1994; The Beverage Marketing Corporation, citado en BeverageWorld, 1996, 1999.*



Anexo 11: Industria de bebidas – Participaciones internacionales de mercado, 1999³⁸

	Población (miles)	Consumo (8-oz per capita)		Crecimiento anual 1992-1999	Coca-Cola	Pepsi-Cola	Cadbury Schweppes
		1999	1992				
Europa / Eurasia (7 mil millones de cajas)							
Alemania	82,087	344	432	-3%	56	8	1
Reino Unido	59,113	370	224	7%	43	12	0
España	39,168	386	304	3%	60	16	5
Italia	56,735	212	208	0%	45	8	1
Francia	58,978	158	128	3%	60	8	5
Rusia	146,394	52	NA	NA	26	12	0
Polonia	38,609	155	NA	NA	28	17	1
Holanda	15,808	356	NA	NA	45	15	1
Hungría	10,186	273	NA	NA	57	29	5
Rumania	22,334	104	NA	NA	44	9	0
República Checa	10,281	215	NA	NA	36	13	2
América Latina (6.9 mil millones de cajas)							
México	100,294	590	528	2%	70	19	3
Brasil	171,853	276	128	12%	51	7	0
Argentina	36,738	374	256	6%	59	24	0
Colombia	39,309	181	NA	NA	60	8	0
Venezuela	23,203	290	NA	NA	70	30	0
Chile	14,974	392	288	5%	81	4	0
Peru	26,625	108	NA	NA	50	16	0
Asia-Pacífico (4.1 mil millones de cajas)							
China	1,246,872	22	13	8%	34	16	0
Filipinas	79,346	205	112	9%	70	18	0
Japón	126,182	92	96	-1%	55	11	0
Australia	18,784	502	400	3%	57	10	16
Tailandia	60,609	114	80	5%	52	45	0
India	1,000,849	6	NA	NA	56	44	0
Corea del Sur	46,885	108	128	-2%	54	13	0
Indonesia	216,108	9	NA	NA	94	6	0
Pakistán	138,123	14	NA	NA	25	71	3
Vietnam	77,311	15	NA	NA	63	36	0
Africa / Medio Oriente (2.3 mil millones de cajas)							
Sudáfrica	43,426	207	NA	NA	97	0	0
Arabia Saudita	21,505	229	NA	NA	24	76	0
Egipto	67,274	50	NA	NA	60	40	0
Israel	5,750	400	NA	NA	70	14	0
Marruecos	29,662	63	NA	NA	96	4	0
Norteamérica (10.7 mil millones de cajas)							
Estados Unidos	272,640	874	768	2%	44	31	15
Canadá	31,006	489	432	2%	39	35	9
Total Mundial (31.1 mil millones de cajas)	5,996,000	125	NA	NA	53	21	6

³⁸Fuente: Goldman, Manny, *The Coca-cola Company and PepsiCo: A Worldwide Soft Drink Comparison and Analysis*. ING Barings, 2000. Maxwell, John C. *Beverage Digest Fact Book 2001*. The Maxwell Consumer Report, Feb.1994.



Anexo 12: Análisis FODA de PepsiCo 2009-2010



Análisis de la Estrategia

Análisis F-O.-La saludable posición financiera de PepsiCo permitirá financiar la expansión en los mercados internacionales. El crecimiento en el sector de botanas saladas junto con la alta inversión en investigación y desarrollo para mejorar sus valores nutricionales, anticipan un mayor crecimiento en el



futuro. El fuerte posicionamiento de sus distintas marcas de bebidas y alimentos, en conjunto con una política agresiva de crecimiento a través de marcas locales y regionales, garantizaría su liderazgo en nuevos mercados, así como una mayor capacidad de respuesta a los cambios en los hábitos de consumo.

*Análisis D-O.-*Es prioritario disminuir la dependencia de los ingresos que provee el mercado norteamericano, a través de una incursión más agresiva en los mercados emergentes. Adicionalmente, el mercado norteamericano representa una competencia más intensa que impone presiones sobre los precios y, en consecuencia, sobre los márgenes. La incursión en mercados emergentes, podría representar una mejora en la productividad global del grupo, debido a costos de mano de obra más bajos.

*Análisis F-A.-*El énfasis en la inversión de investigación y desarrollo para la mejora nutricional de sus alimentos y bebidas, anticiparía ventajas para PepsiCo ante un marco regulatorio más severo. El liderazgo en algunas marcas, particularmente Gatorade y Quaker, que son percibidos como alimentos de mayor valor nutricional, son un sustituto y cobertura natural ante la contracción en el sector de bebidas carbonatadas. El riesgo cambiario y de tasas de interés, pudiese ser abatido a través de política global de inversión en coberturas en algunos de los 200 países en los que opera. El liderazgo de PepsiCo, permite un mayor poder de negociación con sus proveedores a través de compras consolidadas. La volatilidad de algunos de sus insumos, aunada a la capacidad financiera de la compañía, puede ser abatida a través del mercado de derivados.

*Análisis D-A.-*El riesgo laboral, aunado a los bajos índices de productividad impone la disminución de la plantilla actual (198 mil empleados). La dependencia excesiva del mercado norteamericano y la tendencia de su gobierno a rigidizar el marco normativo en el sector, así como las presiones que afectan los márgenes y los riesgos asociados a los cambios en las tasas de interés, incrementan el riesgo financiero de la compañía. En ese sentido, deberá predominar una estrategia defensiva sustentada en el uso de coberturas financieras.

