

Máster en Value Investing y Teoría del Ciclo  
Proyecto Fin de Máster

## **Análisis y valoración de Cal-Maine Foods, Inc. (NASDAQ: CALM)**

Jose Gamboa  
Abril de 2016

## Índice del documento

Resumen Ejecutivo .....	3
1. Introducción .....	4
2. Entorno macroeconómico .....	5
3. Perspectivas del mercado .....	7
4. Revisión de la compañía y su negocio .....	8
a. Negocio .....	8
b. Compañía .....	14
c. Gestores .....	15
d. Sector .....	17
e. Competencia .....	21
f. Riesgos .....	23
5. Análisis económico financiero .....	25
a. Cuenta de resultados .....	25
b. Balance .....	27
c. Flujo de caja .....	28
d. Ratios .....	29
6. Proyecciones .....	31
7. Valoración y recomendación .....	35
8. Anexos .....	42
a. Cuenta de resultados .....	42
b. Balance .....	43
c. Estado de flujo de fondos .....	43
d. Ratios .....	44
e. Detalle de adquisiciones .....	44

## Resumen Ejecutivo

- Cal-Maine Foods es una empresa que produce y comercializa huevos de gallina en Estados Unidos. Ha tenido un crecimiento de ventas promedio del 14% durante los últimos 10 años hasta alcanzar los 1.576 MM\$. Esto la sitúa como la empresa líder del sector, con una cuota de mercado del 23%. El crecimiento lo ha logrado principalmente a través de adquisiciones ya que opera en un sector cuya demanda es bastante estable.
- Durante los últimos 9 años la empresa ha obtenido beneficios. Sin embargo, el beneficio ha tenido mucha volatilidad (con mínimos del 3,9% de beneficio neto sobre ventas y máximos del 16,6%). Esta variabilidad viene determinada por el comportamiento de dos drivers, el precio de venta de los huevos y el coste del pienso. El precio de los huevos depende de la capacidad instalada en el sector (exceso de capacidad hace descender el precio). Durante los últimos 10 años el precio ha tenido un comportamiento muy positivo, con crecimiento promedios anuales del 8%. Actualmente el precio de los huevos se está acercando al de productos sustitutivos como el pollo. Respecto al coste del pienso, este depende del precio de las materias primas (maíz y harina de soja). Las materias primas se encuentran en niveles de precio promedio de los últimos 30 años.
- Cal-Maine Foods también ha potenciado los huevos de mayor calidad (denominados Specialty Eggs). Se diferencian del estándar en que las gallinas no están en jaulas y el pienso es de más calidad. Estos huevos se pueden vender un 40% por encima del estándar. Esta gama de producto ha pasado de representar el 14% de las ventas en 2006 al 27% en 2015. Se espera que el mercado siga demandando este tipo de productos, aunque podrían llegar a convertirse en el estándar del mercado.
- La posición financiera de la compañía es muy saneada. Apenas tiene 50 MM\$ de deuda con una caja y equivalentes de 258 MM\$, lo que hace que tenga caja neta. Por parte de las inversiones, la empresa cuenta con aproximadamente 500 MM\$ de los cuales el 75% son activos dedicados a la actividad principal de la empresa. El 25% restante son NOF las cuales se han incrementado en los últimos años por ligero deterioro de la cuenta de clientes donde los días de cobro han pasado de 19 en 2006 a 24 en 2015.
- Cal-Maine Foods genera caja positiva de las operaciones, la cual ha sido destinada en el pasado a la cancelación de deuda, inversión en mantenimiento y renovación de las instalaciones, compra de competidores, incremento de la caja disponible y distribución de dividendos. Con los niveles de deuda actuales y la caja disponible es posible que la empresa continúe repartiendo importantes dividendos entre sus accionistas.
- El sector se ha ido concentrando durante los últimos años, pero todavía está muy fragmentado. El 93% de la producción la realizan 59 productores. La demanda se estima en función de la población y el consumo per capita. Ambas variables han crecido aproximadamente un 1% promedio anual durante los últimos 55 y 18 años respectivamente. La capacidad de producción del sector se ha mantenido controlada (ha crecido un promedio del 1% durante los últimos 10 años) lo que ha favorecido el incremento de los precios.
- Los principales riesgos del negocio son 1) el descenso de los precios (bastante probable por los niveles actuales y por el posible aumento de capacidad en el sector), 2) aumento de los costes del pienso por incremento del precio de las materias primas, 3) riesgo de pérdida de clientes, aunque la empresa está haciendo una buena gestión de los mismos y no tendría por qué producirse, 4) enfermedad de los animales, como por ejemplo, la gripe aviar que afectó al sector a mediados de 2015 que produjo una reducción de la capacidad del sector (sin afectar la capacidad de Cal-Maine Foods), y 5) mayores exigencias regulatorias para mejorar la vida de los animales que podría generar un incremento de los costos operacionales en el sector.
- Una valoración normalizada y por descuento de flujo de fondos sitúa la valoración actual entre 28 y 31 \$/acción (frente a una cotización de aproximadamente 50\$). Esto es debido a que considero que el diferencial entre precio de venta y coste del pienso (actualmente en máximos) se podría reducir en los próximos años. El mercado podría estar descontando que la empresa continuará realizando adquisiciones para incrementar sus FCF. Esto daría un valor aproximado de 58 \$/acción. Sin embargo, considero que este aspecto no debe formar parte de la valoración (ya que no sabemos cuándo y cuánto pagará por su próxima adquisición). Considero interesante esperar a entrar en el valor en los momentos bajos del ciclo (siempre que no se produzca deterioro del negocio).

## 1. Introducción

Este documento recoge el análisis y valoración de la empresa Cal-Maine Foods Inc. cuyo modelo de negocio consiste en producir y comercializar huevos de gallina en Estados Unidos y que cotiza en el Nasdaq con el símbolo CALM.

Hay varios motivos por los que he seleccionado esta empresa para el trabajo fin de máster. En primer lugar, para aprovechar la oportunidad de conocer una nueva empresa, distinta de las que ya he analizado en alguna de las asignaturas del máster. En segundo lugar, y siguiendo uno de los principios básicos del Value Investing, que la empresa tenga un modelo de negocio fácil de entender y cuya evolución futura sea relativamente fácil de determinar. En tercer lugar, y tras una primera revisión de los números disponible de la misma en Morningstar, ya que presenta parámetros<sup>1</sup> que indican características de ser un buen negocio. En el caso de Cal-Maine Foods estos son algunos de los parámetros:

- Crecimiento en ventas: 14% anual entre los años 2011 y 2015
- Crecimiento en BPA: 7% anual entre los años 2011 y 2015
- Reducida deuda: 7% de deuda (corto y largo plazo) sobre Equity
- Crecimiento del FCF: 28% anual entre los años 2011 y 2015
- ROIC promedio: 16% entre 2011 y 2015

El documento está estructurado en seis apartados:

- Entorno macroeconómico, centrado en el análisis de la economía estadounidense dado que la compañía opera exclusivamente en este mercado.
- Perspectivas del mercado, breve análisis del entorno bursátil en el mercado americano.
- Revisión de la compañía y negocio, análisis en detalle del modelo de negocio de la compañía, su estrategia, el sector en el que opera, sus competidores y los riesgos del negocio.
- Análisis financiero, profundizando en el análisis de los distintos estados financieros de la empresa, así como en información operativa disponible.
- Proyecciones, estimación del comportamiento de las principales variables del negocio para los próximos años.
- Valoración y recomendación, estimación del precio objetivo de la empresa aplicando diversas metodologías de valoración, y opinión sobre la decisión de entrar o no en el valor.

Tras revisar las memorias de los diez últimos años de la empresa, en todas ellas, el auditor ha mostrado una opinión favorable de las cuentas presentadas por la compañía.

---

<sup>1</sup> Estos datos son los publicados en Morningstar por lo que puede diferir de los finalmente obtenidos de las memorias de la compañía y presentados en este documento.

---

## 2. Entorno macroeconómico

Cal-Maine opera exclusivamente en Estados Unidos, por tanto, el análisis del entorno macroeconómico incluido en este apartado se centra (principalmente) en la situación de dicho país.

Antes de analizar la macroeconomía (y sus ciclos económicos), creo que es importante hacer una reflexión sobre la importancia e impacto de la misma en el negocio de Cal-Maine. Los principales drivers del sector y del negocio son 1) la población, 2) el consumo de huevos per capita, 3) su precio, y 4) el coste del pienso (utilizado como alimento para las gallinas).

### ¿Cómo puede condicionar el ciclo económico a la evolución de estos drivers?

La evolución de la población puede tener cierta correlación con el desarrollo económico del país (generalmente los países más desarrollados tienen menos natalidad y mayor esperanza de vida) y del ciclo. Este último puede condicionar la llegada de nueva población (inmigración en momentos de auge por mayor oferta laboral) o salida de población (emigrantes en momento de crisis). En los últimos 55 años, la población en Estados Unidos ha crecido a un ritmo promedio de 1% anual.

El consumo de huevos per capital podría estar más asociado a los cambios y tendencias a largo plazo en los hábitos de alimentación que a la situación económica. En los últimos 18 años, el consumo per capita se ha incrementado a un ritmo anual del 1%, si bien ha habido aumentos y descensos durante ese periodo.

El precio de los huevos está determinado por el equilibrio (o desequilibrio) entre la oferta y la demanda. Considerando que la demanda es más o menos estable en términos agregados, cuando las empresas del sector amplían capacidad el precio desciende, y si por el contrario se produce un descenso de capacidad (como ocurrió a mediados de 2015 por la gripe aviar), el precio aumenta. No cabe duda que en momento de auge del ciclo la acción emprendedora pueda fomentar nueva inversión en el sector que conlleve aumento de capacidad y acabe provocando descenso de precios. Sin embargo, considero que las empresas del sector son muy conscientes de las implicaciones que esto tiene en los precios y los beneficios, y por tanto, buscan mantener el equilibrio para no ver perjudicados sus resultados. Por tanto, no creo que el precio de los huevos venga determinado por el ciclo económico.

Por último, el pienso está compuesto principalmente por maíz y harina de soja. Estas son materias primas que se comercializan a nivel global y por tanto sus precios (coste para Cal-Maine Foods) están condicionados al comportamiento de la demanda y economía global, y no tanto de la situación específica de Estados Unidos.

En definitiva, considero que el modelo de negocio de Cal-Maine Foods y el sector en el que opera no está “muy” condicionado por el ciclo económico en el que se encuentre Estados Unidos.

### ¿En qué fase del ciclo se encuentra la economía de Estados Unidos?

Respecto a la situación macroeconómica en Estados Unidos, podríamos decir que se encuentra en fase de recuperación/expansión tras la depresión provocada por la crisis de 2008. Creo que es importante destacar cuatro aspectos de la economía americana:

- Expansión monetaria (Quantitative Easings)
- Tipos de interés
- Tipo de cambio
- Precio del petróleo
- Inflación
- Precio de las materias primas

**Expansión monetaria.** Tras la crisis financiera e inmobiliaria de 2008, la Reserva Federal de Estados Unidos inició una expansión monetaria (denominada Quantitative Easings) en tres fases a través de la compra de deuda hipotecaria y pública con el objetivo de reactivar la economía. Uno de los aspectos positivos de la economía americana es su capacidad de recuperación. Tras la crisis de 2008, los precios de la vivienda se ajustaron de manera rápida, reduciéndose hasta niveles “razonables” para que la actividad en dicho sector no se estancara durante muchos años. El desempleo, que alcanzó el 10% tras la crisis, se situaba cerca del 5% tras cuatro/cinco años, mostrando una gran flexibilidad del mercado laboral.

---

**Tipos de interés.** Antes de la crisis de 2008, los tipos de interés de la Reserva Federal estaban en el 5% (similar al promedio entre los años 1971 y 2016). Sin embargo, tras la crisis y con el objetivo de buscar la recuperación económica, los tipos de interés se reducen al 0,25%. Desde entonces, se han mantenido a ese nivel hasta que en enero de 2016 se decidió subir al 0,5%, el doble que antes, pero todavía muy lejos de los niveles promedio de los últimos 45 años. El mercado está esperando que la FED vaya incrementando paulatinamente los tipos, sin embargo, parece que existen dudas sobre la capacidad de que la economía americana siga creciendo en un entorno de tipo más elevado.

**Tipo de cambio.** El dólar se ha apreciado durante los últimos meses con respecto a otras monedas importantes, principalmente el yuan y en menor medida el euro. Los factores principales de esta apreciación sería la posible crisis en China, la lenta recuperación de Europa, y el posible incremento de los tipos de interés en Estados Unidos y que podría servir de refugio ante la crisis de los países emergentes relacionado con el frenazo de la economía China y su repercusión en la demanda de materias primas.

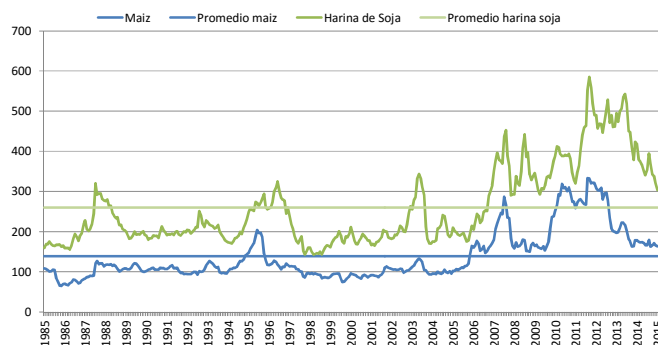
**Precio del petróleo.** Las variaciones del precio del petróleo es un factor importante en la situación económica de Estados Unidos. Hace algo más de un año y medio, el precio del barril de petróleo Brent cotizaba a 115 USD, quizás provocado por la expansión monetaria comentada anteriormente. Los altos precios del petróleo generan mucha inversión para extraer gas en terreno americano a través del sistema de fracking generando además muchos empleos.

**Inflación.** Tras la expansión de la oferta monetaria, la inflación se situó en Estados Unidos entre el 2% y 4%. Desde 2012 la inflación se ha mantenido en niveles próximos al 2%, y en 2015 ha estado durante casi la totalidad del año en el 0%. Esta situación no es buena desde el punto de vista del Gobierno dado que los elevados niveles de endeudamiento público recomiendan generar inflación, por lo que se abren escenarios de vuelta a la expansión monetaria, aumento del gasto público, “reducción” de tipos de interés, etc.

**Precio de las materias primas.** El maíz y la harina de soja son commodities que se comercializan a nivel global. Esto hace que sus precios se “muevan” de acuerdo a los ciclos económicos, tal y como se muestra en las siguientes gráficas. Se puede apreciar que ha habido diversos periodos durante los últimos 30 años de alta volatilidad. Actualmente se viene de una fase de precios elevados por lo que se podría dar un escenario de bajos precios durante algunos años.

*Cuadro 1*

**Evolución del precio del maíz y la harina de soja. En USD por tonelada.**  
Fuente: Banco Mundial



En conclusión, la economía americana estaría en fase de recuperación/expansión, pero el ritmo de crecimiento se estaría ralentizando, aunque a priori no habría riesgo de crisis. La baja inflación podría repercutir en una baja capacidad de incrementar los precios por parte de Cal-Maine. Por el contrario, la ralentización económica a nivel global podría mantener o incluso reducir aún más los precios del maíz y la harina de soja.

### 3. Perspectivas del mercado

En este apartado se intenta identificar las perspectivas del mercado americano de renta variable que es donde cotiza Cal-Maine Foods con el objetivo de determinar si es un buen momento de inversión. Para ello se han revisado la situación respecto a tres indicadores: el PER del índice, CAPE de la renta variable en Estados Unidos y la relación entre el valor del equity y el PIB de Estados Unidos.

#### Datos

- El PER del Nasdaq Composite es de aproximadamente 20<sup>2</sup>, cercano al promedio de los últimos 35 años que es de 19,3. El PER al que está cotizando la renta variable en Estados Unidos es 18,3<sup>3</sup>. Cal-Maine Foods está cotizando a un PER del 8,78.
- El ratio CAPE actual en Estados Unidos es de 25,71, muy por encima de la media de los últimos años que se sitúa en 16,66<sup>4</sup>.
- El indicador que establece la relación entre el valor del equity y el PIB se encuentra en niveles de 115,2%<sup>5</sup>. Este nivel está muy por encima de la media de los últimos 65 años que se sitúa en 69,6%.

#### Conclusiones

- De acuerdo a los datos que se han presentado, parece obvio que la renta variable americana está cara. Tanto el ratio CAPE como la relación entre las valoraciones del equity y el PIB muestran niveles muy alejados de los promedios.
- El PER es el único indicador que se encuentra cercano al promedio. A priori se podría considerar que se encuentra en una posición neutra, es decir, ni barata ni cara. Aunque habría que considerar que el NASDAQ fue creado hace 45 años (en 1971) y por tanto los primeros años pueden distorsionar el promedio. También hay que considerar la distorsión que pueden generar las empresas tecnológicas que cotizan en el NASDAQ y que son principalmente de crecimiento, y por tanto cotizar a PER superiores al de otras bolsas e indicadores.
- Si a esto se suma que la Reserva Federal finalizó la expansión monetaria y que el escenario más probable es el aumento de los tipos de interés, bien se podría pensar que la renta variable estará más barata en los próximos meses.

---

<sup>2</sup> <http://www.comstockfunds.com/files/NLPP00000/025q.pdf>

<sup>3</sup> Fuente: <http://www.starcapital.de/research/stockmarketvaluation>

<sup>4</sup> <http://www.multpl.com/shiller-pe/>

<sup>5</sup> <http://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/Market-Cap-to-GDP>

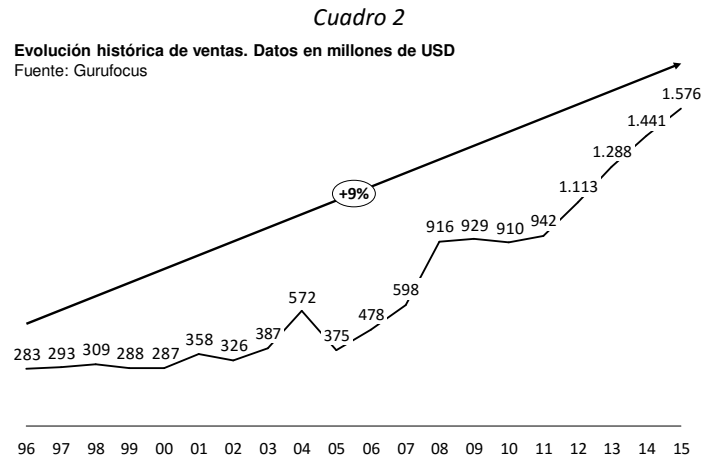
---

## 4. Revisión de la compañía y su negocio

### a. Negocio

Cal-Maine Foods es una empresa cuyo modelo de negocio consiste en producir y comercializar huevos de gallina en Estados Unidos.

El origen de la empresa se remonta a 1957 cuando Fred Adams constituyó la empresa Adams Foods en Mendenhall, Mississippi. En 1969, tras la fusión con otras empresas, nace Cal-Maine Foods Inc. En 1996 la empresa salió a bolsa. La compañía ha crecido orgánicamente y vía adquisiciones (18 adquisiciones desde 1989). En 2014 la empresa alcanza el hito de vender más de mil millones de docenas de huevos en un año. La compañía es líder de mercado en Estados Unidos con una cuota estimada en 2015 del 23% (del consumo de huevos a nivel nacional).



La empresa obtiene sus ingresos de la venta de huevos a cadenas de distribución de ámbito regional y nacional. Hay cuatro variedades (formatos) de productos:

- Non-specialty Eggs. Equivaldrían a los huevos producidos de manera tradicional tanto en términos de instalaciones (las gallinas están en jaulas) como de composición y calidad del pienso.
- Specialty Eggs. Se diferencian de los anteriores en que las gallinas no están en jaulas y el pienso está elaborado con componentes más naturales. Estos productos están dirigidos a un segmento de consumidores que dan más importancia a los temas medioambientales y del bienestar de los animales, así como a la calidad del producto en sí. La demanda de estos productos se está incrementando y los precios son algo superiores.
- Co-pack. Este producto se caracteriza en que el procesamiento y empaquetado se realiza de acuerdo a las especificaciones del cliente y, por tanto, no es comercializado por las marcas de Cal-Maine Foods.
- Egg Products. Corresponde a la venta de huevos (rotos) líquidos, congelado o en polvo.

La comercialización de los productos se realiza principalmente a través de dos modalidades:

- Marcas propias: Farmhouse, Rio Grande, Sunups, Sunny Meadow and 4Grain. A través de estas marcas se comercializan los distintos formatos de producto.
- Agrupación con terceros: acuerdos con otros productores o empresas para la comercialización de los Specialty Eggs. Algunas marcas con las que se comercializan los productos son Egg-Land's Best y Land O' Lakes.

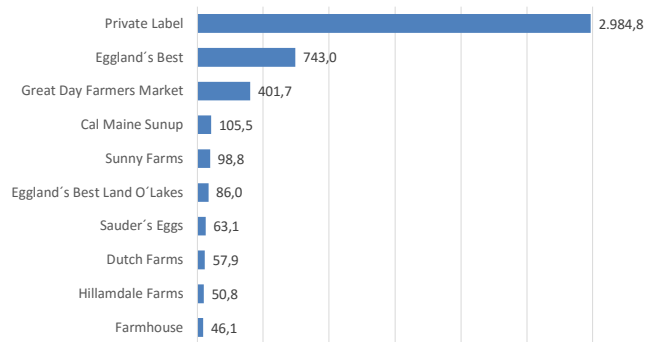
Cal-Maine Foods no reporta ventas por marcas. Según información encontrada, la marca que obtiene mejores niveles de venta es Egg-Land's Best, que además aparece como una de las marcas en la que los consumidores más confían (según un reciente estudio de Business Insider<sup>6</sup>). Si bien se podría establecer este buen posicionamiento de marca como una ventaja competitiva, la realidad es que a través de la marca se comercializan los huevos de varios productores, no sólo Cal-Maine Foods. La pertenencia a esta "asociación" se basa principalmente en el cumplimiento de unas normas de producción para asegurar unos estándares de calidad.

<sup>6</sup> Fuente: <http://www.businessinsider.co.id/most-trusted-food-brands-in-america-2016-2/23/#.VulanJzhDic>



Cuadro 3

**Ventas por marca en 2015. Datos en millones de USD**  
Fuente: Statista



Las operaciones de Cal-Maine Foods están muy integradas desde dos puntos de vista. Por un lado, disponen de gallos y gallinas con las que creían polluelos, los cuales se convierten en gallinas ponedoras tras 18 meses. Una gallina produce unos 250 huevos por año durante aproximadamente 2 años. Luego se mata para alimentación debido a que su productividad se reduce significativamente. De esta forma, Cal-Maine es capaz de controlar su capacidad productiva. Por otro lado, la empresa produce el pienso con el que se alimenta a los animales con el objetivo de controlar (en la medida de lo posible) los costes de producción. Tras la producción y procesamiento de los huevos, la empresa los distribuye a través de intermediarios mayoristas y minoristas.

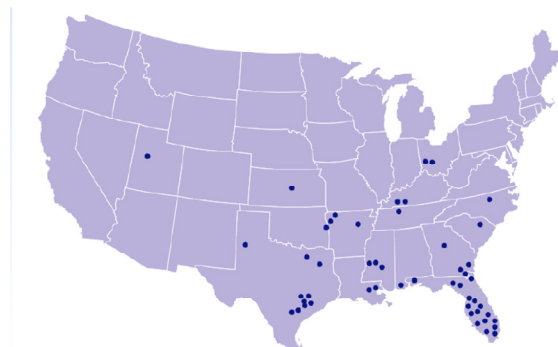
Actualmente la empresa produce el 75% del volumen, el 25% restante lo compra a otros productores. De la cantidad producida, un 94% los operan en sus propias instalaciones y el 6% restante en instalaciones de terceros a los que remuneran en función de parámetros de productividad. Esto permite a la empresa ser flexible ante las variaciones estacionales de la demanda aunque reduce el margen bruto.

Las actividades de procesado, clasificación y empaquetado está prácticamente automatizadas, y operan “en línea”, por lo que requiere muy poca mano de obra. Esta automatización de las actividades ha permitido mejorar la clasificación, incrementándose la cantidad de huevos de clase A (mayores) los cuales se venden a precios superiores. Dada las características perecederas del producto, los niveles de stock son generalmente bajos (aproximadamente equivalentes a cuatro días de producción).

Las operaciones de la compañía se concentran en cuatro regiones del país: suroeste, sureste, medio oeste y medio atlántico.

Cuadro 4

**Localizaciones desde las que opera Cal Maine Foods**  
Fuente: Cal-Maine Foods



Los clientes de la compañía son generalmente minoristas de alimentación tanto de cadenas nacionales como regionales. Sus diez principales clientes representaron de manera agregada el 68% de las ventas en 2015. Si bien la empresa intenta desarrollar relaciones a largo plazo con sus clientes, estos pueden cambiar fácilmente de proveedor ya que los costes de cambio son bajos. La mayor parte de las ventas se realizan con “cuentas abiertas” que generalmente tienen una duración

de entre 7 a 30 días. La empresa también realiza el transporte de los productos desde sus instalaciones hasta los almacenes de sus clientes si bien algunos clientes prefieren recogerlos en las instalaciones.

La compañía basa su estrategia competitiva y de crecimiento en los siguientes puntos:

- Adquisiciones
- Liderazgo de mercado
- Eficiencia en las operaciones
- Base de clientes sólida
- Principal player en Specialty Eggs
- Buen equipo gestor (ver apartado 4c)
- Fortaleza de la demanda (ver apartado 4d)
- Sólida posición financiera (ver apartado 5)

### Adquisiciones

Tal y como se comentaba anteriormente, la empresa ha utilizado una estrategia de crecimiento basada, en parte, en adquisiciones. Al ser una industria de bajo crecimiento de la demanda (1% a 2% anual) y commodity, un incremento de la capacidad de producción (oferta) provocaría un descenso significativo del precio. Por tanto, una estrategia de crecimiento vía adquisiciones puede ser una buena alternativa para incrementar los resultados de la empresa sin provocar un descenso de los márgenes en el sector. Además, un mayor volumen puede aportar capacidad de negociación con los clientes y mayores eficiencias en costes.

Cal-Maine Foods ha realizado 18 adquisiciones desde 1989. Durante los últimos diez años (alcance del análisis) la empresa ha adquirido cuatro compañías<sup>7</sup> y ha realizado una joint venture. La primera de ellas fue Hillendale donde ya poseía (y consolidaba) un 76% y adquirió el 24% restante en 2008. En 2009 adquiere dos compañías, Zephyr Egg y Tampa Farms, que aporta un aumento significativo de la capacidad de producción ese mismo año y en 2010. En 2013 se produce otra adquisición importante, la de Maxim Production que contribuye al aumento de producción del 13% entre 2012 y 2014. En el año 2014 se acuerda la creación de una Joint Venture al 50% con Delta Egg.

De acuerdo a la información disponible sobre las inversiones y adquisiciones de la compañía, la estrategia de adquisiciones ha sido muy adecuada, no sólo por evitar descensos de precios en el mercado, sino porque el coste de comprar compañías ha sido menor que invertir en nueva capacidad. A continuación, se muestra una tabla del coste por gallina de las adquisiciones y las inversiones realizadas por la empresa.

*Cuadro 5*

ADQUISICIONES						
Año	Empresa/Inversión	Ubicación	Gallinas adquiridas (mill.)	Precio pagado (mill.)	Precio x Gallina (USD)	Precio ajustado a la inflación (USD)
2014	Delta Egg Farms	Utah/Kansas	1,6	34,0	21,25	21,5
2012	Maxim Productions	Texas	3,5	64,9	18,54	19,5
2012	Pilgrim's Pride	Texas	1,4	18,8	13,43	14,1
2009	Tampa Farm	Florida	4,0	61,6	15,40	16,9
2008	Zephyr Egg Company	FLorida	2,0	29,6	14,80	16,9
2007	George's Inc	Arkansas	1,0	10,9	10,90	13,4
2007	Green Forest Foods	Arkansas	1,0	14,5	14,50	17,8
2005	Hillendale Farms	Florida	5,5	49,4	8,98	12,4
2000	Smith Farms	TX/Ark.	3,9	36,2	9,28	18,4
1999	Hudson Brothers, Inc.	Kentucky	1,2	12,2	10,17	20,5
1998	J&S Farms/Savannah Valley Egg	Georgia	0,9	3,7	4,11	8,5
1997	Southern Empire Egg Farms	Georgia	1,3	10,7	8,23	17,2
1997	Sunbest Farms	Arkansas	0,6	1,3	2,17	4,6
1995	A&G Farms	Kentucky	1,0	2,9	2,90	6,4
1994	Wayne Deting Farms	Ohio	1,5	12,2	8,13	18,5
1991	Sunnyside Egg, Inc	Carolina del N	1,8	6,0	3,33	8,4
1990	Sunny Fresh Foods, Inc	Southeast	7,5	21,6	2,88	7,7
1989	Egg City, Inc	Arkansas	1,3	6,7	5,15	14,5
<b>Promedio</b>						<b>14,3</b>

Fuente: Value Investors Club

Nota: la variabilidad de los precios se debe en parte a otros componentes incorporados en la adquisición, como por ejemplo, fábrica de piensos, jaulas de gallinas,...

<sup>7</sup> En el anexo se recoge información con detalle de las últimas adquisiciones realizadas. Ver *Detalle de las adquisiciones realizadas*.

Cuadro 6

INVERSIONES						
Año	Facility	Ubicación	Gallinas adquiridas (mill.)	Inversión (mill.)	Precio x Gallina (USD)	Precio ajustado a la inflación (USD)
2015	Alojamiento de conversión de pollos a gallinas	Florida		7,7		
2015	Expansión de facilities del Sur de Texas	Texas	1,0	20,6	20,6	21,68
2013	Bremen, KY conversión completa a granja sin jaulas	Kentucky	0,4	16,1	40,3	41,40
2013	South TX Adecuación a granja sin jaulas	Texas	0,2	8,0	40,0	41,14
2011	Incorporación de alojamiento para pollos	Texas				
2009/2011	Nuevo - Farawell	Texas	1,6	32,0	20,0	21,94
2003	Nuevo - Guthrie	Kentucky	1,5	18,0	12,0	18,85
2001	Nuevo - Waelder	Texas	1,0	18,7	18,7	35,80
1999	Nuevo - Chase	Kansas	1,3	21,5	16,5	34,78
1996	Nuevo - Waelder	Texas	1,0	14,0	14,0	30,28
1994	Nuevo - Edwards	Mississippi	1,0	9,2	9,2	20,99
1992	Nuevo	Mississippi		3,5		
1992	Nuevo	Luisiana	1,0	10,0	10,0	25,22
1990	Nuevo	Mississippi	1,0	10,0	10,0	26,58
Promedio						28,97

Fuente: Value Investors Club

Nota: la variabilidad de los precios se debe en parte a otros componentes incorporados en la adquisición, como por ejemplo, fábrica de piensos, jaulas de gallinas,...

No se dispone de información para saber si las adquisiciones realizadas han requerido inversiones posteriores para adecuación y/o modernización (automatización), o si estas son de la misma modalidad que las inversiones realizadas. Pero aporta una idea aproximada de que los costes de ambas alternativas de crecimiento. Una explicación de esta diferencia de precio puede deberse a que las adquisiciones se realizan a “pequeñas” granjas familiares que tienen ya amortizadas sus instalaciones, no quieren continuar con el negocio, y/o los resultados que obtienen no son los esperados por lo que prefieren desinvertir.

Los gestores de Cal-Maine Foods siguen mencionando las adquisiciones como parte de su estrategia de crecimiento, sin embargo, hay que considerar varios factores que podrían dificultar continuar esta estrategia:

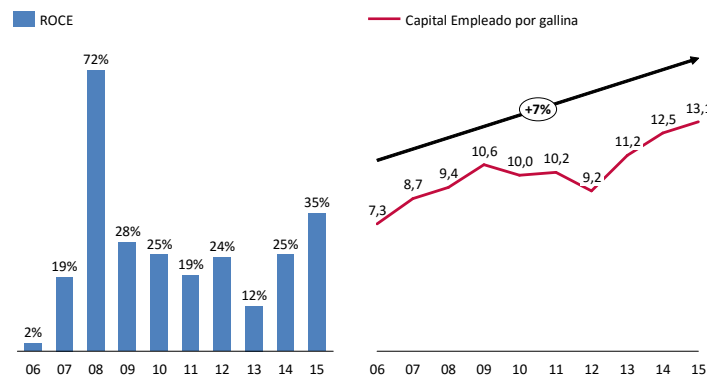
- Los competidores podrían copiar la estrategia y producirse una “guerra” por las adquisiciones incrementando el costo de las mismas no haciéndolas rentables. Como se puede apreciar en el cuadro anterior, las últimas adquisiciones se han realizado a unos precios cercanos al costo de las nuevas inversiones.
- Menor predisposición de los granjeros a vender sus negocios ante un entorno de precios de venta de huevos alto y bajo coste del pienso como los que se están dando actualmente (ya que el negocio se vuelve muy rentable).
- Impedimento por parte de los agentes reguladores del mercado a nuevas adquisiciones dada la elevada cuota de mercado que tiene actualmente la compañía.

Las adquisiciones realizadas por la empresa han aportado un importante crecimiento en ventas durante los últimos años. La adquisición a precios por debajo de los costes de inversión ha permitido que la empresa mantenga unos niveles de ROCE muy positivos, a pesar de que el capital empleado por gallina se haya incrementado un 7% promedio anual (en parte por el desarrollo del segmento de Specialty Eggs que supone una menor densidad de gallinas en las instalaciones).

Cuadro 7

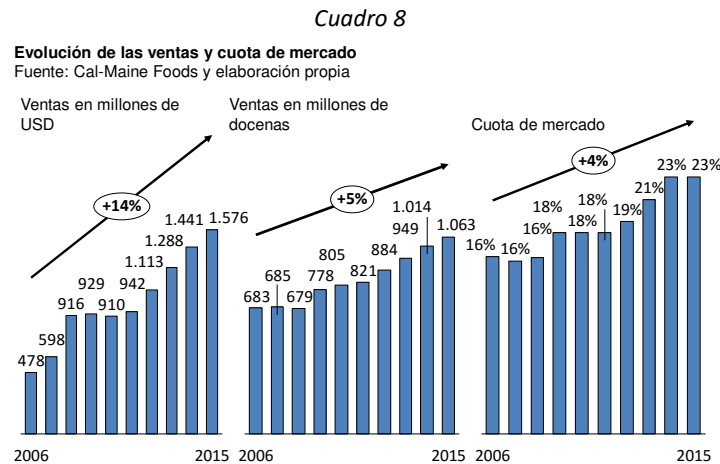
## Evolución del ROCE y capital empleado por gallina. En % y \$

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



## Liderazgo de mercado

El crecimiento de la empresa, tanto a través de adquisiciones como vía orgánica le ha permitido mantener el liderazgo del mercado. Sus ventas han crecido durante los últimos 10 años a un promedio anual del 14%, donde el volumen aporta un 5% y el precio un 9%.

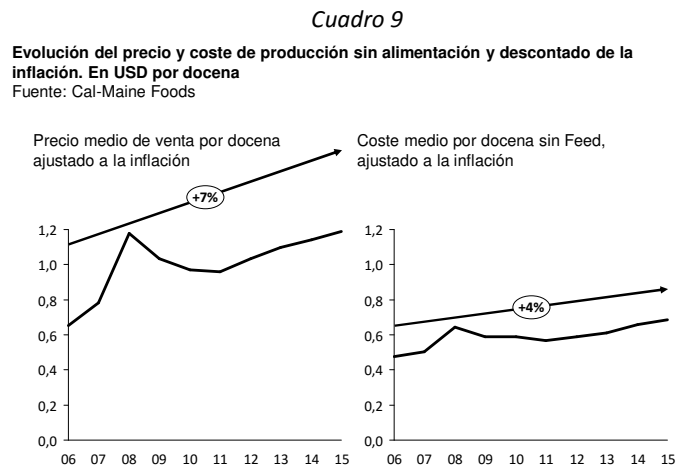


## Eficiencia en las operaciones

La empresa logra la eficiencia de sus operaciones a través de la integración de sus actividades y la mecanización de las mismas. La eficiencia se debe considerar tanto en términos de tiempo (en este sector la frescura del producto es importante) como de coste (dado que el producto es commodity). Es complicado analizar si la empresa está mejorando la eficiencia de sus operaciones mediante la comparación con otras empresas ya que estas no cotizan ni publican información sobre sus costes. Haciendo una estimación de los costes de producción (excluyendo el coste del pienso por su alta variabilidad), descontando el efecto de la inflación, y comparándola con el precio de venta, podemos observar que la evolución de costes es menor que la evolución de los precios.

En el periodo analizado, el coste por docena (sin incluir el coste del pienso) se ha incrementado en promedio un 4% anual, mientras que el precio se ha incrementado un 9% anual. En los cálculos se incluye los Specialty Eggs cuyo precio y coste de producción son superiores al producto estándar.

La empresa externaliza parte de su producción, encargando a otras empresas todo el proceso. El nivel de externalización en el año 2015 fue del 25%. Las ventajas de la externalización es que la empresa puede responder a las variaciones estacionales de la demanda durante el año. La parte negativa es que se reduce sus márgenes de manera significativa ya que la intermediación no permite obtener un margen relevante.

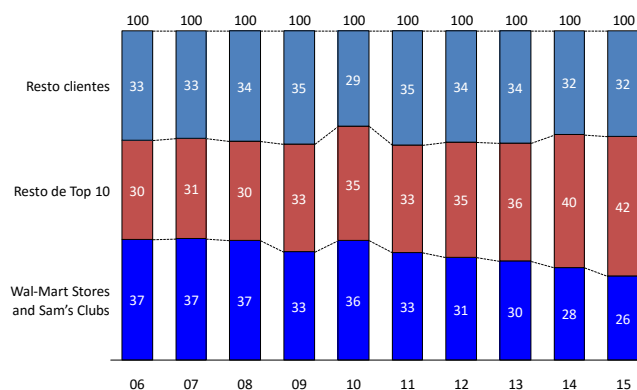


### Base sólida de clientes

El principal cliente es el grupo Wal-Mart, que incluye tanto los supermercados como el Sam's Club (tiendas de ventas al por mayor que opera mediante clientes miembros de su club de precios), representando un 26% de las ventas en 2015. El segundo cliente es HEB, cadena de distribución de alimentos de Texas que supuso un 9,3% de las ventas en 2015. Le sigue CCF Brands, empresa mayorista especializada en huevos de gallina que supuso un 8,7% de las ventas de 2015. El último gran cliente es Publix Super Market, cadena de distribución de alimentos que opera en el sur del país y que representó en 2015 el 8,4% de las ventas. La empresa busca fortalecer la relación con sus clientes a través de la expansión geográfica de sus operaciones que permita prestar un buen nivel de servicio a nivel nacional.

**Cuadro 10**

**Evolución de las ventas a principales clientes. En % sobre el total de ventas en USD**  
Fuente: Cal-Maine Foods

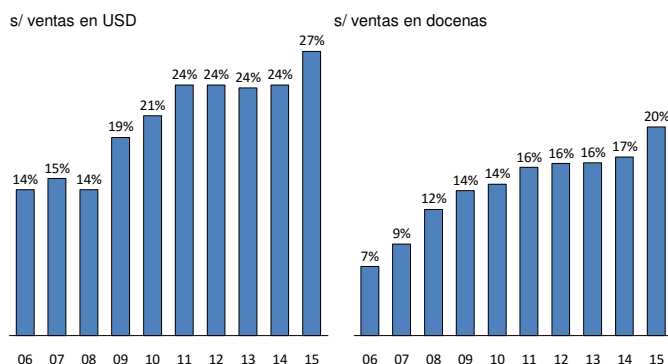


### Principal player en Specialty Eggs

Los Specialty Eggs son una respuesta a la evolución de las preferencias de los consumidores. La no utilización de jaulas para las gallinas, así como una alimentación más específica, hace que los costes de producción se incrementen. Por otro lado, los consumidores están dispuestos a pagar un mayor precio (+40% respecto a los huevos estándar) por esta tipología de huevos, lo que en definitiva permite mejorar los márgenes. La compañía lleva tiempo apostando por este segmento del mercado. Los ingresos han pasado de representar un 14% en 2006 al 27% en 2015. En términos de volumen, la empresa ha pasado de vender el 7% en 2006 al 20% en 2015.

**Cuadro 11**

**Evolución del segmento de Specialty Eggs. En % sobre total ventas en USD y docenas**  
Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



Es difícil determinar si la empresa tiene alguna ventaja competitiva. De las distintas alternativas posibles, podría tener ventajas de ubicación y/o escala. Sin embargo, descarto la posibilidad de que la empresa tenga una ventaja por ubicación dado que 1) el elevado número de competidores que tiene el sector y 2) la amplia cobertura geográfica que requiere la distribución a los principales clientes de la empresa. Si se podría considerar que la empresa cuenta con ventajas de coste por escala dado que es la empresa más grande del sector. Aunque las ventajas podrían ser muy reducidas ya que el principal coste es el pienso (cuyas materias primas son commodity) y la existencia de diversos proveedores dificultaría a Cal-Maine Foods obtener una ventaja en costes por negociación frente a sus competidores.

## b. Compañía<sup>8</sup>

Cal-Maine Foods es una empresa muy centrada en su negocio principal, es decir, producción y distribución de huevos de gallina. Si bien ha integrado parte de sus operaciones a través de la producción del pienso para tener un mayor control de los costes, no ha diversificado hacia otros negocios. Por tanto, el 100% de las ventas y los beneficios provienen de un solo negocio.

La compañía está controlada por la familia Adams, la cual posee un 66,5% de las acciones. Hay dos tipos de acciones, las de Clase A y las ordinarias. Las acciones de Clase A sólo pueden pertenecer a los miembros de la familia fundadora y equivalen a 10 votos. Las acciones ordinarias equivalen a 1 voto. El fundador y su mujer poseen el 74,7% de las acciones Clase A y el 28,0% de las acciones ordinarias, lo que les supone una capacidad de voto del 52,5%. Su yerno Adolphus Baker, actual presidente de la compañía y su mujer, poseen el 25,3% de las acciones Clase A y el 1,7% de las acciones ordinarias. Respecto a las acciones ordinarias, la presencia de inversores institucionales y fondos de inversión supone el 52%. Si bien algunos de los gestores actuales tienen acciones de la compañía, los % son poco representativos.

Los inversores institucionales más relevantes son:

*Cuadro 12*

<b>Top Institutional Holders</b>		
Holder	Shares	% Out
Vanguard Group, Inc. (The)	3,550,734	8.13
Royce & Associates, LLC	2,613,493	5.98
AJO, LP	2,563,030	5.87
Lsv Asset Management	2,490,800	5.7
BlackRock Fund Advisors	1,987,685	4.55
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	1,595,718	3.65
Allianz Asset Management AG	1,321,306	3.02
Dimensional Fund Advisors LP	1,189,692	2.72
Bank of New York Mellon Corporation	972,796	2.23
State Street Corporation	690,373	1.58
<b>Top Mutual Fund Holders</b>		
Holder	Shares	% Out
Royce Premier Fund	903,100	2.07
Royce Special Equity Fund	823,000	1.88
iShares Core S&P Smallcap ETF	811,314	1.86
Vanguard Strategic Equity Fund	668,100	1.53
Vanguard Small-Cap Index Fund	550,215	1.26
iShares Russell 2000 ETF	513,115	1.17
Vanguard Total Stock Market Index Fund	502,558	1.15
Allianz Fds-AllianzGI NFJ Small Cap Value Fd	441,791	1.01
Professionally Managed Portf-Hodges Small Cap Fund	400,000	0.92
iShares S&P Small Cap 600 Growth Index ETF	337,982	0.77

La empresa ha realizado 2 splits de sus acciones. La primera se llevó a cabo en abril de 2004 en una relación de 1 acción antigua por 2 nuevas. La segunda fue en noviembre de 2014 en una relación de 1 acción antigua por 2 nuevas. El número de acciones de la empresa no ha variado en los últimos 10 años.

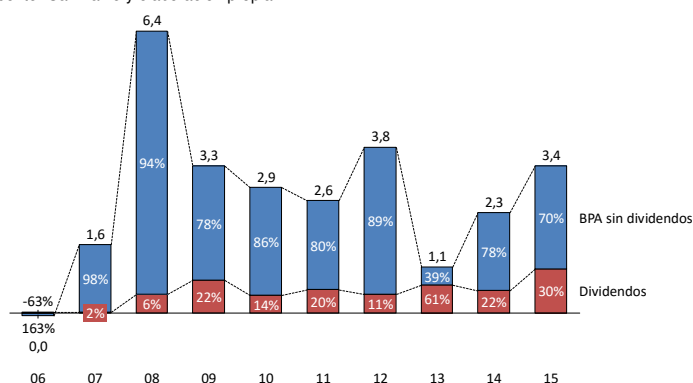
En el año 1998 la empresa comenzó a repartir dividendos. Si bien la compañía ha intentado mantener un dividendo creciente, esto no ha sido posible por la variabilidad de los beneficios por acción. Esta variación del BPA viene determinada principalmente por el margen unitario por docena vendida, la cual está condicionada por la poca capacidad de trasladar en los precios el incremento de las materias primas.

<sup>8</sup> Para más información sobre la historia de la compañía, ver <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/cal-maine-foods-inc-history/>

Cuadro 13

## Evolución de dividendos y BPA. Datos en USD por acción

Fuente: Cal-Maine y elaboración propia



## c. Gestores

En este apartado, se hace una revisión de los principales ejecutivos de la compañía, el sistema utilizado para retribuirles y en qué medida cumplen con los objetivos y estrategias que se marcan para el desarrollo del negocio.

## Principales ejecutivos

Los principales ejecutivos de la compañía llevan varios años ocupando puestos de responsabilidad estando algunos de ellos en el Consejo de Administración. Después de llevar a cabo actividades de research, no se han encontrado noticias desfavorables sobre su gestión, aspectos legales, etc.

En la documentación (Proxy Statement Pursuant to Section 14a) remitida al regulador a finales de agosto de 2015, la compañía declara que ninguno de sus ejecutivos ha estado involucrado en procesos judiciales ni administrativos en los últimos 10 años que haya implicado sentencias, prohibiciones para desempeñar actividades futuras o violaciones legales a nivel nacional y/o estatales.

Adolphus B. Baker Presidente y CEO (58 años)	Cargos más relevantes <ul style="list-style-type: none"> <li>- Es yerno del fundador y máximo accionista (Fred R. Adams, Jr.)</li> <li>- Se incorporó en la compañía en 1986, como asistente del Presidente (Fred R. Adams, Jr.)</li> <li>- Máximo responsable de Operaciones entre 1997 y 2000</li> <li>- Nombrado máximo ejecutivo de la compañía en octubre de 2010</li> <li>- Nombrado Presidente del Consejo de Administración en julio de 2012</li> <li>- Representa a la empresa en diversas asociaciones del sector</li> </ul>
Timothy A. Dawson Vice President, Chief Financial Officer, Treasurer, Secretary and Director (61 años)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se incorporó a la compañía en agosto de 2005 como CFO</li> <li>- Forma parte del Consejo de Administración desde su incorporación</li> <li>- Proviene de Mississippi Chemical Corporation donde desempeño distintas posiciones en el ámbito de las finanzas entre 1981 y 2005</li> </ul>
Jeff Hardin Vice President, Sales (56 años)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se incorporó a la compañía en 1989</li> <li>- Fue nombrado responsable de Ventas en 2002</li> <li>- Anteriormente estuvo en Sunnyside Eggs</li> </ul>
Michael Castleberry, Controller (57 años)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se incorporó a la compañía en 2012 tras la adquisición de Maxim Production Co., Inc., donde ocupaba el puesto de CFO desde 2007</li> </ul>
Sherman Miller Vice President, Chief Operations Officer and Director (40 años)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Incorporación a la compañía en 1996</li> <li>- Nombrado responsable de operaciones en mayo de 2011</li> <li>- Miembro del Consejo de Administración desde julio de 2012</li> <li>- Cuenta con bastante experiencia ya que ha gestionado diversas plantas de la compañía</li> </ul>

Si bien el principal ejecutivo, Adolphus B. Baker (Presidente y CEO), aún puede mantenerse en el cargo durante varios años ya que actualmente tiene 58 años, sería interesante conocer cuáles son los planes de sucesión de la compañía. No se ha identificado información al respecto, pero debe ser un tema a monitorizar durante los próximos años.

### Sistema de retribución

La empresa cuenta con un Comité de Compensación formada por 4 personas de las cuales 3 son independientes.

El sistema de retribución a Ejecutivos se compone de:

- Salario base, el cual varía poco año a año.
- Bono en efectivo (máximo del 50% del salario base) basado en dos factores:
  - o Rentabilidad del negocio (mínima de 5 centavos por docena de huevos vendidos) a determinar su cumplimiento por el CEO, y en su caso por el Comité de Compensación.
  - o Performance individual de cada ejecutivo a determinar su cumplimiento por el CEO.
- Acuerdo de compensación diferido. El Consejo de Administración determina qué ejecutivos son elegibles para recibir este plan y qué cantidades se aportarán cada año. Al final del año, el ejecutivo puede decidir retirar la suma aportada o recibir pagos anuales (según indica la compañía, la mayoría decide retirar la suma aportada).
- Compensación en participación de equity a largo plazo. No se ha encontrado información detallada del funcionamiento de esta tipología de compensación.
- Otras retribuciones en especie: seguro médico y automóvil.

El sistema de retribución del General Manager se compone de 17 variables, sin embargo, no todas se utilizan de manera simultánea. Al inicio del año, el Ejecutivo correspondiente acuerda con el General Manager los seis o siete indicadores que se utilizarán ese año y el performance esperado para cada uno de ellos. Algunos ejemplos de indicadores son rentabilidad del segmento gestionado, eficiencia de la planta, porcentaje de huevos producidos de una determinada clase, cumplimiento de normativas ambientales, etc. (en función del ámbito de gestión de cada General Manager, se aplican unos indicadores u otros).

El sistema de retribución de los miembros del Comité Ejecutivo y el Consejero Legal se basa en conceptos subjetivos, por lo que el mismo comité propone un bonus y debe ser aprobado por el Comité de Compensación. En el caso del Consejero Legal, su bonus lo determina el CEO.

De acuerdo a la información facilitada por la compañía, la retribución de los principales ejecutivos durante 2015 fue la mostrada en la siguiente tabla:

Name and Principal Position	Fiscal Year	Salary (\$)	Bonus (\$)	Stock Awards (\$)	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (\$)	All Other Compensation (\$)	Total (\$)
(a)	(b)	(c)	(d)	(e) <sup>(2)</sup>	(h)	(i) <sup>(3)</sup>	(j)
Adolphus B. Baker, Chairman/President/CEO	2015	361,106	384,200	274,725	26,896	160,464	1,207,391
	2014	341,346	340,000	289,062	27,735	99,002	1,097,145
	2013	320,000	325,000	221,832	25,298	99,401	991,531
Timothy A. Dawson, VP/CFO/Treasurer/Secretary	2015	264,738	282,500	91,575	50,573	72,914	762,300
	2014	247,946	250,000	96,354	64,085	72,235	730,620
	2013	232,946	235,000	73,944	64,858	69,789	676,537
Charles J. Hardin, VP/Sales	2015	191,466	156,684	54,945	28,493	53,483	485,071
	2014	158,264	145,868	58,883	35,466	41,177	439,658
	-	-	-	-	-	-	-
Robert L. Holladay, Jr., VP/General Counsel	2015	179,231	147,500	91,575	-0-	26,980	445,286
	2014	169,231	120,000	96,354	-0-	27,475	413,060
	-	-	-	-	-	-	-
Sherman L. Miller, VP/Chief Operating Officer	2015	173,461	155,375	91,575	-0-	15,925	436,336
	2014	156,346	137,500	96,354	-0-	20,779	410,979
	-	-	-	-	-	-	-



## Calidad de los gestores

Una buena forma de determinar la calidad del equipo gestor es comparar sus objetivos y planes con los resultados obtenidos. Estos suelen estar reflejados en la memoria e informes a analistas. En el caso de Cal-Maine Foods resulta complicado determinar la calidad del equipo gestor a partir de su memoria e informes, ya que simplemente no detallan esta información. El informe anual contiene una breve carta (apenas una página) del CEO con dos o tres comentarios sobre el año anterior y sus expectativas para el próximo año. El resto de la memoria es el 10K (tal cual se remite a la SEC) y en donde el equipo gestor no detalla sus objetivos y/o estrategia futura, simplemente realizan algunos comentarios del año anterior (más descriptivo que valorativo). Respecto a los informes a analistas, la empresa solo tiene disponible en su página web la presentación del último informe.

No obstante, considero que la empresa cuenta con un buen equipo gestor en base a las siguientes conclusiones:

- Conocen bien el negocio: los principales directivos llevan tiempo en la empresa y por tanto, cuentan con varios años experiencia en el sector. Además, es un negocio sencillo en términos de las pocas variables que hay que dominar.
- Éxito en la estrategia de crecimiento: los gestores han sabido seleccionar correctamente la estrategia de crecimiento, dando preferencia a las adquisiciones sobre la inversión en nueva capacidad. Esto ha evitado fomentar una guerra de precios entre los competidores. Además, el coste de adquisiciones ha sido inferior a las inversiones.
- Buena diversificación de productos. Los gestores de Cal-Maine Foods han potenciado la producción y venta de los Specialty Eggs. Este tipo de productos se venden a un mayor precio (y menos volátil que el precio de los huevos estándar) y permite obtener unos mayores márgenes.
- Buena asignación de capital: durante los últimos años, el flujo de caja libre generada por la compañía ha ido destinada a cancelar deuda (actualmente tienen caja neta), adquirir competidores (aumentando la cuota de mercado), modernizar sus instalaciones (haciendo más eficiente las operaciones) y repartir parte de sus beneficios en dividendos.

## d. Sector

### Evolución

Una gallina ponedora<sup>9</sup> produce aproximadamente un huevo al día (esto está muy lejos del instinto natural de las aves). Hace miles de años, el hombre descubrió que la eliminación del huevo del nido provocaba que la gallina pusiera otro huevo para compensar. Esto se podría repetir de manera prolongada, por lo que el hombre domesticó a las aves con el objetivo de utilizarlas para la producción de huevos.

El sector de la producción de huevos como alimento es muy antiguo. A modo de anécdota, mencionar que la domesticación de las aves (para el consumo de carne) se remonta a 3.200 años A.C. En registros de Egipto y China se recoge que el hombre consumía huevos de ave desde 1.400 años A.C. Las gallinas fueron introducidas en Estados Unidos desde Europa. Su cría se destinaba principalmente para el autoconsumo, pero en caso que hubiera excedentes, se vendía a otros consumidores.

En las décadas de 1920 y 1930 la mayoría de la producción se realizaba en los jardines de los hogares ya que principalmente se destinaba al autoconsumo, si bien parte se podría dedicar a la venta en mercados locales. La industria se empezó a desarrollar e incluso surgieron medicamentos para combatir los parásitos de los animales. Por aquella época la producción por gallina alcanzaba los 150 huevos al año y la mortalidad superaba el 40%. Se empezaron a construir instalaciones específicas que permitían mejorar la productividad, reducir la mortalidad (protegiéndolas de los depredadores y las malas condiciones climáticas) a un 18%, y controlar la alimentación de los animales.

En los años 40 la productividad mejoró por varios factores. Se crearon “jaulas” en altura para evitar el contacto de las gallinas y los huevos con el suelo (reduciendo el efecto de los parásitos y residuos). Mejoró la distribución del alimento entre las gallinas para facilitar la uniformidad y calidad de los huevos. La producción aumentó hasta los 250 huevos al año y la mortalidad bajo al 5%. El sistema de jaulas también permitió mejorar la “automatización” de la recogida de huevos a través de cintas transportadoras.

En los años 60, la tecnología y el desarrollo del equipamiento mecanizado permitió pasar de pequeñas granjas a grandes empresas productoras. La reducción de costes, tanto por mayor productividad como por menor mano de obra, junto a la mejora de la calidad del producto permitió un mayor desarrollo de la industria.

---

<sup>9</sup> La vida productiva aproximada de una gallina son dos años.

## Capacidad

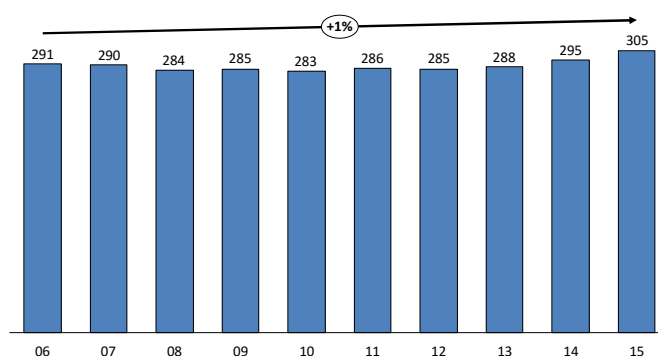
La capacidad del sector viene determinada principalmente por la producción interna ya que el producto se consume “fresco” y por tanto el volumen de exportaciones e importaciones es muy reducido. Como en muchas industrias, la capacidad se intenta adaptar a la demanda. En el caso de este sector, la capacidad de producción se ajusta en función del precio. A menor precio, los productores ajustan la capacidad a la baja para intentar que el precio suba. Como la demanda varía poco, ya que viene determinada por la población y el consumo per capita, la capacidad instalada en el sector no varía mucho (al menos en los últimos 10 años que han sido objeto de análisis más detallado).

El descenso del precio (si se observa a largo plazo) y su sensibilidad a la capacidad de producción, ha “enseñado” a los productores a controlar la capacidad instalada. El equilibrio entre la oferta y la demanda es clave en la formación del precio, es por ello, que los productores que quieren crecer lo deben hacer optando por la adquisición de competidores y no tanto en la creación de nuevas instalaciones. Resulta curioso como las asociaciones de productores del sector elaboran reportes minuciosos sobre la capacidad de producción instalada y la evolución del precio. Considero que es una forma de mantener informado a los productores de los riesgos que puede suponer el incremento de capacidad en los precios.

La ambición de algunos productores por seguir creciendo va a continuar fomentando la concentración en el sector. Esa concentración también debería aportar un incremento de la capacidad de negociación frente a las grandes cadenas de distribución y por tanto una mayor capacidad de influencia sobre el precio.

*Cuadro 14*

**Evolución del número de gallinas para producción de huevos en Estado Unidos. Datos en millones.**  
Fuente: Cal Maine. Memoria 2015



A nivel de producción hay que considerar dos variables, por un lado, el número de gallinas y por otro la “productividad” de cada una de ellas. El número de gallinas es aproximadamente de 305 millones. La producción por gallina varía entre los 250 a 300 huevos por año. En Estados Unidos se producen unos 75 mil millones de huevos al año que supone aproximadamente el 10% de la producción mundial. El 60% de la producción se utiliza para el consumo directo, el 9% es utilizado por la industria de la alimentación y el resto se destina a la elaboración de otros alimentos (por ejemplo, mayonesas y repostería). El uso de la tecnología ha permitido mantener los costes bajos, excepto el coste del pienso que es dependiente de las materias primas con el que se produce.

Durante el año 2015 se produjo un descenso de la capacidad de producción en el sector debido a la gripe aviar que afectó algunas zonas del país. Esto hizo que el número de gallinas descendiera desde los 305 millones hasta los 270 millones a mitad de año. A partir de ese punto, la capacidad se ha ido recuperando y en el mes de noviembre de 2015 ya estaba en 280 millones. El descenso de producción provocó un aumento de precios. Se espera que el nivel de precios elevado alcanzado en el segundo semestre de 2015 se vaya reduciendo a lo largo de 2016 según se vaya recuperando la capacidad de producción. Cal-Maine Foods no se vio afectada por la gripe aviar lo que le ha permitido aprovechar el descenso de producción de otras empresas para aumentar las ventas, además del incremento del precio que se ha producido en la industria. Sin embargo, la empresa ha incrementado la bioseguridad de sus instalaciones para reducir futuros riesgos.

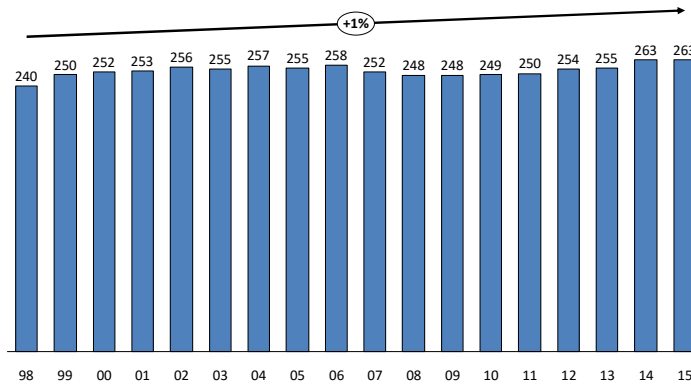
## Consumo

El consumo per capita de huevos, de acuerdo a la información facilitada por el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), ha pasado de 248 en 2000 a 263 en 2015. Este nivel de consumo equivale a 5 huevos por persona y se-

mana. Esta información se determina considerando que todos los huevos que se producen son consumidos (al ser un producto que no se almacena debido a su caducidad). El incremento del consumo se asocia a la evolución de la comida rápida, la tendencia ha dietas con mayor componente de proteínas, y la reducción del nivel de colesterol de los huevos.

Cuadro 15

**Evolución del consumo de huevos per capita en Estados Unidos**  
Fuente: Departamento de Estado de Estados Unidos

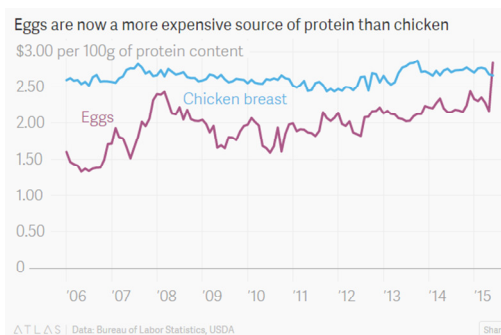


El consumo ha permanecido estable durante los últimos 17 años. Sin embargo, esto no siempre ha sido así. El consumo per capita en 1950 superaba los 375 huevos per capita. Los hábitos en la dieta y los efectos del huevo en el colesterol provocaron un descenso hasta aproximadamente 225 per capita en 1995. La mejora en la alimentación de los animales (reduce el efecto en el colesterol) y los nuevos hábitos de los consumidores provocaron un aumento del consumo hasta los niveles actuales.

Los huevos tienen productos sustitutivos desde el punto de vista de la aportación de proteínas. Uno de los productos que pueden afectar la demanda de huevos es el pollo. A lo largo de los últimos meses, el precio comparativo de los huevos y del pollo se ha acercado, lo que podría suponer un ligero descenso del consumo de huevos en el futuro. No obstante, la percepción del consumidor sobre la calidad (en términos de salud) de ambos productos también puede condicionar las preferencias de compra.

Cuadro 16

**Evolución del precio al consumidor de huevos y pechuga de pollo**  
Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos



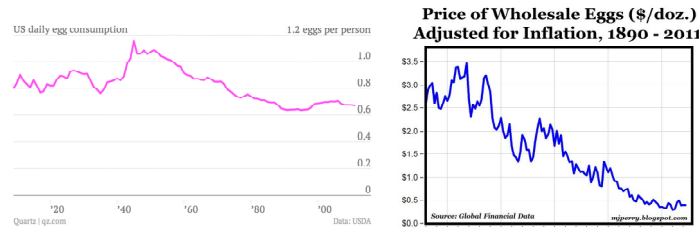
Hay dos hechos que provocan cierto optimismo en la evolución futura del consumo. El primero tiene relación con la estrategia que están siguiendo algunas cadenas de comida rápida de extender la oferta de desayuno (“all day breakfast”) que es la comida del día que más incluye huevo. El segundo está relacionado con una noticia aparecida recientemente en la que McDonald’s (adquiere el 4% de los huevos vendidos en el mercado) anunciaba que a partir de 2017 sólo adquirirá huevos producidos por gallinas que no estén en jaulas. Al parecer, otras empresas como Wal-Mart, Unilever, Burger King, Starbucks, General Mills y otras empresas seguirían esta misma tendencia. Cal-Maine Foods ha potenciado durante los últimos años que parte de su producción se realice con gallinas que no están enjauladas. También es importante señalar que McDonald’s no es cliente de Cal-Maine Foods, por lo que podría ganarlo si sus proveedores actuales no se adaptan al ritmo requerido y/o son capaces de cubrir toda la demanda de la empresa.

## Cíclico

Este sector presenta algunas características que podrían llevar a pensar que es cíclico en plazos largos. El consumo per capita tuvo una evolución creciente hasta aproximadamente 1940 para luego disminuir hasta los niveles (mínimos) actuales. Sin embargo, durante los últimos 10 años ha crecido al 1% promedio anual. Respecto al precio, durante los últimos 100 años ha tenido ascensos y descensos, aunque en términos generales ha mostrado una tendencia decreciente hasta niveles mínimos actuales (observando en el largo plazo). Sin embargo, al igual que ocurre con el consumo per capita, el precio se ha ido incrementando un 8% promedio anual.

**Cuadro 17**

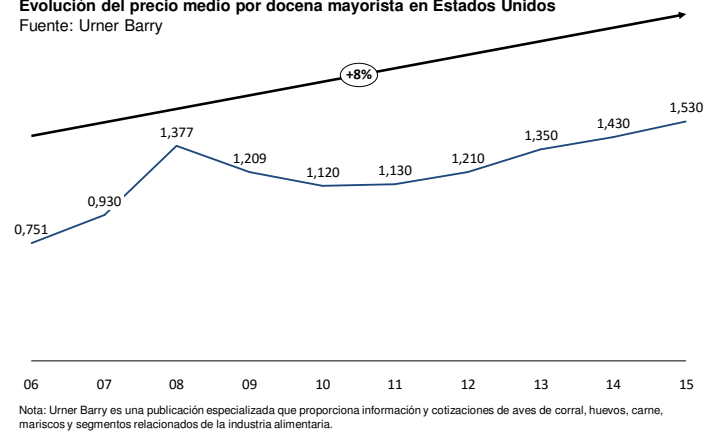
**Evolución consumo de huevos y precio mayorista**  
Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos



Los huevos son un producto commodity por tanto el precio es una variable clave en los resultados de las empresas. Los precios se suelen determinar en base a dos factores. El primero es la cotización del precio de los huevos en el mercado mayorista que publica una empresa llamada Urner Barry, que sirven de referencia para la negociación entre compradores y vendedores.

**Cuadro 18**

**Evolución del precio medio por docena mayorista en Estados Unidos**  
Fuente: Urner Barry



El segundo es el coste de producción. Al ser un mercado que crece relativamente poco (entre un 1% y 2% anual) pero que tiene un volumen de demanda relativamente estable, los precios (cotización) están muy condicionados a la oferta (producción) y demanda. Uno de los costes más relevantes es el del pienso (pueden representar entre un 62% a 69%). Los ingredientes principales son el maíz y el haba de soja, fáciles de obtener y cuyo precio puede variar de manera significativa debido al clima y a las fluctuaciones de la oferta y la demanda. Cuando los costes de estos productos se incrementan, generalmente se produce un descenso de la producción de huevos haciendo que el precio de los mismos aumente (pudiendo trasladarse el incremento de costos) y viceversa.

## Regulación

Los aspectos regulatorios son a nivel federal, estatal y local. A nivel federal, el organismo encargado principalmente de establecer las normas es la FDA (U S Food and Drug Administration). Además de la normativa, la FDA realiza inspecciones a los productores para asegurar que las normas se cumplen. También está el Departamento de Agricultura, el cual esta-

blece las políticas para impulsar el sector, pero también establece algunas normas para el etiquetado y seguridad alimentaria. A nivel estatal y local existen diversos organismos.

Quizás el aspecto regulatorio más importante actualmente en el sector es la legislación que está impulsando California a favor de los animales. Este estado es el quinto productor del país (con una capacidad instalada de aproximadamente 19 millones de gallinas). La normativa que está desarrollando e impulsando busca mejorar la situación vital de los animales, principalmente a nivel de espacio, donde se requiere que los animales tengan espacio suficiente en las granjas para moverse, tumbarse, ... El hacinamiento de animales produce enfermedades y patologías que luego se transmiten al alimento. California es uno de los estados pionero en este tipo de regulación, pero supone un “riesgo” en la medida que estas normas se pueden extender al resto del país.

Estos aspectos regulatorios tienen importantes implicaciones para el negocio. En primer lugar, supone un mayor coste de instalaciones ya que deben reducir la densidad de las granjas (o ampliar los espacios). En segundo lugar, aumentan los costes de procesamiento, ya que los huevos de las gallinas en jaulas se procesan más automáticamente que los huevos de las gallinas con mayor capacidad de movimiento. Y, en tercer lugar, aumenta la competencia de los specialty eggs, donde Cal-Maine Foods está orientando su estrategia, debido a que “obliga” a los productores a tener gallinas fuera de las jaulas que, junto al tipo de pienso, son la base de esta tipología de producto.

### Entorno competitivo

La industria se podría considerar poco atractiva desde el punto de vista de un posible nuevo entrante:

Barreras de entrada	La entrada en el sector conlleva tres barreras principales. En primer lugar, las inversiones necesarias para competir contra los principales players del sector donde el nivel de automatización de su producción es elevado. En segundo lugar, la dificultad de hacerse con una cuota de mercado relevante en un mercado cuya tasa de crecimiento ronda el 1-2%. En tercer lugar, los requerimientos regulatorios asociados a la calidad, seguridad y comercialización, y el elevado importe de las sanciones.
Poder negociador frente a proveedores	La principal materia prima es el maíz y la harina de soja. Los productores de huevos de gallina no tienen mucha capacidad de negociación ya que estas materias primas se negocian en mercados globales, con poca capacidad de actuar sobre el precio, y con mucha volatilidad debido a la demanda global, las condiciones del clima, etc.
Poder negociados frente a clientes	La capacidad de negociación frente a los clientes viene determinada por la tipología de los huevos que se venden. En el caso de los huevos estándar, la capacidad de negociación de los productores es muy baja ya que se puede considerar un producto commodity. De hecho, existe una organización (Urner Barry) que publica el precio de venta mayorista para esta tipología y que sirve generalmente de referencia para la fijación de precios. Sin embargo, en los huevos denominados Specialty donde las características y la marca juegan un papel diferenciador entre los productores, el margen de negociación es algo mayor (tal como demuestra la menor volatilidad de los precios).
Posibilidad de productos sustitutivos	Los huevos de gallina tienen pocos productos sustitutivos como tal, si bien los consumidores podrían optar por otros productos para cubrir sus necesidades de proteínas en la dieta (como por ejemplo, el pollo). Respecto a las distintas tipologías, el huevo estándar tiene un sustituto que cada vez está incrementando más su consumo, que es el huevo denominado Specialty (producido por gallinas que no están en jaula, alimentadas con comida orgánica...).
Rivalidad de los competidores	Dado que el producto se puede considerar un commodity, la competitividad entre las empresas del sector es elevada. Los procesos de producción son fácilmente “copiables” si bien la dimensión puede permitir ventajas en costes. Puede existir cierta diferenciación a nivel de marca para la tipología Specialty a través de la cual las empresas productoras pueden lograr cierta fidelidad de los consumidores.

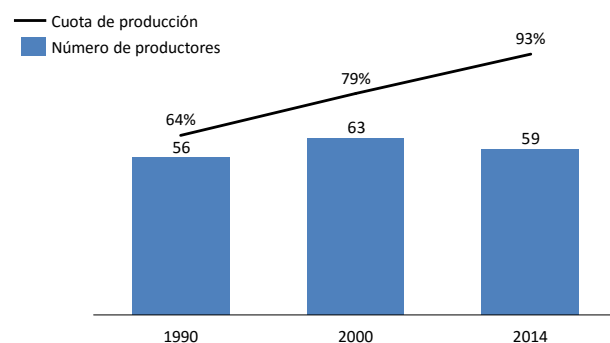
### e. Competencia

El sector de producción de huevos en Estados Unidos está muy fragmentado, si bien se ha ido concentrando en los últimos años. El número de productores con más de un millón de gallinas no ha variado significativamente durante los últimos 25 años, si bien su % de producción se ha elevado del 64% en 1990 al 93% en 2014.

Cuadro 19

**Evolución del número de productores (con más de 1 millón de gallinas) y cuota de producción**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



El número de productores continúa siendo elevado, lo que supone un mercado muy competitivo. Cal-Maine Foods es el líder del mercado a una distancia significativa del resto. El aspecto positivo de que haya muchos competidores “pequeños” es que Cal-Maine Foods podría encontrar oportunidades atractivas para continuar con su estrategia de crecimiento basada en las adquisiciones.

Cuadro 20

Company	Total Layers	Company	Total Layers	Company	Total Layers
Cal-Maine Foods	36,380	RW Sauder	3,570	Morning Fresh Farms	1,500
Rose Acre Farms	25,590	Mahard Egg Farms	3,100	Latham Farms (L&R)	1,450
Michael Foods	13,450	Dixie Egg/Foodonics	3,090	Egg Innovations	1,400
Hillandale Farms	12,500	Cooper Farms	3,060	Simpson's Eggs	1,370
Trillium Farm	11,400	S & R Egg Farms	2,860	Pearl Valley Eggs	1,350
Rembrandt	11,060	Esbenshade Farms	2,850	J.S. West/JEM Eggs	1,340
Midwest Poultry	9,200	Creighton Bros.	2,850	Wilcox Farms	1,300
Hickman's Egg	9,200	Konos Inc.	2,390	Sunrise Farms Inc.	1,200
Daybreak Foods	8,000	Braswell Foods	2,280	Pine Hill Egg Ranch	1,150
Weaver Brothers	7,800	Sunrise Acres Egg Farm	2,100	Iowa Cage-free	1,120
Prairie Star Farms	7,240	Forsman Farms	2,030	Demler Enterprises	1,100
Sparboe Farms	7,000	CHS (Hamilton Farm)	2,000	Hertzfield Poultry Farms	1,100
Herbruck's Poultry	6,890	Giroux's Poultry Farm	2,000	Wenger Feeds/Dutchland	780
Fremont Farms	6,400	Mercer Landmark	1,960	Hillside Poultry Farms Inc.	770
ISE America	6,240	Kreher's Eggs	1,800	Arkansas Egg Co.	600
Centrum Valley	6,100	Heritage PMS/LaValle	1,800	Sunrise Farms	600
Opal Foods	5,400	Country Charm Eggs	1,750	SKS Enterprises	500
Kreider Farms	4,900	Minnich Poultry	1,660	Vital Farms	400
Wabash Valley	4,900	Berne Hi-Way Hatchery	1,600	Dakota Layers	0
Center Fresh	4,800	Hemmelgam & Sons	1,600		
Gemperle Farms	4,650	Oakdell Egg/Ritewood	1,600		
National Food Corp	4,190	Schipper Eggs	1,550		
<b>Total</b>				<b>281,820</b>	

Los datos equivalen al número de gallinas ponedoras en miles a 31 de diciembre de 2015

Fuente: Egg Industry Magazine –febrero 2016

Alguna información sobre los competidores más relevantes (si bien ninguno de ellos cotiza en bolsa, lo que dificulta realizar una comparativa más cuantitativa):

- Rose Acre Farms: empresa no cotizada fundada en 1939. Es la segunda empresa por tamaño del sector con una cuota de mercado aproximado del 10%. Sus operaciones se concentran principalmente en el Medio Este. Los ingresos en el año fiscal 2014 fueron de aproximadamente 848 millones de dólares. La empresa también ha seguido una estrategia de crecimiento basada principalmente en adquisiciones.
- Rembrandt: es la tercera empresa del sector, si bien su gama de productos (líquidos, en polvo...) está más orientada a la utilización de los huevos como ingrediente de la elaboración de alimentos. En la comercialización de este tipo de productos la frescura del producto ya no resulta tan crítico, por lo que la empresa dedica parte de su producción a la exportación.
- Michael Foods: empresa no cotizada fundada en 1908. La empresa tiene una oferta más diversificada, además de huevos, comercializa patatas, queso y otros productos de consumo diario. La empresa generó unos ingresos de 684 millones de dólares en 2014. La empresa también ha seguido una estrategia de crecimiento basada principalmente en adquisiciones.

## f. Riesgos

En esta sección se presentan los riesgos del negocio, obtenidos principalmente de la memoria de la empresa.

Evolución negativa de los precios	<p>El precio mayorista de los huevos ajustado a la inflación ha descendido significativamente durante los últimos 100 años. A pesar de esto, durante los últimos 10 años, el comportamiento de los precios ha sido positivo al crecer un promedio anual del 8%. La sensibilidad de los precios a variaciones de la oferta y/o la demanda hacen que esta sea una variable con mucho impacto en los resultados de la compañía y un factor no controlable. Durante los últimos 10 años la capacidad del sector (+1% crecimiento promedio anual) ha mantenido una evolución ligeramente inferior al incremento de población (+1% crecimiento promedio anual) y el consumo per capita (+1% crecimiento promedio anual), lo que ha permitido la mejora de los precios.</p> <p>Por otro lado, la tendencia creciente del precio de los huevos puede verse limitada por el diferencial que tenga frente a otros alimentos sustitutivos (por el aporte de proteínas) como el pollo. Actualmente el precio del huevo está muy próximo al del pollo por lo que podríamos estar cerca del punto de inflexión en el precio de los huevos.</p>
Incremento de los costes del pienso	<p>El pienso de las gallinas es uno de los costes más relevantes en el negocio. Si bien la empresa produce el pienso con el que alimenta a los animales, la adquisición de las materias primas (maíz y harina de soja) está sujeta a las variaciones de precios significativas, tal y como se ha mostrado en el Cuadro 1. El precio promedio de los últimos 30 años se ha situado en 139 USD por tonelada para el maíz y 260 USD por tonelada para la harina de soja. Actualmente el entorno no es muy negativo ya que el precio de ambas materias ha descendido significativamente durante los últimos años y se están acercando a los promedios. No obstante, no es posible determinar el comportamiento futuro del precio de las materias.</p>
Pérdida de clientes	<p>Cal-Maine Foods tiene una concentración de las ventas elevadas en pocos clientes. Tal y como se ha mostrado en el Cuadro 10, aproximadamente, el 70% de las ventas están concentradas en 10 clientes. La pérdida de alguno de estos clientes generaría un efecto muy negativo para los resultados de la empresa. A pesar de que tiene externalizada parte de la producción, que le permite disponer de un cierto “colchón”, los acuerdos que tiene con los proveedores le suponen algunas obligaciones de compras de huevos. Por otro lado, el tiempo de reposición de las ventas con nuevos clientes puede demorar tiempo, alargando un impacto negativo en los resultados de la empresa.</p>
Enfermedad de los animales	<p>Si bien Cal-Maine Foods invierte en mejorar continuamente la salud de sus animales, incluso con vacunas, existen riesgos que pueden suponer la enfermedad o muerte de los animales (por ejemplo, la gripe aviar). Si bien esto puede ser un factor positivo en caso que los animales de Cal-Maine Foods no se vean afectados (como pasó a mediados de 2015 con la gripe aviar) y provocar un aumento de los precios y las ventas, también se puede dar el caso contrario, haciendo que la capacidad de producción de la empresa disminuya y no pueda atender a las obligaciones con sus clientes. Adicionalmente, puede conllevar sanciones por parte de las autoridades regulatorias.</p>
Mayores exigencias regulatorias y presión de la sociedad	<p>La compañía está sujeta al cumplimiento de las normas federales, estatales, y locales en las que opera. Esto supone que las autoridades correspondientes llevan a cabo inspecciones de las instalaciones de la empresa, disponibilidad de permisos, diversas pruebas sanitarias, de alimentación, etc. El incumplimiento de alguna norma puede suponer sanciones, multas, y castigos con importantes repercusiones económicas y/o en su reputación. Adicionalmente, la mayor presión regulatoria puede suponer un incremento de los costes para la empresa que podrían no ser posible trasladar a los precios.</p> <p>De manera complementaria, la sociedad o grupos medioambientales y/o a favor de los animales pueden realizar presión para mejorar el tratamiento y calidad de vida de los animales, lo que podría generar un incremento de los costes y/o efecto perjudicial en la reputación de la empresa.</p>

Por otro lado, la compañía podría ver limitada su estrategia de crecimiento vía adquisiciones en caso que los agentes reguladores impidan o establezcan reglas más duras para continuar incrementando su cuota de mercado con el objetivo de evitar una posición dominantes en el sector.

En resumen, la industria en la que opera Cal-Maine Foods no presenta riesgos significativos que pudieran ponerla en peligro. Es un sector bastante estable y en el cual los cambios producidos en las últimas décadas están asociados a automatización de los procesos y la mejora de la calidad de sus productos. El negocio y la empresa tampoco tienen riesgos significativos, más allá de los económicos que pudieran poner en riesgo la continuidad de la empresa. Como todo negocio de alimentación, los temas sanitarios son quizás los más relevantes. No se espera que durante los próximos años vayan a producirse cambios disruptivos en el sector.



## 5. Análisis económico financiero

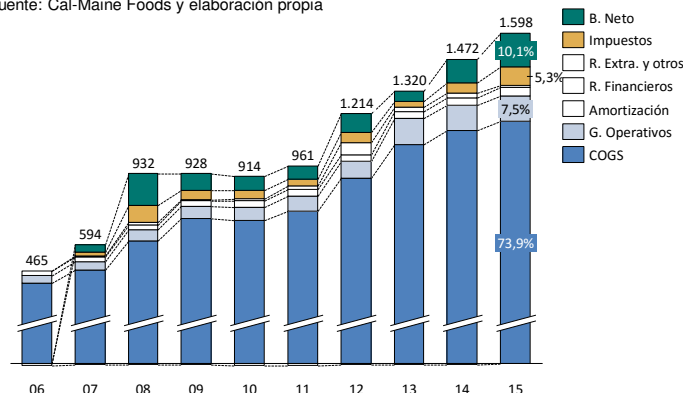
En este apartado se muestra el análisis de la cuenta de resultados, el balance, el flujo de caja y los principales ratios.

### a. Cuenta de resultados

*Cuadro 21*

**Estructura de cuenta de resultados simplificada. Datos en millones de USD**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



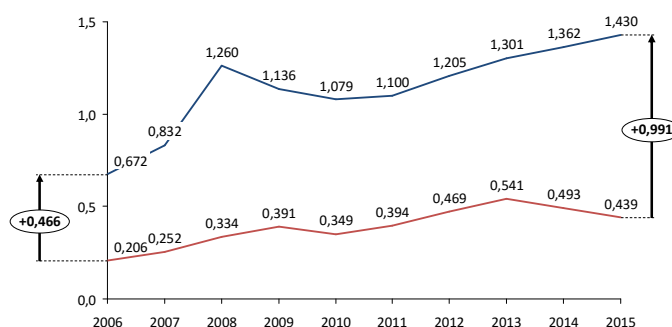
### Ventas

- La evolución de las ventas ha sido muy positiva, pasando de 477 millones de dólares en 2006 a 1.576 millones en 2015. Esto supone un crecimiento del +230% en diez años, a un ritmo de crecimiento promedio anual del 14%.
- Este crecimiento se produce tanto por incremento del precio medio (CARG 9%) como de la cantidad vendida (CAGR 5%). El precio descontado de la inflación creció en promedio anual un 7%. Este incremento se debe en parte a que la empresa ha aumentado la venta de Specialty Eggs (segmento de mayor valor) pasando de representar un 7% de volumen en 2006 al 20% en 2015.

*Cuadro 22*

**Evolución del precio de venta y coste del feed promedio por docena**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



### CMV:

- El coste de las mercancías vendidas recoge tanto el coste de producción propio de la compañía, como el coste de compra de huevos cuya producción está externalizada. En este caso, el margen que obtiene la compañía es muy reducido dado que el precio de compra de producción externalizada es muy similar al precio de venta. El nivel de externalización<sup>10</sup> promedio de los últimos diez años ha sido del 23%.
- Uno de los componentes de coste más relevante es el precio de la alimentación de los animales el cual fluctúa de acuerdo a la variación de los precios de las materias primas que lo componen (maíz y harina de soja). La proporción de los costes de alimentación sobre el CMV varía entre el 34% y 48%. En términos agregados, el CMV supone en promedio el 85% del total de costes (impuestos incluidos).

<sup>10</sup> El nivel de externalización se ha estimado en función de la diferencia entre la cantidad producida entre la cantidad vendida, asumiendo que la empresa no acumula stock.

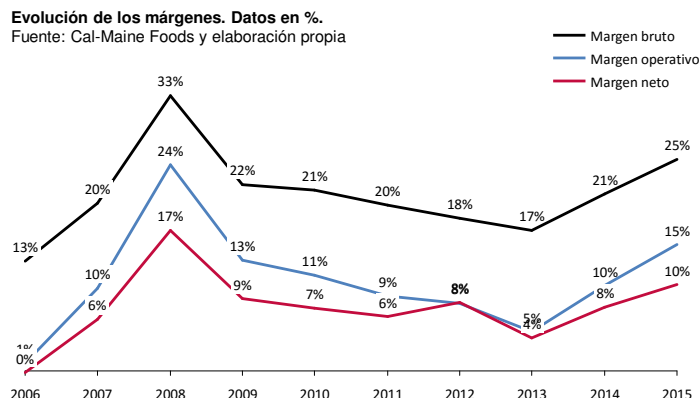
## Otros costes y gastos:

- El resto de gastos operativos (ventas, generales y de administración) suponen aproximadamente un 8% de las ventas en los últimos 10 años. En términos unitarios (USD/docena) el coste se ha ido aumentando en los últimos años, pasando de 5 centavos por docena en 2006 a 11 centavos por docena en 2015.
- Amortizaciones supone un promedio del 3% sobre ventas. Respecto al activo fijo neto (planta, equipamiento,...) supone anualmente entre un 11% y 14%.

## Márgenes:

- Bruto: en promedio es un 21%, sin embargo ha llegado a alcanzar el 33% en el momento en que el diferencial entre el precio de venta de los huevos y el coste del pienso era mayor. Por el contrario, el mínimo de los últimos 10 años fue del 13% debido al efecto contrario.
- Operativo: dado que los costes operativos y amortización han mantenido en promedio su proporcionalidad con las ventas, el margen operativo se ha comportado de manera similar al bruto.
- Neto: se ha comportado de manera similar que el margen operativo ya que el resultado financiero es poco significativo, y los resultados extraordinarios no han marcado variaciones significativas (salvo en 2012), y la tasa impositiva ha sido relativamente constante en un 34%.
- Si bien el análisis se ha centrado en los últimos 10 años, es importante mencionar que durante los últimos 20 años la empresa ha tenido pérdidas en cuatro.

Cuadro 23



Si comparamos los márgenes de Cal-Maine respecto de empresa similares (no se puede comparar frente a competidores ya que no hay información pública de los mismos) podemos apreciar que la empresa obtiene resultados mejores que dichas empresas.

Cuadro 24

Comparadores 2				
Fuente: Google Finance				
Datos a marzo de 2016				
	Net profit margin	Gross margin	EBITD margin	Operating margin
Cal-Maine Foods Inc	10.30	25.11	17.48	14.93
Industrias Bachoc...	8.43	20.35	12.78	11.01
Sanderson Farms, ...	7.70	17.52	14.65	11.99
AVANGARDCO INVEST...				
Pilgrim's Pride C...	7.90	15.33	14.79	12.77
Fresh Del Monte P...	1.64	8.44	5.69	2.24
ASTRAL FOODS LTD				
Yasheng Group	13.73	14.21	14.90	13.63
MHP S.A. GDR EACH...				
Boulder Brands Inc	24.63	37.00	11.84	22.45
Wal-Mart Stores, ...	3.13	25.13	6.96	5.00

Cal-Maine Foods es una empresa que durante los últimos 10 años ha obtenido beneficio. Tiene una estructura de costes bastante controlada ya que los diferenciales de los márgenes se mantienen relativamente constantes. El precio de venta de la docena de huevos y el coste de la alimentación de los animales son las principales variables que determinan el beneficio.

La falta de información sobre los competidores dificulta la comparación para contextualizar el desempeño de Cal-Maine Foods. Sin embargo, existen empresas de similar actividad que, aunque operan en otros, si cotizan en la bolsa y pueden servir de referencia:

- Industrias Bachoco: empresa que cotiza en la bolsa de México. Una parte importante de su negocio en la producción y distribución de huevos. Su EBITDA fue en 2015 del 12,8% (frente al 18% de Cal-Maine Foods).
- Fresh Del Monte Produce Inc.: empresa que cotiza en NYSE. Su actividad principal es la producción y distribución de frutas y vegetales. El EBIT fue en 2015 del 2% (frente al 15% de Cal-Maine Foods).
- Sysco Corporation: empresa que en NYSE. Su actividad principal es la distribución de alimentos a restaurantes y otros proveedores de comida para el consumidor. El EBIT fue en 2015 del 4%.
- Sanderson Farms, Inc.: empresa que cotiza en el NASDAQ. Su actividad principal en la producción y distribución de aves de corral. El EBIT en 2015 fue del 7%.
- Pilgrim's Pride Corporation: empresa que cotiza en el NASDAQ. Su actividad principal es similar a la Sanderson Farms, la producción y distribución de aves de corral. Su EBIT en 2015 fue del 18%.

Cuadro 25

	Net profit margin	Gross margin	EBITD margin	Operating margin	P/E ratio	Price-to-book ratio	Price-to-sales ratio
Cal-Maine Foods Inc	10,30	25,11	17,48	14,93	7,31	3,60	1,61
Industrias Bachoco...	8,43	20,35	12,78	11,01	11,55	1,65	1,00
Sanderson Farms, ...	7,70	17,52	14,65	11,99	12,62	1,96	0,72
AVANGARDCO INVEST...							
Pilgrim's Pride C...	7,90	15,33	14,79	12,77	10,10	5,07	0,78
Fresh Del Monte P...	1,64	8,44	5,69	2,24	36,29	1,31	0,54
ASTRAL FOODS LTD							
Yasheng Group	13,73	14,21	14,90	13,63	0,51	0,03	0,07
MHP S.A. GDR EACH...							
Boulder Brands Inc	-24,63	37,00	11,84	-22,45	0,00	2,81	1,32
Wal-Mart Stores, ...	3,13	25,13	6,96	5,00	14,67	2,69	0,45

Fuente: Google Finance  
Datos a marzo de 2016

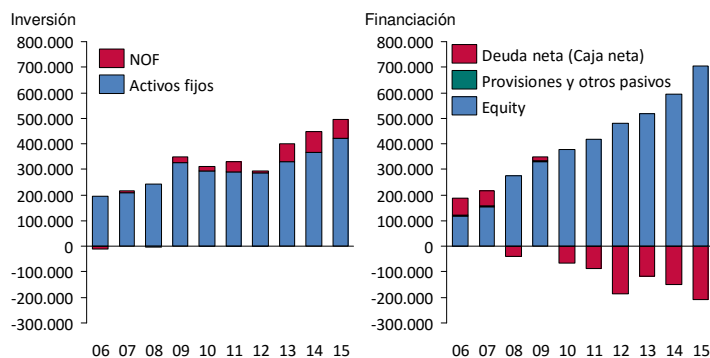
## b. Balance

Para realizar el análisis del Balance, he realizado un ajuste de las partidas agrupando partidas de inversión y de financiación. En las partidas de inversión aparecen dos conceptos principales, los activos fijos y las NOF. En los activos fijos se incluyen los activos productivos como las propiedades, planta y equipamiento que en 2015 representaban el 75% del total de las inversiones, otros activos no core (tanto corrientes como no corrientes), el fondo de comercio y prepago de beneficios de pensiones. En las NOF se incluyen los activos y pasivos operativos corrientes, esta partida supone el 15% de la inversión. En las partidas de financiación se incluye el Equity que representa en 2015 el 142%, y la deuda (caja) neta que supone el -42%, es decir hay caja neta.

Cuadro 26

**Evolución de la estructura (resumida) del Balance Value (inversión – financiación). Datos en miles de USD**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



### Inversión:

- Activo fijo: ha pasado de 176,2 millones de USD en 2006 ha 366,3 millones de USD en 2015. Este crecimiento está en línea con la evolución de la capacidad de producción de la compañía. El ratio de ha pasado de 0,33 USD por docena

producida en 2006 ha 0,46 USD por docena en 2015. Este incremento se puede deber a varios factores, incremento de inversión para automatizar las instalaciones, coste de las adquisiciones y efecto de la inflación de los bienes de capital. El Goodwill apenas representa el 3% del total del activo en 2015.

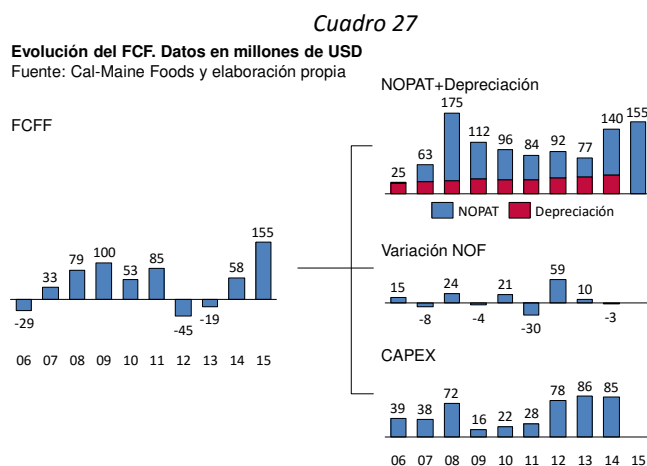
- NOF: Las necesidades operativas de fondos han pasado de un valor negativo de 8,5 millones de USD en 2006 debido a que la partida de proveedores era superior a las cuentas de clientes e inventarios, a un valor positivo de 75 millones de USD debido principalmente al aumento de la cuenta de clientes. Esto puede ser consecuencia de la crisis que ha tenido la economía en Estados Unidos, que ha podido provocar que las grandes superficies de distribución han “apretado” a sus proveedores en el cobro. No obstante, los días de cobro de la compañía no se han deteriorado significativamente ya que pasaron de 19 días en 2006 a 24 días en 2015.

#### Financiación:

- Equity: el equity de la compañía es muy elevado, 704 millones de USD en 2015, lo que permite cubrir el 100% de las inversiones y al mismo tiempo disponer de una caja neta de 207 millones de USD. Esta cantidad es resultado de la política seguida por la compañía para reinvertir los beneficios. Entre 2006 y 2015, la partida de beneficios retenidos se incrementó en 567,7 millones de USD. Adicionalmente hubo un incremento de capital desde los 28,7 millones de USD en 2006 a 43,3 millones de USD en 2015.
- Deuda (caja) neta: la empresa ha ido reduciendo progresivamente su endeudamiento, pasando de 103,9 millones de USD en 2006 a 50,8 millones de USD en 2015. Al mismo tiempo, ha ido mejorando su caja y equivalentes, pasando de 38,2 millones de USD en 2006 a 258,6 millones de USD en 2015.

#### c. Flujo de caja

Cal-Maine Foods es una empresa que genera de manera recurrente flujo de caja positivo de las operaciones, donde la partida de depreciaciones se mantiene en términos absolutos constantes, y el NOPAT está condicionado por la ciclicidad del negocio en términos de variación del precio de venta de las docenas de huevos y la evolución de los costes de alimentación de los animales. Las variaciones tanto de las NOF como de CAPEX están condicionadas por las adquisiciones que la compañía ha realizado durante los años 2008, 2012 y 2013. Al no disponer de información detallada de los importes integrados en el balance procedente de dichas adquisiciones, es complicado determinar el FCF.



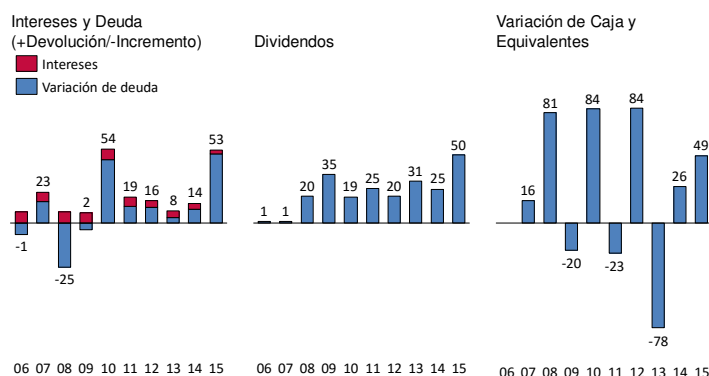
Con la caja generada, Cal-Maine ha

- Pago de intereses y pago de deuda
- Pago de dividendos
- Incremento de la caja y equivalentes

Cuadro 28

**Destino de flujos de fondos operativos y de inversión. Datos en millones de USD**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia

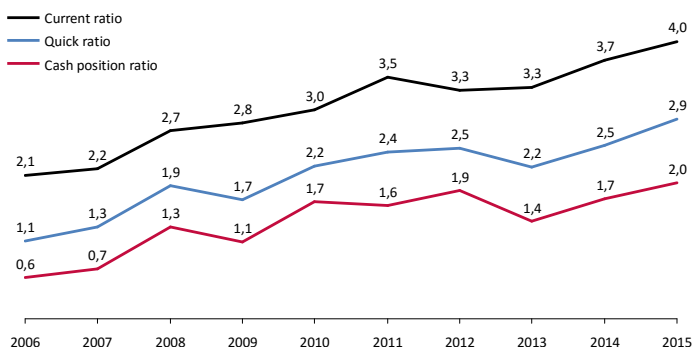
**d. Ratios**

**Liquidez:** La posición de liquidez de la empresa ha mejorado significativamente debido principalmente al incremento de los saldos de caja e inversiones financieras temporales. También se ha incrementado de manera significativamente el saldo de clientes, por encima del incremento de ventas, lo que ha provocado que los días de cobro hayan aumentado un 23% al pasar de 19 días en 2006 a 24 días en 2015.

Cuadro 29

**Evolución de los ratios de liquidez**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia

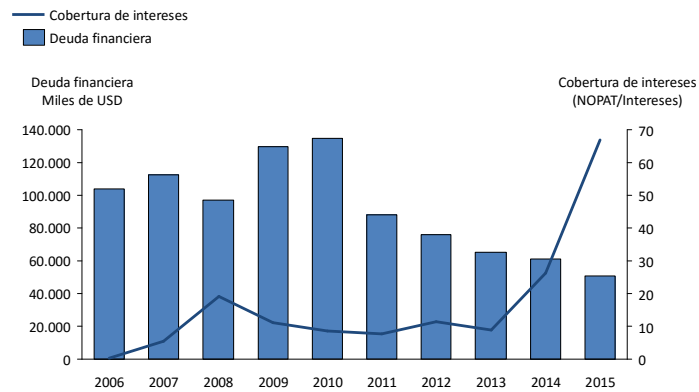


**Endeudamiento:** El pasivo de la compañía se ha reducido proporcionalmente respecto del Equity a lo largo de los últimos 10 años. El motivo principal ha sido tanto el descenso de la deuda financiera como el incremento del Equity (vía retención de beneficios). La deuda financiera ha descendido en 53 millones de USD entre 2006 y 2015. La deuda financiera supone en 2015 un 0,1% del Equity, la cobertura de intereses (NOPAT sobre intereses) es de 67, y la cobertura de la deuda es 0,2X el EBIT. No obstante, algunas partidas del pasivo se han incrementado, es el caso de los impuestos y gastos diferidos.

Cuadro 30

**Evolución de la deuda financiera y cobertura de intereses**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia

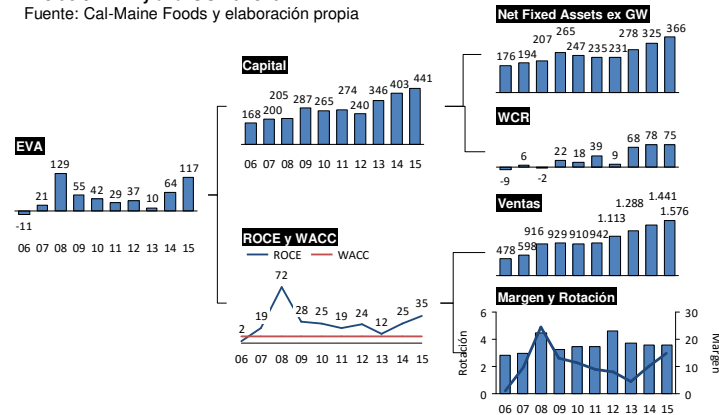


EVA:

Cuadro 31

**Evolución EVA y análisis DuPont**

Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



## 6. Proyecciones

En este apartado se presentan las proyecciones de los principales drivers de la industria y el negocio de Cal-Maine Foods.

Los principales drivers a considerar para proyectar la evolución futura del negocio se estructuran de la siguiente manera:

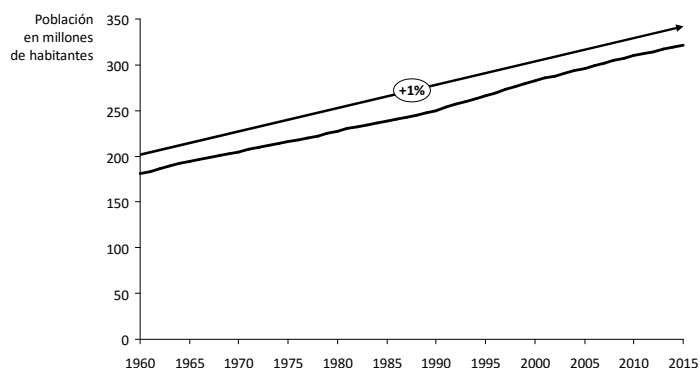
- Evolución de la demanda, en base a dos drivers: 1) evolución de la población y 2) evolución del consumo per capita.
- Evolución de las ventas en unidades, en base a tres drivers: 3) evolución de la capacidad instalada en el sector, 4) crecimiento orgánico y 5) crecimiento inorgánico (adquisiciones).
- Evolución del margen, en base a tres drivers: 6) mix de ventas en productos specialty y “estándar”, 7) evolución del precio, y 8) evolución de los costes de pienso.

Dado que el coste de ventas supone en promedio el 80% (siendo el más relevante el coste del pienso) y que los gastos operativos son relativamente constantes respecto de las ventas (promedio 7%), no se considera relevante hacer un análisis específico para la proyección del resto de gastos operativos.

- |                              |   |
|------------------------------|---|
| 1) Evolución de la población | Cal-Maine Foods opera exclusivamente en el mercado de Estados Unidos por lo que es importante analizar la tasa de crecimiento anual de la población. En los últimos 55 años, la población de Estados Unidos ha pasado de 180,6 millones de personas en 1960 a 321,4 millones de personas en 2015. Esto supone un crecimiento promedio anual del 1%. Estos datos no consideran la población ilegal, la cual algunas fuentes establecen entre 7 y 20 millones, es decir, entre un 2% y 6% adicional. Si bien es cierto que la inmigración ilegal se ha podido incrementar durante los últimos años, a efectos de previsiones se considera la población legal. |
|------------------------------|---|

*Cuadro 32*

**Evolución de la población en Estados Unidos. Datos en millones**  
Fuente: Datosmacro.com



- |                                     |  |
|-------------------------------------|--|
| 2) Evolución del consumo per capita | El consumo per capita determina el número de huevos que consume cada persona. El cálculo se determina por la división del total de huevo suministrados por la industria entre la población total del país, es decir, se considera que todos los huevos suministrados son consumidos. |
|-------------------------------------|--|

El consumo no ha variado de manera significativa en los últimos 17 años. En 1998 el consumo per capita se situaba en 240 huevos, mientras que en 2015 esa cifra había crecido ligeramente hasta los 263 huevos. Este ligero incremento equivale a un 1% de promedio anual.

Si bien ha habido un ligero crecimiento durante los últimos años, el consumo durante la primera mitad del siglo pasado era muy superior, ya que los hábitos alimenticios eran más básicos y el huevo tenía una mayor importancia en la dieta. Desde mediados hasta finales del siglo pasado, el consumo per capita disminuyó por dos factores, el primero es la relación del consumo de huevos con la salud (principalmente por el efecto en el colesterol), el segundo por los hábitos alimenticios donde predominaba el uso de cereales durante el desayuno.

El incremento en el consumo observado durante este siglo, se debe a una mejora de la calidad de los huevos (asociado a la mejor alimentación de los animales) que reducen el impacto en el colesterol y mejora la aportación de proteínas, pero también (y debido a lo anterior) a

que se está volviendo a incorporar como alimento importante en el desayuno.

Si bien en los últimos 10 años no se han producido variaciones significativas en el consumo per capita (ligero crecimiento), es importante considerar que los huevos tienen algunos productos sustitutivos como el pollo. Si el precio (en términos comparativos) de los huevos llega a superar al pollo, el consumidor podrá reducir la demanda de huevos en favor del pollo.

- 3) Evolución de la capacidad instalada en el sector
- La capacidad instalada en el sector viene determinada por la cantidad de gallinas ponedoras. La capacidad instalada en el sector ha variado muy ligeramente en los últimos 10 años. En 2006 había 291 millones de gallinas y en 2015 había 305 millones. Esto supone un crecimiento promedio anual del 1%.

Es importante mencionar que la capacidad instalada puede estar afectada por enfermedades de los animales que reduce en mayor o menor medida dicha capacidad. A mediados de 2015 se produjo un descenso de la capacidad motivado por la gripe aviar que afectó a las granjas de la zona central del país. Este descenso de la capacidad provocó un aumento de los precios. Las granjas de Cal-Maine Foods no se vieron afectadas, no obstante, la compañía continúa invirtiendo en mejorar la seguridad de sus instalaciones frente a estas amenazas.

La capacidad también está determinada por la rentabilidad del sector. Las épocas en las que los precios de la docena de huevos son mayores y que los costes de alimentación de los animales se reduce (como ha ocurrido en los últimos años) fomenta que los productores busquen incrementar su capacidad para aprovechar las épocas de bonanza del sector.

- 4) Crecimiento orgánico
- El crecimiento orgánico de Cal-Maine Foods no ha sido muy significativo. Entre 1990 y 2015, la empresa ha expandido orgánicamente su negocio en 10,9 millones de gallinas, es decir, a un promedio de 0,44 millones por año. Si lo contextualizamos con la capacidad promedio de los últimos 10 años (27,1 millones de gallinas), este incremento anual apenas supone el 1,6%.

Una de las razones principales para no llevar a cabo una estrategia de crecimiento basada en la expansión orgánica es que si el resto de competidores hicieran lo mismo, el incremento de capacidad instalada provocaría un descenso significativo de los precios ya que la demanda no podría absorber dicho incremento de capacidad del sector.

- 5) Crecimiento inorgánico
- Cal-Maine Foods ha realizado hasta 18 adquisiciones entre 1990 y 2014. Estas adquisiciones han supuesto un incremento de la capacidad de +41,0 millones de gallinas. Esto supone un incremento promedio anual de 1,64 millones, lo que representa sobre la capacidad promedio un 6%.

Esta estrategia es muy apropiada por dos factores. El primero es que no provoca inestabilidad en el sector al no alterar la capacidad de producción del mismo. El segundo es que el coste de crecimiento inorgánico (14,3 USD por gallina) es inferior al orgánico (25,6 USD por gallina).

Es previsible que la compañía continúe con esta estrategia por los factores antes mencionados, pero también porque está incrementando la caja (neta) disponible para realizar operaciones, en lugar de incrementar los dividendos para los accionistas. No obstante, calcular el valor de la compañía en base a esta "posible" estrategia puede llevar a errores de inversión.

- 6) Mix de ventas en productos specialty y "estándar"
- El % de las ventas de los Specialty Eggs ha crecido durante los últimos años. En términos de ventas en USD, ha pasado de 14% en 2006 a 27,2% en 2015. En términos de docenas vendidas, ha pasado del 6,6% en 2006 a 19,8% en 2015.

Los mayores márgenes que obtiene la empresa con esta gama de producto y el crecimiento de la demanda hacen pensar que seguirá siendo parte importante de la estrategia de la compañía. Sin embargo, el diferencial del precio se está reduciendo respecto de los huevos estándar, lo que podría hacer pensar que a la empresa le cuesta cada vez más venderlos y/o la competencia también está potenciando esta gama afectando al precio de mercado.

- 7) Evolución del
- Los precios de mercado se determinan principalmente por dos factores. El primero es la can-



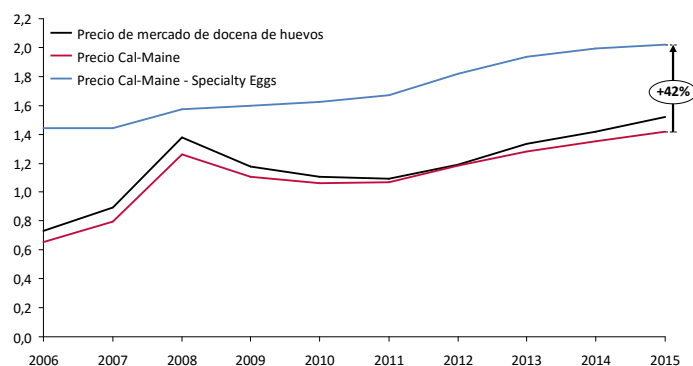
precio

tividad de oferta que hay en el sector en base a la capacidad productiva. El segundo son los precios de referencia que marca la empresa Urner Barry (encargada de recopilar y publicar información de mercado). Los precios (descontado el efecto de la inflación) muestran una tendencia creciente, a pesar de que en 2008 se produjo un aumento superior a la tendencia que luego sufrió un ligero ajuste durante los dos años siguientes. El precio promedio de Cal-Maine Foods se sitúa (en los años observados) ligeramente por debajo del precio de mercado establecido por Urner Barry. Dicho diferencial fue en promedio del -6% entre los años 2006 y 2015. Sin embargo, los precios de los Specialty Eggs muestran dos diferencias relevantes. La primera es que los precios muestran una tendencia más estable. La segunda es que en promedio se sitúan un 48% por encima de los precios de Urner Barry y un 57% por encima del precio promedio de Cal-Maine Foods. El diferencial actual se sitúa en el 42%.

Cuadro 33

**Evolución de precios descontando efecto inflación. Datos en USD por docena de huevos**

Fuente: Cal-Maine Foods, Urner Barry y elaboración propia



Un aspecto importante es el crecimiento promedio anual de los precios (descontada la inflación). En el caso de los precios de Specialty Eggs, el incremento promedio anual fue del 2%. Mientras que los precios promedios del mercado fueron de un +6%. Esta situación pone de manifiesto que el diferencial entre los huevos “estándar” y los specialty están reduciendo su diferencial. Esto se puede deber a dos razones (que se pueden estar dando de manera simultánea). La primera es que el sector también está incrementando la venta de esta tipología de huevos (de mayor calidad). La segunda es que Cal-Maine Foods puede estar realizando un mayor esfuerzo comercial para incrementar su cuota de mercado en esta categoría de huevos.

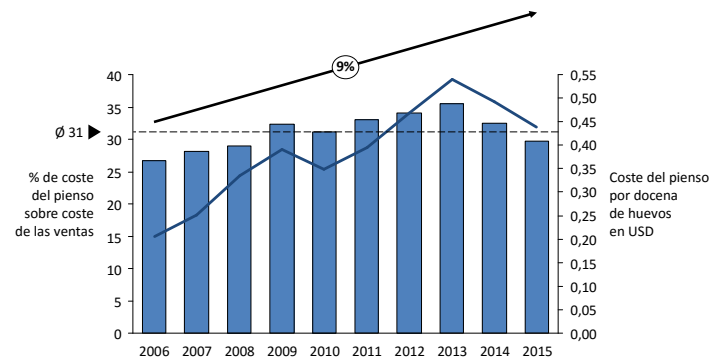
- 8) Evolución del coste del pienso
- El coste de la alimentación de los animales puede llegar a suponer el 40% del precio de venta (considerando los precios mayoristas). Es por tanto una variable relevante a considerar en las proyecciones, si bien el precio tiene una relevancia algo mayor.

El pienso que alimenta a los animales se compone principalmente de maíz y harina de soja. Los precios de estos dos productos tienen mucha variabilidad debido a que son commodities. Cal-Maine Foods intenta controlar los costes del pienso asumiendo su producción, pero no obstante se ve afectado a la variación de los precios de las materias primas. El coste del pienso por docena de huevos aumenta en promedio anual un 9% (en línea con el incremento de precios comentado anteriormente).

Esta evolución del coste del pienso con incremento promedio anual similar al precio de venta de la docena, hace que el % del costo de pienso respecto al coste de ventas se mantenga en promedio en el 31%. No obstante, las variaciones de precio y coste (del pienso) no se producen de manera coordinada (no siempre es posible trasladar el incremento del coste del pienso al precio) por lo que el margen bruto del negocio puede oscilar entre el 8% y 12% de acuerdo a lo observado en los últimos 10 años.

Cuadro 34

**Evolución del coste del pienso por docena y en % sobre coste de las ventas. Datos en USD por docena de huevos y en %**  
Fuente: Cal-Maine Foods y elaboración propia



En base a esta información, el comportamiento esperado para los drivers del sector quedaría de la siguiente forma:

- 1) Evolución de la población: continuar creciendo al 1%.
- 2) Evolución del consumo per capita: continuar creciendo al 1% (promedio últimos 10 años en 253 huevos por persona y año).
- 3) Evolución de la capacidad instalada en el sector: Crecimiento proporcional al incremento de la demanda (población y consumo per capita).
- 4) Crecimiento orgánico: no es probable que la compañía cambie su estrategia de crecimiento y potencie la expansión orgánica por el efecto que esto podría tener en los precios (debido a la saturación de oferta si todos los productores siguen la misma estrategia).
- 5) Crecimiento inorgánico: esta opción es más probable para continuar creciendo, sin embargo, es complicado valorar cuándo realizará las compras y qué precio pagará.
- 6) Mix de ventas en productos specialty y "estándar": incremento de las ventas en unidades de acuerdo a la tendencia observada en los últimos 10 años, pero ajuste (descenso) del margen en base al "estrechamiento" del diferencial de precio con respecto a los huevos estándar.
- 7) Evolución del precio: quizás el escenario más probable sea una caída progresiva de precios por recuperación de capacidad (tras gripe aviar), por acercarse a los máximos y proximidad a productos sustitutos.
- 8) Evolución del coste del pienso: difícil de predecir por la volatilidad del precio de las materias primas (ahora en promedio de últimos 30 años).

## 7. Valoración y recomendación

En este apartado se presenta la valoración realizada para Cal-Maine Foods. Dicha valoración ha tenido por finalidad determinar el valor actual de la empresa en base a los resultados obtenidos en 2015 (última fecha de la que se disponen los estados financieros), estimar el valor de la compañía mediante la normalización del beneficio y el descuento del flujo de caja libre, considerar el posible valor de la compañía en caso de continuar su estrategia de adquisiciones, y por último determinar si el precio al que cotiza la compañía hoy en día en base a múltiplos de empresas similares.

Si estimamos el valor de Cal-Maine Foods en base a los estados financieros de 2015, el precio objetivo resultante es de 60 USD. En este momento (finales de 2015) la empresa cotizaba a 46 USD lo que suponía un upside del 29%. En ese momento hubiera sido interesante (a priori) invertir en la compañía.

*Cuadro 35*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ROCE</b>										
EBIT	4,515	58,230	223,637	121,474	102,604	83,483	88,652	87,593	146,052	235,335
TAX	28%	35%	34%	34%	37%	36%	35%	33%	32%	34%
NOPAT	3,237	37,835	146,830	79,916	64,969	53,064	57,348	58,839	99,094	154,900
Net Fixed Assets ex GW	176,275	193,590	206,795	265,014	246,634	234,950	230,643	278,334	325,358	366,350
Working Capital Requirements	-8,537	6,305	-2,023	22,116	17,900	39,006	9,158	68,016	77,810	75,006
Capital empleado	167,738	199,895	204,772	287,130	264,534	273,956	239,801	346,350	403,168	441,356
ROCE	2%	19%	72%	28%	25%	19%	24%	17%	25%	35%
<b>BENEFICIO NORMALIZADO</b>										
EBITDA	25,084	79,706	248,957	151,032	134,389	114,237	119,404	93,766	183,255	276,043
Capex mantenimiento	20,569	21,476	25,320	29,558	31,785	30,754	30,752	34,173	37,203	40,708
Resultado financiero	-6,866	-5,875	-4,094	-5,042	-6,728	-8,670	-3,758	-3,906	-2,656	-515
Puesta en equivalencia	-757	1,699	6,324	2,612	3,507	9,530	52,445	17,780	9,651	9,550
Impuestos	-465	19,605	79,530	41,510	37,961	33,403	49,110	24,807	52,035	84,268
Minoritarios	-165	-286	175	324	-2,291	-2,571	232	338	600	1,027
Beneficio normalizado	-2,478	34,735	146,162	77,210	63,713	53,511	87,997	48,322	100,412	159,075
<b>TARGET PRICE</b>										
Media Historica S&P500	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
+ Beneficio Auto Norm. x 15	-37,170	521,025	2,192,430	1,158,150	955,695	802,665	1,319,955	724,830	1,506,180	2,386,125
+/- Deuda/Caja Neta	0	0	38,462	0	64,382	88,268	184,531	117,868	148,166	207,768
+ Non Core Assets	14,557	11,863	20,681	38,015	25,923	34,536	32,879	29,409	14,215	26,242
- Provisiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total value	-22,613	532,888	2,251,573	1,196,165	1,046,000	925,469	1,537,365	872,107	1,668,561	2,620,135
Acciones sin Autocartera (miles)	42,182	42,386	42,634	42,778	42,882	42,930	43,042	43,396	43,562	43,698
Target Price	-1	13	53	28	24	22	36	20	38	60
Precio Cotización	4	13	14	17	16	18	20	30	39	46
Upside	-112%	-5%	268%	64%	55%	18%	78%	-33%	-2%	29%
<b>MÚLTIPLOS</b>										
BPA	(0.06)	0.82	3.43	1.80	1.49	1.25	2.04	1.11	2.31	3.64
PER	(73.03)	16.19	4.19	9.44	10.61	14.67	9.84	27.05	16.93	12.73
EV/Revenue	0.52	1.04	0.63	0.80	0.67	0.74	0.61	0.92	1.08	1.15
EV/EBITDA	9.83	7.79	2.30	4.92	4.55	6.10	5.70	12.68	8.47	6.58
EV/EBIT	54.61	10.66	2.56	6.12	5.96	8.35	7.68	13.58	10.63	7.72

Sin embargo, como se ha comentado a lo largo del trabajo, la rentabilidad del negocio de Cal-Maine Foods está muy condicionado por el comportamiento de los precios de la docena y el coste del pienso. Durante los últimos años, ese diferencial se ha incrementado debido a dos factores, por un lado, el descenso del precio del maíz y la harina de soja (materias primas para el pienso) y por otro el control de la capacidad instalada en el sector que ha permitido equilibrar oferta y demanda con consecuencias positivas para la evolución del precio de la docena.

### Valoración por beneficio normalizado

Los supuestos utilizados para la valoración han sido los siguientes:

- La demanda se incrementa por aumento de la población 1% y del consumo per capita 1%. La normalización considera la evolución de ambas variables a un plazo de cuatro años respecto a 2015 (esto se ha realizado para equiparar la normalización a la perpetuidad calculada en la valoración por descuento de flujos).
- La empresa es capaz de mantener su cuota de mercado del 23%.
- El precio desciende desde los niveles de 2015 para alcanzar en cuatro años el diferencial promedio de los últimos 10 respecto del coste del pienso (esto supone un descenso del precio de aproximadamente un 20% respecto al nivel de 2015).
- El coste del pienso se proyecta a los mismos niveles de 2015 ya que los precios de las materias primas están en niveles promedio de los últimos 30 años. Es complicado predecir el comportamiento futuro de las materias primas. El precio del maíz lleva estable varios meses. El precio de la harina de soja muestra una tendencia decreciente en los últimos meses.
- El resto de los costes de la empresa son estables, por lo que no se proyectan variaciones significativas en los gastos operativos (excluido el coste de ventas) y la amortización. Tampoco se modifican los resultados financieros y extraordinarios ya que en los últimos 10 años no han sido “representativos”.

- El tipo impositivo se establece en 35% (promedio últimos años).
- La depreciación se proyecta de acuerdo al promedio de últimos 10 años, es decir, 3,12%. El CAPEX se iguala a la depreciación ya que no se considera en la valoración las posibles adquisiciones que la empresa pueda realizar.

El beneficio normalizado asciende a 76,6 millones de USD. Esto es un -52% respecto del año 2015. Con esto se puede apreciar la sensibilidad del negocio de Cal-Maine Foods a las variaciones en el diferencial del precio de venta de los huevos y el coste del pienso.

Al beneficio normalizado se le aplica un múltiplo 15X (por tener un ROCE elevado, del 15%), se le añade la caja neta (207,7 MM\$) y 26,2 MM\$ de activos no core, quedando un valor de Equity de 1.383 MM\$. Al dividir por el número de acciones, se obtiene un precio objetivo de 31,6 USD que frente a la cotización de mediados de marzo de 2016 supone un downside del 39%.

Cuadro 36

	<b>NORM</b>
<b>ROCE</b>	
EBIT	100.641
TAX	35%
NOPAT	65.416
Net Fixed Assets ex GW	395.972
Working Capital Requirements	43.392
Capital empleado	439.364
ROCE	15%
<b>BENEFICIO NORMALIZADO</b>	
EBITDA	142.987
Capex mantenimiento	42.346
Resultado financiero	-515
Puesta en equivalencia	9.550
Impuestos	32.062
Minoritarios	1.027
Beneficio normalizado	76.587
<b>TARGET PRICE</b>	
Media Historica S&P500	15
+ Beneficio Auto Norm. x 15	1.148.800
+/- Deuda/Caja Neta	207.768
+ Non Core Assets	26.242
- Provisiones	0
Total value	1.382.810
Acciones sin Autocartera (miles)	43.698
<b>Target Price</b>	<b>32</b>
Precio Cotización	52
Upside	-39%
<b>MÚLTIPLOS</b>	
BPA	1,75
PER	18,06
EV/Revenue	0,87
EV/EBITDA	8,22
EV/EBIT	11,68

### Valoración por descuento de flujo de caja libre del ciclo

Respecto a la valoración del flujo de caja libre, se han proyectado el siguiente comportamiento de las variables clave:

- Demanda: crecimiento de población del 1% y del consumo per capita del 1%
- Cuota de mercado de Cal-Maine Foods: mantenimiento al no incorporar en la valoración posibles nuevas adquisiciones.
- Precio: descenso progresivo hasta alcanzar diferencial con el coste del pienso equivalente al promedio de últimos 10 años.
- Coste del pienso: mismos niveles que en 2015 (promedio últimos 30 años)
- Resto de costes de ventas, gastos operativos y depreciación: valores respecto a ventas a mismo promedio de últimos 10 años.
- Tipo impositivo: 35% para primeros tres años y 40% (tipo impositivo nominal) para perpetuidad.

Cuadro 37

	2015	2016	2017	2018 Perpetuidad	
Mercado (millones docenas)	4.622	4.715	4.810	4.907	5.005
Población millones (estimada)	211	213	215	217	219
Consumo huevos per capita	263	266	268	271	274
Consumo docenas per capita	22	22	22	23	23
Crecimiento del mercado		2%	2%	2%	2%
Ventas (millones USD)	1.520	1.483	1.443	1.401	1.357
Cuota de mercado (%)	23%	23%	23%	23%	23%
Unidades vendidas (millones docenas)	1.063	1.084	1.106	1.129	1.151
Precio (USD)	1,43	1,37	1,30	1,24	1,18
Descenso del precio %		0,06	0,06	0,06	
Crecimiento de ventas		-2%	-3%	-3%	-3%
Coste de las ventas	1.151	1.143	1.135	1.126	1.116
Coste feed por docena (USD)	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Coste feed total (USD)	467	476	486	495	505
Resto coste por docena (USD)	0,64	0,62	0,59	0,56	0,53
Resto coste de ventas (USD)	684	667	649	631	611

Cuadro 38

	2015	2016	2017	2018 Perpetuidad	
Ventas	1.520	1.483	1.443	1.401	1.357
Coste de ventas	1.151	1.143	1.135	1.126	1.116
Margen bruto	369	339	308	275	241
Coste operativos	110	107	104	101	98
EBITDA	260	232	204	174	143
Depreciación	47	46	45	44	42
EBIT	212	186	159	130	101
Resultados financieros	1	1	1	1	1
Beneficio antes impuestos	212	185	158	130	100
Impuestos	74	65	55	45	40
Beneficio neto	138	121	103	84	60

Respecto al WACC, el dato obtenido es 7,4%, a partir de los siguientes datos:

- % deuda financiera: 6,7%
- % Equity: 93,3%
- Kd (coste de la deuda después de impuestos): 3,0%
- Tasa impositiva: 34%
- Ke (rentabilidad exigida por el accionista): 7,7%, obtenido a partir de los siguientes datos, inversión libre de riesgo (bono americano a 10 años) 3%, rentabilidad exigida a la inversión 8% y beta del 0,95<sup>11</sup>.

El valor actual de la empresa alcanza los 993 MM\$ a los que sumados la deuda (caja) neta de 207 MM\$ hace un valor del equity de 1.201 MM\$, y un precio objetivo de 27,5 \$/acción (downside del 47%).

Cuadro 39

Periodos	0	1	2	3 Perpetuidad	
WACC		7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Crecimiento					1%
Factor		0,93	0,87	0,81	12,59
FCF		106	89	71	60
+ NOPAT		121	103	85	60
- Variación capital trabajo		15	14	14	
- CAPEX		46	45	44	
+ Depreciación		46	45	44	
Valor presente FCF		99	77	57	760
Valor empresa (millones)		993			
Deuda (caja) neta (millones)		208			
Valor Equity (millones)		1.201			
Número de acciones (millones)		44			
Precio objetivo (USD)		27,5			
Upside (%)		-47%			
Múltiplos					
Cotización (USD)	51,5				
Market Cap (millones)	2.250				
FCF Yield %		5%	4%	3%	3%
P/E		18,7	21,9	26,7	37,5
EV/EBITDA		8,8	10,0	11,7	14,3

Combinando la valoración del beneficio normalizado y el descuento de flujo de caja libre, obtenemos un rango de valoración de entre 28-31 \$/acción. Esta valoración está lejos de la cotización de Cal-Maine Foods (aproximadamente 50 \$ en

<sup>11</sup> Promedio de los datos encontrados en Morninstar, Google Finance y Yahoo Finance.

marzo de 2016). Los múltiplos resultantes muestran que Cal-Maine Foods está cotizando “cara”. Lo que me lleva a plantearme tres preguntas:

- ¿Cómo está cotizando la compañía respecto a sus comparables? ¿Y con respecto a sus múltiplos históricos? ¿Está sobrevalorada o infravalorada?
- ¿Qué flujo de caja libre debería generar la empresa para justificar su valoración actual? ¿Es razonable ese FCF?
- ¿Está el mercado valorando que Cal-Maine Foods va a continuar su estrategia de adquisiciones seguida hasta la fecha? ¿Cuál sería el valor actual de la empresa en ese caso?

A continuación, se intenta dar respuesta a dichas preguntas:

### ¿Cómo está cotizando la compañía respecto a sus comparables? ¿Y con respecto a sus múltiplos históricos? ¿Está sobrevalorada o infravalorada?

Cal-Maine Foods es la única empresa de producción y comercialización de huevos de gallina que cotiza en la bolsa americana. Ninguno de sus competidores cotiza, por lo que no se puede realizar una comparativa respecto a ellos. Para realizar esta valoración se ha utilizado las empresas comparables determinadas por Morningstar y Google Finance. A continuación, se muestran los resultados de ambos grupos comparables.

Según los datos de Morningstar, las empresas consideradas y los múltiplos usados para comparar han sido los siguientes:

Cuadro 40

Comparadores 1											
Datos a 20 de marzo de 2016											
Fuente: Morningstar Rating											
	Market Cap	Income	P/S	P/B	P/E	Dividend Yield%	5-Yr Rev CAGR%	Med Oper. Margin%	Interest Coverage	D/E	
	Mil	Mil									
Cal-Maine Foods Inc	2,6	349,0	1,3	2,9	7,3	4,6	11,6	8,9	107,6	0,00	
Nestle SA (USD,CHF)	234,1	14,3	2,5	3,7	15,8	3,1	-1,8	14,2	20,7	0,20	
Nestle SA (USD,CHF)	233,8	14,3	2,5	3,7	15,8	3,1	-1,8	14,2	20,7	0,20	
The Kraft Heinz Co (USD)	93,9	634,0	3,3	1,6	—	2,9	0,6	14,6	1,8	0,40	
Danone SA (USD,EUR)	42,6	1,3	1,7	3,1	29,9	—	5,7	10,2	8	0,60	
Danone SA (USD,EUR)	42,3	1,3	1,7	3	29,6	2,4	5,7	10,2	8	0,60	
Associated British Foods Pl	39,8	564,0	2,1	4,4	48,7	1	6,9	8,1	15,2	0,10	
General Mills Inc (USD)	36,7	1,5	2,2	7,6	25,5	2,8	3,8	16	6,4	1,50	
Associated British Foods Pl	36,2	564,0	1,9	4	44,2	1,1	6,9	8,1	15,2	0,10	
Kellogg Co (USD)	26,7	614,0	2	12,5	44,2	2,6	1,8	10,8	4,4	2,50	
Hormel Foods Corp (USD)	23,2	749,0	2,6	5,6	31,6	1,2	5,1	9,3	81,6	0,10	
Campbell Soup Co (USD)	19,9	680,0	2,5	13	29,5	1,9	1	14,4	10,2	1,70	
ConAgra Foods Inc (USD)	18,8	-1,7	1,2	5,5	—	2,3	5,7	6,2	-0,5	1,90	
Kerry Group PLC (USD,EU)	16,5	523,0	2,5	5,8	28	0,5	5	9	13,6	0,60	
Kerry Group PLC (USD,EU)	15,8	523,0	2,4	5,6	26,6	0,6	5	9	13,6	0,60	
Mead Johnson Nutrition Co	15,5	653,0	4,1	—	25,4	2	5,3	22,4	12,7	—	
JM Smucker Co (USD)	15,4	407,0	2	2,1	36,8	2,1	4,3	15,4	7,6	0,70	
Ajinomoto Co Inc (USD,JPY)	14,9	96,4	1,4	2,4	19	0,9	-3	6,5	37,9	0,30	
Ajinomoto Co Inc (USD,JPY)	14,5	96,4	1,4	2,3	18,4	0,9	-3	6,5	37,9	0,30	
Grupo Bimbo SAB de CV (U	14,0	4,7	1,2	4,2	52,2	—	10	6	2,9	1,00	
Saputo Inc (USD,CAD)	12,3	615,0	1,5	3,8	26,4	1	12,9	10,2	16,7	0,30	
JBS SA (USD,BRL)	12,1	4,6	0,3	1,5	8,7	1,3	24,4	1,9	3,3	1,60	
McCormick & Co Inc (USD)	12,0	402,0	2,8	7,2	33,5	1,7	5,2	14,2	10,3	0,60	
McCormick & Co Inc (USD)	12,0	402,0	2,8	7,2	33,4	1,7	5,2	14,2	10,3	0,60	
BRF SA (USD,BRL)	11,8	2,7	1,5	3,1	17,7	2,1	12,8	6,8	4	0,90	
Meiji Holdings Co Ltd (USD)	11,5	53,1	1,1	3,1	24,4	0,6	1	2,7	44,6	0,20	
Industry Average	7,1	21,7	1,9	3,8	42,6	2,1	17,1	—	50,8	0,70	

Los tres parámetros utilizados de esta tabla para determinar el valor de Cal-Maine Foods en función de comparables son tres:

- P/S: promedio 1,9
- P/B: promedio 3,7
- P/E: promedio 44,6 (claramente este múltiplo no está en niveles lógicos)

Aplicando esto comparables, la acción de Cal-Maine Foods debería estar cotizando entre 59 y 68 \$/acción. No se considera el múltiplo P/E ya que claramente está distorsionado.

Cuadro 41

	Parámetro	Market Cap	Acciones	PO	Cotización	Upside
Sales	1.576.128	2.994.643	43.698	68,5	51,5	33%
Book value	704.562	2.677.336	43.698	61,3	51,5	19%
Earnings	161.254	6.869.420	43.698	157,2	51,5	205%

Datos en miles salvo PO y cotización

Según los datos de Google Finance, las empresas consideradas y los múltiplos usados para comparar han sido los siguientes:

Cuadro 42

Comparadores 2							
Fuente: Google Finance							
Datos a marzo de 2016							
	Net profit margin	Gross margin	EBITD margin	Operating margin	P/E ratio	Price-to-book ratio	Price-to-sales ratio
Cal-Maine Foods Inc	10.30	25.11	17.48	14.93	7.31	3.60	1.61
Industrias Bachoc...	8.43	20.35	12.78	11.01	11.55	1.65	1.00
Sanderson Farms, ...	7.70	17.52	14.65	11.99	12.62	1.96	0.72
AVANGARDCO INVEST...							
Pilgrim's Pride C...	7.90	15.33	14.79	12.77	10.10	5.07	0.78
Fresh Del Monte P...	1.64	8.44	5.69	2.24	36.29	1.31	0.54
ASTRAL FOODS LTD							
Yasheng Group	13.73	14.21	14.90	13.63	0.51	0.03	0.07
MHP S.A. GDR EACH...							
Boulder Brands Inc	24.63	37.00	11.84	22.45	0.00	2.81	1.32
Wal-Mart Stores, ...	3.13	25.13	6.96	5.00	14.67	2.69	0.45
					12.25	2.22	0.70

La segunda valoración por múltiplos comparables corresponde a los datos obtenidos de Google Finance, según estos, los múltiplos a aplicar son:

- P/S: promedio 0,7
- P/B: promedio 2,2
- P/E: promedio 12,3

Aplicando esto comparables, la acción de Cal-Maine Foods debería estar cotizando entre 25 y 45 \$/acción.

Cuadro 43

Parámetro	Market Cap	Acciones	PO	Cotización	Upside
Sales	1.576.128	1.098.786	43.698	25,1	51,5 -51%
Book value	704.562	1.562.115	43.698	35,7	51,5 -31%
Earnings	161.254	1.975.131	43.698	45,2	51,5 -12%

Datos en miles salvo PO y cotización

Es complicado obtener una conclusión clara mirando por múltiplos comparables, ya que según los datos de Morningstar parecería que Cal-Maine Foods está infravalorado, mientras que con los datos de Google Finance parecería que la empresa está sobre valorada.

Respecto a los múltiplos a los que ha estado cotizando la empresa, los múltiplos en 2015 eran muy superiores al promedio de los últimos 10 años. El múltiplo que presenta mayor diferencia es el EV/Revenue. Uno de los motivos de esta diferencia es que la empresa ha pasado de tener deuda neta (65 MM\$ en 2006) a caja neta (207 MM\$). Mientras que el múltiplo que presenta menor diferencia es el EV/EBIT con 10,2, algo elevado si consideramos que un buen precio para una empresa que crece al 8-10% debería ser x7 EV/EBIT.

Otro indicador que llama la atención es el PE tan bajo que se obtiene como promedio de los últimos 10 años. Podría haber dos factores que expliquen este bajo nivel. El primero es que Cal-Maine Foods puede ser una empresa que no tenga mucho seguimiento por parte de analistas y que el mercado no demande mucho sus acciones. Otro motivo es que la empresa opera en un negocio cíclico y por tanto el ratio PE puede estar distorsionado en aquellos años con resultados negativos.

Cuadro 44

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media	Gap
PE Ratio(ttm)	0.0	8.6	4.9	7.3	11.4	11.8	9.5	21.3	15.4	17.0	10.7	59%
Price to Book	1.4	2.0	2.7	1.7	1.9	1.6	1.7	2.0	2.7	3.9	2.2	81%
EV-to-Revenue	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	1.0	1.6	0.8	106%
EV-to-EBITDA	8.5	4.4	3.0	3.9	4.7	4.6	3.6	8.2	7.2	8.8	5.7	55%
EV-to-EBIT	35.7	5.9	3.1	4.8	6.0	6.1	4.3	11.8	8.8	10.2	9.7	6%

### ¿Qué flujo de caja libre debería generar la empresa para justificar su valoración actual? ¿Es razonable ese FCF?

Me ha parecido interesante hacer un análisis inverso respecto del flujo de caja libre que debería estar generando Cal-Maine Foods que estuviera recogido en la cotización actual de la empresa. Para ello hay que establecer como variable fija que el valor de la acción equivalga a la cotización (upside 0%). En base a esta hipótesis, Cal-Maine Foods debería estar generando un FCF de 134 MM\$ al año.

Si revisamos el FCF que la empresa ha generado en los últimos 10 años, sólo en 2015 la empresa pudo estar cerca de ese nivel de FCF. No obstante, hay que considerar que la estrategia de adquisiciones que ha seguido la empresa, reduce el FCF en algunos años. Si consideramos el NOPAT generado por la empresa y le añadimos la depreciación, Cal-Maine Foods

obtuvo 172 MM\$ en 2008, 136 MM\$ en 2014 y 195 MM\$ en 2015. Durante estos años, el diferencial de precios de los huevos y el coste del pienso ha sido mayor.

Cuadro 45

DFC para cotización actual					
Periodos	0	1	2	3	Perpetuidad
WACC		7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Crecimiento					1%
Factor		0,9	0,9	0,8	12,6
FCF		134.428	134.428	134.428	134.428
+ NOPAT		134.428	134.428	134.428	134.428
- Variación capital trabajo		0	0	0	0
- CAPEX		0	0	0	0
+ Depreciación		0	0	0	0
Valor presente FCF		125.155	116.521	108.483	1.692.521
Valor empresa	2.042.679				
Deuda (caja) neta	-207.768				
Valor Equity	2.250.447				
Número de acciones	43.698				
Precio objetivo	51,5				
Upside	0%				

**¿Está el mercado valorando que Cal-Maine Foods va a continuar su estrategia de adquisiciones seguida hasta la fecha?**  
**¿Cuál sería el valor actual de la empresa en ese caso?**

Uno de los motivos por los cuales el mercado está reconociendo un valor de Cal-Maine Foods por encima de su beneficio normalizado y DCF puede ser que se apueste por que la empresa continúe su estrategia de adquisiciones. No cabe duda de que la empresa ha indicado que así quiere hacerlo, y además cuenta con efectivo para abordar adquisiciones sin tener que recurrir a deuda y/o ampliaciones de capital.

Sin embargo, considero que desde un punto de vista value no se debe incorporar en la valoración ya que 1) no sabemos cuándo la empresa podría hacer las adquisiciones, 2) si pagará un precio adecuado por dichas adquisiciones y 3) si los órganos reguladores facilitarán dichas adquisiciones.

No obstante, he realizado las siguientes suposiciones para hacer una valoración de Cal-Maine Foods en caso que continuara su estrategia de crecimiento:

- Las ventas crecen un 14% anual de acuerdo al histórico de los últimos 10 años.
- El NOPAT, variación de NOF, CAPEX y depreciaciones se comportan proporcionalmente a las ventas de acuerdo al promedio observado en los últimos 10 años, con el objetivo de considerar el desempeño de la empresa en base al ciclo. De tal forma que:
  - o NOPAT: 7% de las ventas
  - o Variación de NOF: 1% de las ventas, salvo en perpetuidad que no se considera.
  - o CAPEX: 5% de las ventas, salvo en perpetuidad que se iguala a la depreciación.
  - o Depreciación: 3% de las ventas.
- No se ha incluido la caja neta al considerar que esta se consumiría en realizar las adquisiciones.

Cuadro 46

DFC con adquisiciones					
Periodos	0	1	2	3	Perpetuidad
WACC		7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Crecimiento					1%
Factor		0,9	0,9	0,8	12,6
FCF		76.437	87.138	99.338	184.676
+ NOPAT		124.651	142.102	161.996	184.676
- Variación capital trabajo		15.993	18.232	20.784	
- CAPEX		88.248	100.603	114.687	83.007
+ Depreciación		56.027	63.871	72.813	83.007
Valor presente FCF		71.164	75.531	80.165	2.325.168
Valor empresa	2.552.028				
Deuda (caja) neta	0				
Valor Equity	2.552.028				
Número de acciones	43.698				
Precio objetivo	58,4				
Upside	13%				

En base a estas premisas, la valoración de las acciones de la compañía se sitúa en 58 \$/acción con un upside del 13% respecto de la cotización actual. Por tanto, el mercado podría estar descontando que Cal-Maine Foods va a continuar con su estrategia de crecimiento y al mismo ritmo que lo ha hecho durante los últimos 10 años.



**Recomendación**

Cal-Maine Foods es muy buena empresa. Lidera el mercado donde opera gracias a que su management ha seguido una estrategia exitosa de crecimiento basada en adquirir empresas competidoras, desarrollar relaciones a largo plazo con sus clientes, buscar la eficiencia de sus operaciones, desarrollar el segmento de specialty eggs, ... Además, cuenta con una situación financiera muy sólida ya que el nivel de endeudamiento es muy bajo respecto a su equity y cuenta con caja neta para continuar su estrategia de adquisiciones, retribuir al accionista y reducir su bajo nivel de endeudamiento.

Esa calidad y buena gestión se ha traducido en que la empresa ha obtenido beneficios de manera recurrente durante los últimos 10 años. Sin embargo, los beneficios han sido volátiles debido al comportamiento del precio de los huevos (condicionado en parte por la capacidad instalada) y el coste del pienso (condicionado por el precio del maíz y la harina de soja). Estos son drivers que no domina la empresa y cuyo comportamiento es cíclico. Actualmente su diferencial se encuentra en máximos de últimos 10 años (salvo 2008). El precio de los huevos se está aproximando al precio del pollo (producto sustitutivo) y la capacidad de producción del sector se está recuperando (tras la gripe aviar de mediados de 2015). Por tanto, es posible que el precio no aumente, sino que al contrario disminuya. El precio de las materias primas con las que se hace el pienso está en promedio de últimos 30 años, y aunque puede tener una cierta tendencia descendente, no es posible saber su comportamiento futuro.

Combinando la valoración del beneficio normalizado y el descuento de flujo de caja libre, obtenemos un rango de valoración de entre 28-31 \$/acción. Esta valoración está lejos de la cotización de Cal-Maine Foods (aproximadamente 50 \$ en marzo de 2016). Es posible que el mercado esté valorando que la empresa continuará realizando adquisiciones y mejorando sus FCF. Considero que este factor no debe formar parte de la valoración de Cal-Maine Foods y que por tanto (al no haber margen de seguridad ni perspectivas claras de evolución del EBIT) no se debe invertir en el valor. No obstante, si en los próximos años se dan oportunidades (principalmente en la parte baja del ciclo), puede ser un buen valor en el que invertir.

---

## 8. Anexos

### a. Cuenta de resultados

Datos en miles de USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>										
Ventas	477,555	598,128	915,939	928,812	910,143	941,981	1,113,116	1,288,104	1,440,907	1,576,128
(-) Coste de las ventas	415,338	479,504	617,383	724,085	715,499	757,050	911,334	1,073,555	1,138,143	1,180,407
(+/-) Variaciones de existencias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Aprovisionamiento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Margen bruto	62,217	118,624	298,556	204,727	194,644	184,931	201,782	214,549	302,764	395,721
Gastos operativos	37,133	38,918	49,599	53,695	60,255	70,694	82,378	120,783	119,509	119,678
(-) Ventas, general y administración	37,133	38,918	49,599	53,695	60,255	70,694	82,378	92,783	119,509	119,678
(-) Gastos de personal	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Research and Development	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Reestructuración y M&A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Otros gastos operativos	0	0	0	0	0	0	0	28,000	0	0
(+) Otros ingresos de explotación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Trabajos realizados para el activo (ge	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	25,084	79,706	248,957	151,032	134,389	114,237	119,404	93,766	183,255	276,043
(-) Amortización/Depreciación	20,569	21,476	25,320	29,558	31,785	30,754	30,752	34,173	37,203	40,708
EBIT	4,515	58,230	223,637	121,474	102,604	83,483	88,652	59,593	146,052	235,335
(+) Resultado financiero	(6,866)	(5,875)	(4,094)	(5,042)	(6,728)	(8,670)	(3,758)	(3,906)	(2,656)	(515)
(+) Ingresos financieros	1,083	1,112	3,618	2,054	888	834	1,289	582	1,099	1,798
(-) Gastos financieros	7,949	6,987	7,712	7,096	7,616	6,856	5,047	4,488	3,755	2,313
(+/-) Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+/-) Deterioro y enajenación de inst. fin.	0	0	0	0	0	(2,648)	0	0	0	0
(+/-) Resultado entidades valor método p	(757)	1,699	6,324	2,612	3,507	9,530	52,445	17,780	9,651	9,550
(+/-) Resultados extraordinarios	1,465	1,921	5,699	2,290	4,110	7,328	1,738	2,101	8,795	2,179
Beneficio antes impuestos	(1,643)	55,975	231,566	121,334	103,493	91,671	139,077	75,568	161,842	246,549
(-) Impuestos	(465)	19,605	79,530	41,510	37,961	33,403	49,110	24,807	52,035	84,268
Beneficio neto (operaciones continuadas	(1,178)	36,370	152,036	79,824	65,532	58,268	89,967	50,761	109,807	162,281
(+/-) Resultado operaciones interrumpidas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Resultado atribuido a los intereses mi	(165)	(286)	175	324	(2,291)	(2,571)	232	338	600	1,027
Beneficio neto para accionistas	(1,013)	36,656	151,861	79,500	67,823	60,839	89,735	50,423	109,207	161,254

**b. Balance**

Datos en miles de USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>BALANCE</b>										
<b>Activo</b>	<b>317,118</b>	<b>364,568</b>	<b>501,236</b>	<b>582,845</b>	<b>631,284</b>	<b>640,843</b>	<b>726,316</b>	<b>745,627</b>	<b>811,661</b>	<b>928,653</b>
Activo corriente	133,994	164,208	278,440	292,904	355,868	374,183	464,532	435,294	452,179	527,807
Caja y equivalentes	13,295	15,032	94,858	66,883	99,453	57,679	97,128	24,984	14,521	8,667
Inversiones temporales	25,000	39,500	40,754	48,315	99,602	118,750	163,623	157,904	194,738	249,961
Deudores comerciales y otras a cobrar	26,132	38,180	47,930	44,628	43,587	62,790	62,768	82,586	87,516	101,977
Clientes por ventas y otras a cobrar	24,955	38,180	47,930	44,628	43,587	62,790	62,768	82,586	87,516	101,977
Activos por impuestos corrientes	1,177	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventario	57,843	62,208	76,766	97,535	93,968	110,021	117,158	147,993	146,117	146,260
Gastos anticipados	3,408	1,390	4,711	17,474	1,550	5,801	1,525	1,414	2,501	2,099
Otros activos corrientes	8,316	7,898	13,421	18,069	17,708	19,142	22,330	20,413	6,786	18,843
Activos no corrientes	183,124	200,360	222,796	289,941	275,416	266,660	261,784	310,333	359,482	400,846
Prop. planta y equipamientos (neto)	176,275	193,590	206,493	249,958	234,111	224,887	222,615	266,008	314,935	358,790
Propiedades, planta y equipamientos (br)	390,709	429,500	467,723	540,746	556,684	578,214	606,694	684,260	770,390	854,953
Amortización acumulada	214,434	235,910	261,230	290,788	322,573	353,327	384,079	418,252	455,455	496,163
Inversiones financieras largo plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondo de comercio	4,016	4,195	13,452	22,455	22,117	22,117	22,117	24,417	29,196	29,196
Activos intangibles	0	0	302	15,056	12,523	10,063	8,028	12,326	10,423	7,560
Impuestos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prepago beneficio de pensiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos a largo plazo	2,833	2,575	2,549	2,472	6,665	9,593	9,024	7,582	4,928	5,300
<b>Pasivo y Equity</b>	<b>317,118</b>	<b>364,568</b>	<b>501,236</b>	<b>582,845</b>	<b>631,284</b>	<b>640,843</b>	<b>726,316</b>	<b>745,627</b>	<b>811,661</b>	<b>928,653</b>
Pasivo corriente	64,878	75,758	102,715	103,686	117,974	107,482	140,656	130,195	121,101	131,937
Deuda a corto	11,902	13,442	11,470	13,806	29,974	11,743	11,458	10,373	10,216	10,065
Cuentas por pagar/Proveedores	24,190	27,978	35,691	40,327	37,479	50,122	55,227	47,234	38,974	44,709
Impuestos diferido pasivo corriente	11,450	11,830	12,935	19,635	19,980	23,770	37,566	20,354	33,434	35,679
Gastos pendiente	10,452	17,073	32,261	21,518	30,541	21,847	36,405	24,234	38,477	41,484
Provisiones corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos corrientes	6,884	5,435	10,358	8,400	0	0	0	28,000	0	0
Pasivos no corrientes	132,465	133,071	122,841	147,108	136,354	114,484	106,332	97,388	95,815	92,154
Deuda a largo plazo	92,010	99,410	85,680	115,983	104,699	76,418	64,762	54,647	50,877	40,795
Impuestos diferidos pasivo no corriente	18,925	19,750	21,756	26,635	28,356	34,720	38,405	38,419	40,502	45,614
Intereses minoritarios	919	1,894	1,687	958	0	0	0	0	0	0
Subvenciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisiones no corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos no corrientes	20,611	12,017	13,718	3,532	3,299	3,346	3,165	4,322	4,436	5,745
<b>Equity</b>	<b>119,775</b>	<b>155,739</b>	<b>275,680</b>	<b>332,051</b>	<b>376,956</b>	<b>418,877</b>	<b>479,328</b>	<b>518,044</b>	<b>594,745</b>	<b>704,562</b>
Capital	28,700	29,043	29,697	32,098	32,699	33,419	33,651	39,052	40,476	43,304
Prima emisión	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas retenidas	112,183	147,667	267,616	320,623	365,821	406,361	466,164	498,711	572,874	679,969
Autocartera	(21,483)	(21,346)	(21,156)	(21,045)	(20,966)	(20,929)	(20,843)	(20,572)	(20,453)	(20,482)
Resultados no realizados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ajustes por cambio de valor	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritarios	0	0	(852)	0	(973)	(29)	203	312	912	998
Total equity u otros	375	375	375	375	375	55	153	541	936	773

**c. Estado de flujo de fondos**

Datos en miles de USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>CASH FLOWS DE ESTADOS FINANCIEROS</b>										
Cash flows from operating activities	20,931	59,724	158,416	111,282	116,668	62,310	98,058	57,538	123,920	195,330
Cash flows from investing activities	22,866	49,271	31,335	122,494	61,551	30,605	27,049	88,338	99,383	141,632
Cash flows from financing activities	4,991	8,716	47,255	16,763	22,547	73,479	31,560	41,344	35,000	59,552
Decrease in cash and cash equivalents	(6,926)	1,737	79,826	(27,975)	32,570	(41,774)	39,449	(72,144)	(10,463)	(5,854)
Cash and cash equivalents at beginning of year	20,221	13,295	15,032	94,858	66,883	99,453	57,679	97,128	24,984	14,521
Cash and cash equivalents at end of year	13,295	15,032	94,858	66,883	99,453	57,679	97,128	24,984	14,521	8,667

**d. Ratios**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>LIQUIDEZ</b>										
Current ratio	2.1	2.2	2.7	2.8	3.0	3.5	3.3	3.3	3.7	4.0
Quick ratio	1.1	1.3	1.9	1.7	2.2	2.4	2.5	2.2	2.5	2.9
Cash position ratio	0.6	0.7	1.3	1.1	1.7	1.6	1.9	1.4	1.7	2.0
<b>ENDEUDAMIENTO</b>										
Deuda										
Deuda sobre AC	1.5	1.3	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
Deuda sobre Activo	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Deuda sobre Equity	1.6	1.3	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Cobertura de deuda	43.7	3.6	1.0	2.1	2.5	2.7	2.8	3.8	1.5	1.0
Deuda financiera										
Deuda financiera	103,912	112,852	97,150	129,789	134,673	88,161	76,220	65,020	61,093	50,860
Deuda financiera sobre AC	0.8	0.7	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Deuda financiera sobre Activo	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Deuda financiera sobre Equity	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Cobertura de deuda	23.0	1.9	0.4	1.1	1.3	1.1	0.9	1.1	0.4	0.2
Cobertura de intereses	0.4	5.4	19.0	11.3	8.5	7.7	11.4	8.9	26.4	67.0
<b>EFICIENCIA</b>										
Rotación de inventario	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Días de inventario	51	47	45	49	48	53	47	50	47	45
Rotación de clientes	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Días de cobro	19	23	19	18	17	24	21	23	22	24
Rotación de activo	1.5	1.6	1.8	1.6	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	1.7
<b>MARGENES</b>										
Margen bruto	13%	20%	33%	22%	21%	20%	18%	17%	21%	25%
Margen operativo	1%	10%	24%	13%	11%	9%	8%	5%	10%	15%
Margen neto	0%	6%	17%	9%	7%	6%	8%	4%	8%	10%
<b>RENTABILIDAD/EVA</b>										
ROE	-1%	24%	55%	24%	18%	15%	19%	10%	18%	23%
RD (Return on Debt)	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	1%
RD (Return on Finance Debt)	8%	6%	8%	5%	6%	8%	7%	7%	6%	5%
<b>NOPAT</b>	3,237	37,835	146,830	79,916	64,969	53,064	57,348	40,030	99,094	154,900
EBIT	4,515	58,230	223,637	121,474	102,604	83,483	88,652	59,593	146,052	235,335
Tax	28%	35%	34%	34%	37%	36%	35%	33%	32%	34%
Capital Empleado	167,738	199,895	204,772	287,130	264,534	273,956	239,801	346,350	403,168	441,356
WCR	(8,537)	6,305	(2,023)	22,116	17,900	39,006	9,158	68,016	77,810	75,006
Net Fixed Assets ex GW	176,275	193,590	206,795	265,014	246,634	234,950	230,643	278,334	325,358	366,350
ROCE	2%	19%	72%	28%	25%	19%	24%	12%	25%	35%
<b>EVA</b>	(6,356)	26,403	135,119	63,495	49,840	37,396	43,633	20,222	76,036	129,658
Capital	167,738	199,895	204,772	287,130	264,534	273,956	239,801	346,350	403,168	441,356
ROIC	2%	19%	72%	28%	25%	19%	24%	12%	25%	35%
WACC	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

**e. Detalle de adquisiciones**

La compañía ha mantenido desde hace muchos años una estrategia basada en crecimiento vía adquisiciones. Esta parece una estrategia adecuada si tenemos en cuenta que 1) la industria crece poco (1-2% al año) al estar correlacionada con el crecimiento de la población, 2) el producto es un commodity y por tanto resulta muy complejo hacer una diferenciación, y 3) es necesario ganar tamaño para mejorar la eficiencia por economías de escala y mantener la capacidad de negociación frente a los clientes.

La idea de este anexo es analizar las adquisiciones realizadas por la compañía en los últimos años y valorar si dichas adquisiciones han aportado valor.

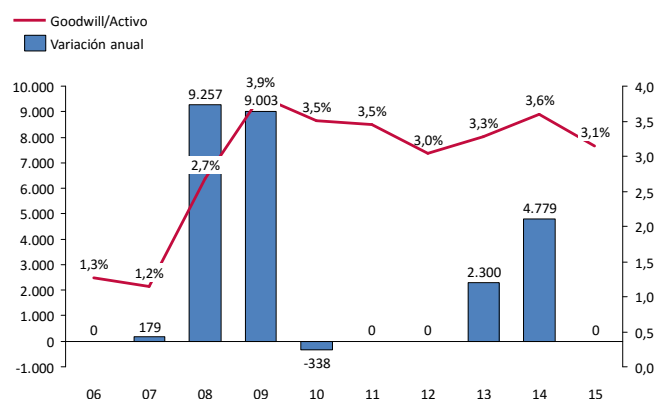
En primer lugar, me parece interesante analizar cómo se ha comportado la partida de Goodwill, tanto en la variación anual de la partida del balance como de su peso sobre el total de activo. Respecto al primer punto se aprecia que la compañía ha incrementado el Goodwill en cuatro momentos principales (años 2008, 2009, 2013 y 2014). Respecto al segundo punto, se puede observar que la partida de Goodwill se ha mantenido desde el año 2009 por debajo del 4% del total de activo.

Durante los años señalados, la empresa llevó a cabo las siguientes adquisiciones:

- Incremento en 2008. Cal-Maine ya poseía el 76% de la empresa Hillandale, LLC y debía adquirir el 24% restante. El incremento del Goodwill del año 2008 corresponde al mayor valor esperado (respecto del valor en libros) de los activos que se iban a adquirir debido a un incremento de los beneficios.
- Incremento en 2009. Corresponde a tres conceptos: 1) revisión del precio de compra de Hillandale, LLC, 2) adquisición de Zephyr Egg, LLC y 3) adquisición de Tampa Farms, LLC. En el caso de Zephyr Egg el Goodwill representaba un 6,3% del precio pagado, y en el caso de Tampa Farms un 7,5%.
- Incremento en 2013. Corresponde a la adquisición de Maxim Production Co. En este caso, el Goodwill representaba un 3,5% del precio pagado.
- Incremento en 2014. Corresponde a la adquisición de una Joint Venture al 50% con Delta Egg.

Estas adquisiciones han permitido que la compañía incremente su producción en un 49% en los últimos 10 años, pasando de 537 millones de docenas producidas en 2006 a 798,8 en 2015. Los mayores incrementos se producen en 2009 (incorporación de Hillandale). Entre 2010 y 2015 la producción crece a un ritmo del 5% anual.

**Cuadro 47. Evolución del Goodwill. Variación interanual en millones de USD y % s/ total Activo. Fuente: Cal Maine y elaboración propia**



El ROCE durante los últimos años parece que no se ha visto afectado por la política de adquisiciones de la compañía, manteniéndose en un promedio del 26% anual. Dado que el ROCE calculado no considera en el capital la partida de Goodwill, he realizado un análisis incorporando esta partida. El resultado ha sido que el ROCE (incluido Goodwill) ha sido en promedio un 24%, sólo dos puntos por debajo del ROCE sin Goodwill. Considero que esto es una señal de que las adquisiciones de la compañía se han realizado de manera adecuada y sin deteriorar la calidad de los resultados.

**FIN DEL DOCUMENTO**