

Valoración económica de Agro Comercial Safratec Chile Ltda., y comparación de los métodos de valoración, Flujo de Caja Descontado (FCD) y Múltiplos Relativos (MR) (Agosto de 2016)

Castro Suarez Fernando Alberto¹, Sora Barreto Juan Carlos² y Rodriguez Anacona Luis Alberto³

Resumen— A través de las metodologías Flujo de Caja Descontado (FCD), y Múltiplos Relativos (MR), se determinó el valor actual de Agro comercial Safratec Chile Limitada, haciendo un comparativo entre estas metodologías. Para ello, fue importante primero realizar un estudio del entorno macroeconómico de Chile y luego efectuar un diagnóstico financiero y estratégico de Safratec, con el fin obtener criterios para poder determinar los flujos de caja futuros y realizar la respectiva valoración de la empresa.

Además, se plantea un instrumento derivado (forwards) que cubra a Agro comercial Safratec Chile Limitada, ante posibles variaciones en la tasa de cambio (TRM).

Palabras clave— Agro comercial Safratec Chile Limitada., Flujo de Caja Descontado, WACC (Costo de capital promedio ponderado), WACC, Valor Presente Ajustado, Diagnóstico Financiero y Estratégico, forwards, Valor de la empresa, Costo del patrimonio, Costo de la deuda.

Abstract—Through Discounted Cash Flow methodology (FCD) and multiples relative (MR), the current value of commercial Agro Safratec Chile Ltda was determined by making a comparison between these methodologies. To do this, it was important to first conduct a study of the macroeconomic environment of Chile and then make a financial and strategic diagnosis of Safratec, to obtain criteria to determine future cash flows and make the respective valuation of the company. In addition, a derivative (forwards) instrument covering commercial Agro Safratec Chile Ltda arises. to possible variations in the exchange rate (TRM)

Key Words — Agro Business Safratec Chile Limitada, DCF, WACC (weighted average cost of capital), WACC, Adjusted Present Value, Financial and Strategic Diagnostics, forwards, value of the company, cost of equity, cost of debt.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es efectuar un análisis y comparación de los métodos de valoración Flujo de caja descontado (FCD), y Múltiplos relativos (MR), aplicados a la empresa “Agro comercial Safratec Chile Ltda.”, una vez elaborado el diagnóstico financiero y estratégico y proyección

de sus estados financieros. Así mismo, se propone un instrumento de cobertura que sea apropiado y satisfaga las necesidades de dicha empresa en cuanto a cobertura por las variaciones del mercado.

Posteriormente, aplicados y evaluados los dos métodos de valoración anteriormente mencionados, se encuentra el valor actual de la empresa en el mercado, calculado así el 30% de patrimonio que solicita el inversionista, adicionalmente se analizará la estructura corporativa planteando así los cambios que podrían mejorarla junto con la estrategia que se recomendará.

En primer lugar se realizará la consulta bibliográfica sobre los fundamentos teóricos de los métodos de valoración Flujo de caja descontado (FCD), y Múltiplos relativos (MR), con el fin de obtener la información necesaria para el estudio y aplicación del caso.

Ahora bien, teniendo en cuenta los medios de financiación de la empresa y por consiguiente el riesgo de tasa interés y tasa de cambio (USD/CLP) a los que está expuesto, se plantea un instrumento de cobertura que sea el más pertinente y mitigue alguno o algunos de estos riesgos.

Utilizando las metodologías de valoración mencionadas (FCD y MR) se calcula y compara el valor de la empresa y al mismo tiempo se explican las diferencias en los resultados obtenidos.

Por último, se exponen las conclusiones con respecto al valor de la compañía, las estrategias y recomendaciones que generen oportunidades de crecimiento y posibles estrategias de cobertura frente a riesgos asociados con la forma de operatividad, administración y liderazgo del negocio.

2. MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL

A continuación las referencias teóricas y conceptuales que fueron utilizadas en el transcurso del desarrollo del proyecto.

2.1. MÉTODO GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS

Los distintos métodos para el descuento de flujos futuros parten de la siguiente expresión (Fernández, 2008):

¹ Especialista en Administración y gerencia financiera Univesidad piloto de Colombia.

² Especialista en Administración y gerencia financiera Univesidad piloto de Colombia.

³ Especialista en Administración y gerencia financiera Universidad piloto de Colombia.

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Dónde:

CF_i = Flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i .
 VR_n = Valor residual de la empresa en el año n .
 K = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos. (Costo de Capital).

Un procedimiento simplificado cuando tenemos un gran número o indefinidos flujos futuros a partir de un año (n) es hacer el supuesto de una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese periodo, y así, obtener el valor residual en el año (n) aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = VF_n(1+g)/(k-g)$$

2.2. MÉTODO PARA EL CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL

Se realiza la descripción y aplicabilidad del método de valoración WACC y usados en el cálculo del costo de capital.

a) WACC - Costo de capital

Es la rentabilidad mínima que deben producir los activos de una empresa, refiriéndose al costo de oportunidad que supone la posesión de estos activos. El costo de capital se calcula teniendo en cuenta el costo promedio de la deuda financiera a largo plazo y el patrimonio. (León García, 2003)

El costo promedio ponderado de capital o WACC, es una tasa a la cual se descuentan los flujos de caja futuros, así como el valor de continuidad traídos a valor presente, siendo el costo que tiene la empresa por poseer activos.

Se calcula como el costo promedio ponderado de las distintas fuentes de financiación, utilizadas para financiar sus activos, midiendo el promedio ponderado de los costos de las fuentes, como aproximación a la tasa de interés del costo de oportunidad o rentabilidad mínima requerida por un inversionista. (León García, 2003)

El costo de capital tiene en cuenta el costo de las distintas fuentes de financiación (Endeudamiento financiero, patrimonio, proveedores), para el cálculo del WACC se halla una tasa promedio ponderado de las deudas financieras de la compañía, teniendo en cuenta el monto de cada uno de los créditos, al encontrar la tasa efectiva del costo para cada crédito, debe haberse descontado el escudo fiscal de acuerdo al que se estipule a cada empresa, ya que se conviene a las empresas descontarle un 35% de los gastos financieros, para el pago de impuestos. (León García, 1999).

El valor del costo de capital ponderado tiene en cuenta el costo del patrimonio, el costo de la deuda, estructura de capital y valor actual de la empresa, para calcularlo se utiliza la fórmula:

$$WACC = \left(\frac{E Ke + D Kd * (1 - Tx)}{E + D} \right)$$

Dónde:

E = Valor del Patrimonio
 D = Valor de la Deuda
 Ke = Costo Patrimonio
 Kd = Costo de la Deuda
 Tx = Tasa de Impuestos

Joel Dean en 1951, planteó que el costo de capital promedio ponderado (Weighted average cost of capital) de la empresa en la evaluación de inversiones, “no depende sólo del costo de la deuda ni del costo de capital propio; depende también de la cantidad que se utiliza en de cada tipo de capital” (Forneo, 2007), consideró el costo de las fuentes de acuerdo a las políticas financieras en especial el costo de capital propio, y planteó que el costo de capital para las decisiones de inversión es el “Costo promedio de los fondos”, Joel es una de las bases de la teoría de la administración financiera (Financial Management).

2.3. MÉTODOS DE VALORACIÓN

Se hace una descripción teórica y matemática de los métodos (FCD y MR), utilizados en la valoración del proyecto.

a) Método de Flujo de Caja Descontado

El flujo de Caja Descontado (FCD), es un método de valoración y es el flujo de caja que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa, como lo son los acreedores y socios, a los primeros se les atienden con los servicios a la deuda (Capital + Intereses), y a los propietarios con la suma restante, con la cual se toman decisiones, como la determinación de la cantidad a repartir como son los dividendos. (León García, Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 1999)

El flujo de caja de una empresa tiene tres destinos:

- Reposición de capital de trabajo y activos fijos.
- Atención del servicio de deuda.
- Reparto de utilidades.

Para la operación de una empresa no es requisito que este endeudada, con capital propio los propietarios pueden financiarla. El valor percibido de una empresa se basa en el flujo de caja, mientras mayor sea el Flujo de Caja Descontado que una empresa genere, mayor será el valor percibido, existiendo una mayor relación entre el valor de la empresa y su FCD, por lo tanto, el valor de una empresa es igual al valor presente de su Flujo de Caja Descontado.

Ventas

- costo de ventas

- Gastos Generales

= Utilidad Operacional Bruta

- Amortización

= Utilidad antes de impuestos e Intereses

- Impuestos

= Utilidad Neta

+ Amortización

- Inversión en activos fijos

- Inversión en necesidades operativas de fondos

= Flujo de caja descontado (FCD)

Es el Flujo de efectivo realmente disponible para la distribución a proveedores, cuando la empresa ha realizado inversiones, en propiedades planta y equipo y capital de trabajo, necesario para continuar con la actividad que desarrolla una compañía.

Flujo de caja descontado = (Utilidad neta⁴ + ajustes no monetarios⁵ - inversión bruta en capital de trabajo⁶)

Por lo tanto, representa el dinero en efectivo disponible, para atender el pago de intereses, pago de deudas, adquisición de nuevas inversiones, recompra de acciones, etc. Se puede utilizar el FCD en determinar si se cuenta con el efectivo disponible para el cumplimiento de obligaciones futuras de la deuda. Se considera que las cifras del Flujo de Caja descontado (FCD) no son tan propensas a manipulaciones, ya que no hay un desequilibrio entre el flujo de efectivo y las ganancias.

El valor de las operaciones es el valor presente de todos los flujos futuros libres, el método de flujo de caja descontado, en sociedades que realicen pronósticos entre 3 a 5 años "Periodo de planificación", se calculan a perpetuidad con la tasa de crecimiento prevista y el coste promedio ponderado de capital.

Beneficios de utilizar el Flujo de Caja Descontado:

1. El uso del FCD sería más apropiado en la valoración de las empresas que puedan incurrir en pérdidas en valoración, pero que pueden generar flujos de efectivo futuros, a través de estrategias que permitan mayor generación de valor, por ejemplo aumento en términos de clientes, mejoramiento de infraestructura entre otros.
2. El uso del método de Flujo de Caja Descontado es más confiable y eficaz en la interpretación de factores como: "Factores de crecimiento, riesgo y rentabilidad."

Si el Flujo de caja es positivo, significa que la compañía está generando suficiente dinero para satisfacer las necesidades estratégicas, el excedente puede ser usado para recompra de acciones, pago de un dividendo o nuevas adquisiciones. Si la empresa tiene una deuda pendiente de pago, puede usar esos fondos para hacer pagos de la deuda o en su efecto cancelar la deuda. Cuando el flujo de caja es negativo significa que la empresa es incapaz de cumplir sus obligaciones y no cuenta con el efectivo suficiente para las necesidades de operación, en algunos casos para compensar la falta de efectivo la empresa debe usar recursos de deuda o financiamiento de capital, estos casos pueden darse cuando los gastos de capital aumentan en apoyo al crecimiento de ventas.

El FCD disponible refleja el hecho de que las empresas deben equilibrar la totalidad de sus prioridades estratégicas: el gasto de capital, dividendos, y el servicio de la deuda. Debido a que es el flujo de caja después de que la empresa ha financiado sus necesidades prioritarias en materia de efectivo, Flujo de Caja Descontado es la mejor medida del desarrollo sostenible flujo de efectivo disponible para pagar la deuda.

Algunos analistas se refieren a Flujo de Caja Descontado (FCD), como la base para medir la capacidad de una empresa para satisfacer las continuas necesidades de capital, otros analistas argumentan que el FCD debería representar el dinero disponible después de cumplir todos los compromisos actuales, es decir, los pagos necesarios para continuar las operaciones realizadas (incluyendo dividendos, pago de la deuda actual, y la reinversión de capital regularmente para mantener las actividades actuales de operación). (Mills, La Biblia & Mason, 2002)

Según el autor Mann y Sicherman (1991) examinan el papel de la propensión de los gerentes, y como se da el mal uso del Flujo de Caja Descontado, en la explicación de la reacción negativa de los precios y encontrar pruebas que apoyen la hipótesis de Flujo de Caja Descontado (FCD).

Pilote (1992) y Denis (1994) encuentran que las oportunidades de crecimiento tienen un impacto positivo en la reacción negativa de los precios. Pero Brous y Kini (1992) no lo hacen, estos autores concluyen que sus hallazgos son consistentes con la hipótesis de sobrevaloración, pero no la hipótesis de FCD, mediante el uso de tres medidas de crecimiento para examinar la solidez de la función de las oportunidades de crecimiento en la reacción de precio de las acciones.

b) Método de Múltiplos Relativos

El método de Múltiplos Relativos se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de este con el valor de las otras empresas de similares características que cotizan en bolsa. Se trata de identificar varias compañías cotizadas y comparables a las que queremos valorar, y calcular posteriormente algunos ratios muestren la relación entre el

⁴ Explotación después de impuestos

⁵ Figuran en el Estado de resultados de efectivos (Depreciación)

⁶ La inversión bruta / aumento de los activos fijos de operación y capital de trabajo.

valor de cada una de esas empresas y alguna medida de su resultado financiero.

Este ratio o múltiplo es luego aplicado a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa

El método de los múltiplos relativos básicamente consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor del mercado de otras compañías comparables, a continuación se muestra un ejemplo sencillo de valoración por múltiplos PER el cual es uno de los más utilizados para determinar el valor de las empresas que no cotizan en bolsa y en el caso que si coticen en la bolsa identifica si el mercado está sobrevalorado;

Empresas Comparables				Empresa Objetivo	
	PPA	BPA	PER		
Empresa A	100	5	20	Beneficio	7
Empresa B	320	17	18,8	PER	18,8 - 23,3
Empresa C	280	12	23,3		
Rango			18,8 - 23,3	Valor de la empresa	131,7 - 163,3

Fuente; Autor

Donde;

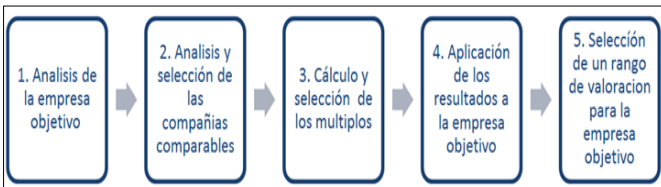
PPA = Precio por acción (cotización).

BPA= Beneficio por acción.

PER = Precio por acción / beneficios por acción (Price to Earnings Ratio).

Metodología

Para hallar el valor de la empresa objetivo es necesario seguir los siguientes pasos;



Fuente; autor

1. Análisis de la empresa objetivo

Para llevar a cabo este paso, es necesario analizar los siguientes aspectos de la empresa objetivo;

- Actividad que desarrolla la compañía
- Nacionalidad
- Historial de la compañía
- Características del sector (Proveedores, clientes, competidores, marco legal, y posicionamiento dentro del mercado objetivo).
- Países y mercados en los que opera
- Estructura de la organización.
- Análisis del Mercado.
- Análisis de los estados financieros
- Evaluación de la dirección

- Estructurada de propiedad (Accionario)
- Políticas de la empresa (estratégico, financiero etc.)
- Participaciones en otras empresas, alianzas estratégicas etc.

2. Análisis y selección de las compañías comparables

La selección de las compañías comparables es, sin duda alguna, uno de los aspectos clave de esta metodología. Todo estudio posterior puede verse distorsionado o carecer de sentido si no se seleccionan las empresas más adecuadas.

Factores importantes para la selección de las compañías comparables;

- Deben ser compañías cotizadas en bolsa
- Deben realizar la misma actividad que la empresa objetivo
- Deben tener un mismo negocio o producto
- Ser de un mismo país
- Tener un tamaño similar
- Tener las mismas perspectivas de crecimiento
- Tener una rentabilidad similar.

Es importante destacar que nunca podremos hallar empresas que cumplan todos y cada uno de los anteriores aspectos, en la práctica suele ser necesario tener que ampliar el significado de varios criterios para poder determinar un número significativo de empresas en el análisis.

3. Cálculo y selección de múltiplos

A continuación se define cada concepto de los componentes de los múltiplos más relevantes;

Multiplo	Concepto
Beneficio Neto	Beneficio neto o beneficio despues de impuestos
BPA	Beneficio neto por acción
BAIT (EBIT)	Beneficio antes de intereses e impuestos
BAAIT (EBITDA)	Beneficio antes de amortización , intereses e impuestos
Valor en libros	Capital social (valor nominal) + reservas (excluye acciones preferentes) (BV =Book Value)
Valor del capital	Capitalización bursátil
Valor de la empresa	Capitalización bursátil + acciones preferentes + deuda neta + intereses minoritarios (FV = Firm Value)
Deuda Neta	Deuda a CP + deuda a LP + leasing financiero – caja – activos líquidos
Recursos Permanentes	Deuda neta + intereses minoritarios + pasivo a LP + capital social + reservas + acciones preferentes
DPA	Dividendo por acción

Fuente; autor

Los ratios más usados son los siguientes:

a) **PER = Capitalización bursátil/beneficio neto o PPA/BPA.**

Es quizás el ratio más importante, pues es al que los inversores y el mercado en general prestan mayor atención. Aplicando este ratio obtenemos el valor del capital de la empresa. Para estimar el valor de toda la empresa se ha de sumar el valor de la deuda

neta. Es importante tener en cuenta que el resultado obtenido por el PER se verá influido por el nivel de apalancamiento.

Así, por ejemplo, si la empresa objetivo tiene menos deuda que sus comparables, obtendremos un menor valor del capital, por lo que podríamos considerar añadir una prima al valor obtenido a través del PER. Esta prima se justifica porque la empresa objetivo tendría un menor riesgo, una menor tasa de descuento y, por consiguiente, un mayor valor.

El múltiplo debe aplicarse a bases de beneficios comparables (se ha de tener en cuenta la política de amortización, capitalización de gastos, etc.). Si la compañía obtiene ingresos procedentes de otras fuentes distintas a su actividad, como pueden ser retornos de otras inversiones, etc., éstos deben excluirse del cálculo del PER.

Ventajas:

- Este es uno de los ratios más usados por los inversores.
- Facilidad de obtener estimaciones de PER futuros dado que el BPA es una de las proyecciones más comúnmente estudiadas por los analistas financieros.

Desventajas:

- Los resultados del PER pueden estar distorsionados debido a las diferentes políticas contables entre países.
- Ratio muy sensible en empresas cíclicas.
- Posibilidad de obtener resultados distorsionados debidos al nivel de apalancamiento de las empresas analizadas.

b) PER relativo = PER de la empresa/PER del país

Ventajas:

- Adecuado para comparar empresas de distintos países.

Desventajas:

- Puede quedar distorsionado por los diferentes ciclos económicos en los distintos países.
- El PER de algunos países puede estar excesivamente influido por algunos sectores/empresas dominantes.

c) VE/BAIT = Valor de la empresa /beneficio antes de intereses e impuestos

Ventajas:

Al contrario que el PER, con éste se puede ignorar el grado de apalancamiento al calcular el múltiplo del BAIT, ya que su resultado no se verá distorsionado.

Desventajas:

- Al igual que en el caso anterior, se han de tener en cuenta los diferentes principios de contabilidad que las

diferentes compañías puedan aplicar para calcular el BAIT.

- Se considera que el ratio VE/BAAIT da mejores resultados.

d) VE/BAAIT = valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos

Ventajas:

- Los resultados obtenidos de este ratio se consideran buenos para aplicar a empresas cíclicas.
- Ratio empleado para comparar empresas de diferentes países.
- Al igual que el ratio anterior, es independiente del grado de apalancamiento.

e) VE/cash flow operativo = valor de la empresa/cash flow operativo

Ventajas:

- Múltiplo frecuentemente usado para evitar las diferencias en políticas contables que pueden afectar a los resultados (por ejemplo, amortización, etc.).
- Este múltiplo puede no ser adecuado en empresas de alto crecimiento, ya que puede ser muy pequeño o incluso negativo.
- Muy usado por los analistas financieros.
- Buen ratio para empresas cíclicas.

Desventajas:

Al contrario que con el PER, los analistas financieros no suelen estimar el cash flow futuros.

f) Precio/valor en libros (Price/Book Valué = capitalización bursátil/fondos propios, o cotización/valor contable por acción

Ventajas:

- Ratio muy útil para analizar empresas muy intensivas en capital.

Desventajas:

- Falta de acuerdo para identificar algunos pasivos que ciertas compañías consideran como recursos propios y otras como recursos ajenos.

g) VE/ventas = valor de la empresa/ventas

Ventajas:

- Útil para empresas con márgenes similares.

Desventajas:

- Si la rentabilidad de las empresas comparables es muy variable, el ratio es inadecuado.

h) Dividend Yield = DPA/precio**Ventajas:**

- Útil para empresas en sectores maduros.

Desventajas:

- Empresas de un mismo sector pueden tener políticas de dividendos muy dispares.

Para hallar los múltiplos a aplicar a la empresa objetivo se utiliza algunas veces la media o la mediana del total de empresas comparables de las que se dispone información, lo cual no es del todo aconsejable. Resulta más adecuado seleccionar las dos, tres o cuatro compañías más comparables, y tomar el rango final de múltiplos solamente de entre ellas.

Por tanto, es mejor pensar siempre en términos de rangos y no de medias, medianas o números exactos.

c) Calculo de Flujos

Para calcular los flujos futuros se debe determinar un horizonte de proyección de los flujos de caja y para ello se establecen dos periodos:

1. **Periodo relevante**, también conocido como periodo expícito, es el lapso para el cual el flujo de caja libre puede ser calculado de manera que las diferentes cifras que lo conforman sean explicables y defendibles” (*León García, 2003*). Es decir, se tiene en cuenta el escenario macroeconómico y el plan de desarrollo de la empresa.

2. **Periodo de perpetuidad**, una vez realizada la proyección de los años que conforman el periodo relevante se enfrenta el problema de determinar el valor de los FCD subsiguiente. La práctica de la valoración de empresas acepta la aplicación de un supuesto fundamental que consiste en asumir que los flujos de caja descontados continúan creciendo a un ritmo constante a perpetuidad. Significa que al finalizar el periodo relevante se proyecta un año más que sería el primero de perpetuidad y sirve de base para establecer los subsiguientes FCD de acuerdo con la expectativa de crecimiento. (*León García, 2003*).

- Derivación de la tasa de crecimiento Constante Flujos a Perpetuidad (Growth) $Growth = ROC + \text{tasa de reinversión}$

Dónde:

$$ROC = \frac{ebit(1-tx)t}{(capital) t-1}$$

Capital= Deuda + Patrimonio

$$\text{Tasa de reinversión} = 1 - \frac{\text{Dividendos}}{(\text{Utilidad neta})_{t-1}} = 1 - \text{pay out ratio}$$

Una empresa no puede crecer en el LP a una tasa significativamente mayor a la de la economía en que opera. La tasa de reinversión es un elemento determinante para el crecimiento de la empresa. “los beneficios de la empresa pueden asignarse ya sea como dividendos a sus accionistas o reinvertirse en oportunidades disponibles dentro de la empresa” (Hax & Majluf, 2004).

d) Modelo General (Valor empresa)

El valor presente de los FLD proyectados se denomina “valor de las operaciones”, calculándose así:

$$\begin{aligned} & \text{Valor Presente de los FCD del periodo relevante} \\ & + \text{Valor Presente del Valor de Continuidad (VC)} \\ \hline & = \text{Valor de LAS OPERACIONES} \end{aligned}$$

Por ende, el valor de las operaciones se entenderá “el valor de la empresa como negocio en marcha, independientemente de que tenga o no, deudas”

La parte del valor de la empresa que corresponde a los FCD del periodo relevante se llama “Valor de las Operaciones Corrientes”, mientras que la parte que corresponde a la perpetuidad se llama “Valor del Crecimiento Futuro”.

Por ende, para determinar el valor del patrimonio de los propietarios se debe restar al Valor de las Operaciones el valor presente de los pasivos, sin incluir los correspondientes a proveedores de bienes y servicios cuyo efecto ya ha sido recogido en el incremento del Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) en la proyección del FCD.

$$\begin{aligned} & \text{Valor Presente de los FCD del periodo relevante} \\ & + \text{Valor Presente del Valor de Continuidad (VC)} \\ \hline & = \text{Valor de LAS OPERACIONES} \\ & - \text{Valor Presente de los Pasivos} \\ \hline & = \text{Valor del PATRIMONIO} \end{aligned}$$

Cuando la empresa tenga activos no operativos (bienes raíces, inversiones temporales o excedentes de caja por encima de los mínimos requeridos para operar y la participación en la propiedad de otras empresas)¹⁵, estos se deben tener en cuenta en el cálculo del valor del patrimonio.

$$\begin{aligned} & \text{Valor Presente de los FCL del periodo relevante} \\ & + \text{Valor Presente del Valor de Continuidad (VC)} \\ \hline & = \text{Valor de LAS OPERACIONES} \\ & + \text{Activos No Operativos} \\ & - \text{Valor Presente de los Pasivos} \\ \hline & = \text{Valor del PATRIMONIO} \end{aligned}$$

2.4. INDICADORES DE DIAGNOSTICO FINANCIERO

En este segmento se describe la definición de los indicadores usados dentro del diagnóstico financiero, tenidos en cuenta a lo largo del proyecto.

a) EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)

El ebitda significa utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado. “Es la utilidad operativa que se obtiene antes de descontar las depreciaciones y amortizaciones de gastos pagados por anticipado, y es conocido también como ‘Utilidad Operativa de Caja’” (León García, Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 2009).

El Ebitda, hace referencia a la caja o capital disponible, la cual nos permite atender:

1. Pago de impuestos.
2. Atención del Servicio a la Deuda (Intereses y abono a capital).
3. Realizar nuevas inversiones en capital de trabajo.
4. Realizar nuevas inversiones en reposición de activos fijos
5. Repartición de utilidades a los accionistas.

$$\begin{array}{l} \text{Ebitda} \\ \underline{\underline{- Depreciaciones y amortizaciones}} \\ = \text{Utilidad operativa} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Utilidad operativa} \\ \underline{\underline{+ Depreciaciones y amortizaciones}} \\ = \text{Ebitda} \end{array}$$

Los ingresos operativos menos los costos y gastos operativos en efectivo, es igual a EBITDA, y si se descuentan las depreciaciones y amortizaciones da como resultado la utilidad operativa (UAI).

Según (León García, Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones, 2009), el ebitda “Podría definirse como la diferencia entre los ingresos (o ventas) y los costos y gastos que implican desembolso de efectivo”.

Una disminución del EBITDA, no debe considerarse un evento destructor de valor, teniendo en cuenta que si este evento se presentó por la entrada en operación de proyectos de crecimiento, donde el Margen Ebitda, es menor al que la empresa ha mantenido en sus años de operación, tienen implícito un VPN positivo.

b) Margen EBITDA (Indicador de eficiencia operacional)

El margen ebitda indica que ingresos se convierte en caja para atender impuestos, inversiones, servicio a la deuda y dividendos”. También es conocido como “Margen de Caja”.

Es el porcentaje de los ingresos obtenidos, y muestra que por cada peso de ingreso se convierte en caja bruta con el propósito de atender los compromisos de pago de impuestos, atención a la deuda, capital de trabajo, activos fijos y reparto de utilidades.

$$\begin{array}{l} \text{Ebitda} \\ \underline{\underline{/ Ingresos}} \\ = \text{Margen Ebitda} \end{array}$$

Mientras más grande sea el Margen, mayor es la posibilidad de crecimiento de la empresa, con lo cual las posibilidades de generación de valor aumentan, si las inversiones en crecimiento son mayores al costo de capital, el Margen Ebitda sería inductor de Valor.

Para determinar si una disminución del Margen Ebitda es una eventual destrucción de valor, se puede utilizar la siguiente fórmula:

$$Po = FCD_1 / (Ck - g)$$

FCL_1 = Flujo de caja libre del primer periodo

Ck = Costo de Capital

g = Crecimiento a perpetuidad

Pero si se da una disminución en el Margen Ebitda se da como consecuencia porque el EBITDA crece a una menor proporción que las ventas, además de que le Ebitda es la diferencia entre las ventas y los costos y gastos en efectivo, estaría reflejando que los costos y gastos crecieron en mayor proporción al crecimiento que presentaron las ventas.

En la medida que las ventas crecen más que los costos y gastos en efectivo, se daría un aumento en el Margen Ebitda, y esto incrementaría el valor de la empresa, con esto a este indicador se le da el carácter de inductor operativo.

c) Productividad del capital de trabajo (PKT)

Es un inductor operativo con el cual se puede determinar como una empresa está aprovechando los recursos comprometidos en capital de trabajo en la generación de valor agregado para los propietarios.

$$PKT = \text{Ventas} / ktno$$

La productividad del PKT refleja los centavos que por cada peso de ventas debe mantenerse en Capital de Trabajo”.

El indicador PKT da una idea de que tan eficientemente se han utilizado los recursos de KT con el propósito de generar valor, este indicador (PKT) sirve para determinar requerimientos futuros de capital de trabajo, con un incremento en las ventas.

Así mismo los requerimientos de *KTNO* proyectados para un año en particular, deben ser reservados de las utilidades del año anterior.

El indicador de *PKT* recoge en un solo indicador, las rotaciones de cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar.

Entre más capital de trabajo haya que mantener por cada peso de ventas, mayor será la presión en el flujo de caja, debido a que crece la demanda de recursos en apoyo al crecimiento.
ROE (*Return on equity*)

d) Rentabilidad del patrimonio (ROE)

Indica en términos porcentuales cuanto representa la utilidad neta en función del patrimonio de la compañía, de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{ROE} = \text{Utilidad neta} / \text{Patrimonio}$$

Es la rentabilidad de los fondos propios, es el ingreso neto de una empresa dividido por la cantidad total de acciones comunes, una de las maneras más fáciles para medir si una empresa es generadora de dinero en efectivo es a través de la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), siendo una fuerte medida para saber si la creación de valor para los accionistas es efectiva.

El ROE es un indicador que puede ser comparado con el costo de oportunidad de los accionistas, teniendo en cuenta el costo de endeudamiento, además es un indicador utilizado con el cual se mide el éxito alcanzado por una empresa y cuantificar el capital generado. (Amat, 2002)

e) Rentabilidad del activo (ROA)

También es conocido como rentabilidad de la inversión (ROC - Return of capital) y se calcula como un porcentaje usando la siguiente fórmula

$$\text{ROA} = \text{Utilidad neta} / \text{Activos}$$

La rentabilidad del activo nos da una medida del beneficio del negocio en relación al monto total del capital invertido, entonces en realidad mide que tan eficiente es el negocio utilizando su activo para producir beneficios. Por lo tanto desde el punto de vista del inversionista, un alto ROA significa una inversión más atractiva. (Kinsky, 2007)

2.5. DERIVADO

De acuerdo a la pérdida por diferencia en el cambio respecto CLP/USD y al constante incremento de los insumos tipo importación que afectan directamente al consumidor final, es necesario que se realice un contrato forward y así evitar pérdidas económicas.

2.5.1 FORWARDS

Los contratos forwards son un tipo de contrato de derivado, que se utiliza comúnmente para cubrir los riesgos de mercado, y eventualmente podrían ser atractivos para inversionistas

dispuestos a asumir riesgos a cambio de una probable ganancia, donde una parte se compromete a comprar y la otra a vender, en una fecha futura, un monto o cantidad acordado del activo que subyace al contrato, a un precio que se fija en el presente

Uno de los objetivos para contratar un forward es proteger al activo que subyace al contrato de una depreciación o una apreciación si fuese un pasivo, los activos que subyacen a un contrato forward pueden ser cualquier activo relevante cuyo precio fluctúe en el tiempo.

La finalidad de los contratos forwards es que las partes comprometidas con el contrato, que están expuestas a riesgos opuestos, puedan mitigar el riesgo de fluctuación del precio del activo, y de esta forma estabilizar sus flujos de cajas.

El forwards está dirigido especialmente a personas y empresas que buscan anticiparse y cubrirse de riesgos financieros que puedan ocurrir en el futuro, para no ser afectados por situaciones desfavorables.

A inversionistas dispuestos a asumir ciertos riesgos a cambio de una probable ganancia, y que estén en condiciones de hacer frente a eventuales pérdidas financieras importantes.

Son especialmente útiles para aquellas personas naturales o jurídicas que deben hacer pagos o cobros futuros en dólares u otra moneda extranjera.

Los activos que subyacen a un contrato forward pueden ser cualquier activo relevante cuyo precio fluctúe en el tiempo. Para contratar un forward, esta Superintendencia recomienda al interesado dirigirse a un intermediario de valores registrado en la SVS (ver el Registro de Corredores de Bolsa y el de Agentes de Valores), y consultar sobre los requisitos que debe cumplir.

Las partes que suscriben el contrato pueden modificar de mutuo acuerdo la fecha de vencimiento, el precio previamente pactado, la modalidad de entrega, el monto involucrado y la parte vendedora o compradora.

Si decide suscribir un contrato forward, debe considerar al menos los siguientes elementos:

- ✓ No se requiere de una inversión inicial, pero podrían solicitarle garantías.
- ✓ Los contratos deben adaptarse a sus necesidades.
- ✓ Evalúe si está dispuesto a asumir los eventuales riesgos.
- ✓ Los contratos forward deben contener como mínimo la siguiente información:

- ✓ Monto mínimo que se contrata.
- ✓ Fecha de suscripción.
- ✓ Período de vigencia del contrato.
- ✓ Moneda, tasa de interés o instrumento de renta fija, subyacente, sobre los que se hará el contrato.
- ✓ Fechas de vigencia del contrato.
- ✓ Entrega de garantías.
- ✓ Procedimiento de devolución de la garantía.
- ✓ Modalidad de entrega o liquidación.
- ✓ Plazos involucrados en la liquidación.
- ✓ Posibilidad de anticipar el proceso de liquidación.
- ✓ Precio referencial de mercado.
- ✓ Los contratos pueden estar expresados en moneda nacional (peso chileno), en moneda extranjera o en UF.
- ✓ Las partes que suscriben el contrato pueden modificar de mutuo acuerdo la fecha de vencimiento, el precio previamente pactado, la modalidad de entrega, el monto involucrado y la parte vendedora o compradora.
- ✓ La liquidación del contrato puede efectuarse en común acuerdo de las partes, en forma anticipada o a su vencimiento.
- ✓ Existen dos modalidades de liquidación:
- ✓ Entrega física: al vencimiento del contrato se produce el intercambio físico por montos equivalentes de los activos subyacentes, de acuerdo con el precio forward que pactaron las partes.
- ✓ Compensación: consiste en una compensación por la diferencia producida entre el precio pactado y el precio referencial de mercado estipulado en el contrato. Ésta es la de más común uso en Chile.
- ✓ Montos involucrados
- ✓ El monto de un contrato forward es variable, ya que dependerá de las necesidades de las partes.

Un forward se puede contratar entre dos empresas bancarias o entre una empresa bancaria y un tercero, o entre alguno de ellos y una entidad extranjera, también se puede contratar con corredores de bolsa y agentes de valores.

Si contrata a través de corredores de bolsa o agentes de valores, es necesario comprobar que dichas entidades se encuentren inscritas y vigentes en los entes reguladores que vigilen el mercado bursátil

El plazo desde la suscripción de un contrato hasta su vencimiento es variable, dependiendo de lo que acuerden las partes, así como eventuales garantías destinadas a cautelar su cumplimiento.

3. EVALUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE SAFRATEC LTDA.

La presente evaluación económico-financiera consiste en el diagnóstico y valoración de la compañía Agro comercial Safratec Chile Limitada., iniciando por una descripción general de la compañía y del sector, seguida de un análisis económico financiero de su desempeño y perspectivas futuras, así como, las proyecciones financieras teniendo en cuenta su comportamiento en los últimos 5 años, para luego calcular el valor de la empresa.

De acuerdo a estos resultados, se exponen las conclusiones y recomendaciones derivadas de este análisis, además, se plantea un instrumento de cobertura para mitigar el riesgo asociado con el desarrollo de su actividad económica, evaluando cómo su implementación puede beneficiar a la empresa.

Agro Comercial Safratec Chile Limitada

Es una empresa Pyme con domicilio en la ciudad de Santiago de Chile y con presencia en varias regiones del sur del país, y con inicio de operaciones en el año 2004 en el sector agro-industrial, en base a una primera línea de negocios representada por la importación y comercialización de aditivos y suplementos naturales para alimentación animal de origen europeo.

Estos aditivos y suplementos alimenticios permiten optimizar la producción de las diferentes líneas de comercialización animal para los clientes de la empresa, entre los que se cuentan, empresas del sector avícola, lechero, productores de cerdo, entre otros.

Los productos comercializados desde su creación permitieron a Safratec un gran crecimiento en sus primeros años de vida, razón por la que en el año 2007 la empresa crea la división de Equipos para sistemas productivos, la que se especializa en el diseño e instalación de equipos de alimentación automatizados, de mayor tecnología incorporada, la que se utiliza con gran éxito en el sector de los productores de leche ubicados en el Sur de Chile, en la Décima Región del país, específicamente en el radio comprendido entre las ciudades de Osorno hasta Puerto Montt.

Años más tarde, y en base al éxito mostrado por la línea de negocio de diseño e instalación de equipos de alimentación automatizados, la empresa crea la división de Transporte de Alimentos e ingredientes a Granel. Con esta línea de negocio, Safratec apunta a proveer no sólo el sistema automático de alimentación, sino que además el servicio de transporte de ingredientes que son utilizados por los productores lecheros de la zona sur del país, donde se ha demostrado que al alimentar a los animales mediante sistemas automatizados se incrementa significativamente la productividad de cada vaca lechera.

La estructura de la compañía se encuentra conformada por dos socios (Fernando Varas y Michel Ithurbisquy), los cuales cada uno cuenta con el 50% de participación en la sociedad.

Juntos socios son los que administran y comercializan la empresa, con el apoyo de un gerente financiero (Orlando Urrea) quien maneja contablemente la compañía y que gracias a su gestión se cuenta con la suficiente información financiera para la toma de decisiones, así mismo cuentan con personal de ventas, operativo y de administración para las líneas de negocio de transporte y sistemas automatizados que desarrollan en otras ciudades.

Safatec posee hoy día cuatro líneas de negocio que le otorgan una amplia diversificación en la comercialización de productos de agro-industria, en la tecnificación de sistemas de producción de alimentación animal y en el área de transporte de productos alimenticios para producción animal;

1. División Veterinaria.
2. División Exportación.
3. División de Equipos para sistemas de Producción Animal
4. División de Transporte.

3.1 Entorno económico-financiero nacional e internacional.

La agricultura chilena del siglo XXI es un sector de alto dinamismo que está enfrentando continuamente cambios, competencia y mejoramiento de los procesos productivos y comerciales. Los desafíos que implicó la apertura comercial del país, con una amplia gama de acuerdos comerciales con diferentes países y continentes, han sido enfrentados de manera exitosa por los sectores privado y público, permitiendo la expansión de la agricultura y la producción de alimentos, tanto para los mercados mundiales como para el mercado interno.

El período de apreciación de la moneda chilena respecto del dólar implicó importantes presiones a los productores agropecuarios del país. Para mantener su presencia en los mercados han debido mejorar sus procesos de producción, innovando y generando más eficiencia en el uso de los recursos para mantener y mejorar la competitividad del sector en un mundo cada vez más globalizado.

Chile destaca por el pequeño tamaño promedio de sus unidades agrícolas. Poco menos de tres cuartos de las explotaciones (73,4%) son de un tamaño inferior a 20 hectáreas, mientras que el 19% se ubica entre 20 y 100 hectáreas, y el 7,6% presenta tamaños superiores a 100 hectáreas. Sin embargo, en relación con la superficie agrícola, el 93% de ella se encuentra en este último segmento de tamaño: mayores de 100 hectáreas, mientras que sólo el 2,4% del total se encuentra distribuido en las propiedades menores de 20 hectáreas físicas.

A pesar de las dificultades geográficas y climáticas para la actividad agropecuaria y forestal en amplias zonas del país, existen explotaciones agrícolas en todos los sectores geográficos, encontrándose el 54% de éstas en las regiones de La Araucanía, del Bío Bío y del Maule. Por otro lado, entre el extremo norte del país y la Región de Coquimbo sólo se localiza

el 8,4% de las explotaciones, cifra que no supera el 1,8% en Aysén y Magallanes.

Del total de 75,6 millones de hectáreas que conforman Chile continental, 51.695.732 hectáreas constituyen la superficie asociada a las explotaciones agropecuarias y forestales censadas, de las cuales no más de 35,5 millones de hectáreas están bajo uso agrícola, pecuario y forestal. Sin embargo, debido a factores geográficos y económicos, la superficie de los suelos cultivados es bastante restringida, alcanzando en la actualidad a sólo 2.123.000 hectáreas. Esta superficie se distribuye en 1.303.210 hectáreas utilizadas en cultivos anuales y permanentes, 401.018 hectáreas en praderas sembradas y 419.714 hectáreas en barbecho y descanso.

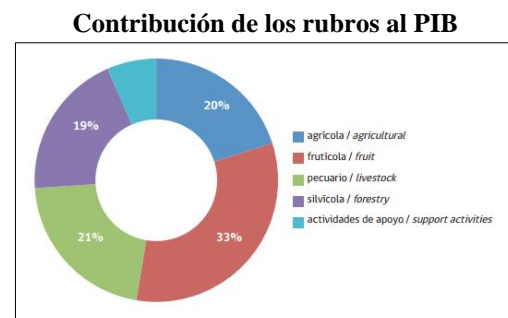
En Chile la actividad silvoagropecuaria es intensiva en mano de obra, constituyéndose en uno de los sectores que genera más empleo en el país: 685 mil empleos promedio al año 2014, incluyendo el trabajo de temporada y excluyendo el sector pesquero. Estas cifras representan una participación de 8,6% por parte de la agricultura respecto del total nacional promedio al año 2014.

En 2014 el PIB chileno totalizó 258.160 millones de dólares y el PIB per cápita, calculado en paridad de poder de compra por el FMI, 23.057 dólares. El sector silvoagropecuario creció menos que la economía nacional en el período 2008 - 2015, con lo cual cayó su participación en el PIB nacional.

Producto interno bruto (PIB), volumen a precios del año anterior encadenado (millones de pesos encadenados) ¹ Gross domestic product (GDP), measured in previous year prices, in a chain-weighted index (millions of pesos) ¹					
Año	Producto Interno Bruto GDP	Tasa de variación Rate of change (%)	PIB Silvoagropecuario Agriculture, livestock and forestry GDP	Tasa de variación Rate of change (%)	Participación % sectorial en PIB Sectorial share of GDP
2009	92.875.262	(1,0)	2.594.121	(4,3)	2,8
2010	98.219.034	5,8	2.603.169	0,3	2,7
2011	103.954.673	5,8	2.876.570	10,5	2,8
2012	109.627.615	5,5	2.716.149	(5,6)	2,5
2013	113.987.063	4,0	2.786.794	2,6	2,4
2014	116.125.911	1,9	2.660.304	(4,5)	2,3
2015	118.525.235	2,1	2.808.627	5,6	2,4
Promedio anual 2008-2014		3,4		0,5	2,6

Fuente: Banco Central de Chile

La Agricultura en Chile representa el 20% del PIB sectorial;



Fuente: Banco Central de Chile

Los sectores de la agricultura, la ganadería y la silvicultura, excluyendo la pesca representan el 7,8% del PIB nacional.

Entre los años 2010 y 2014 el sector agrícola, en promedio, ha disminuido el total de ocupados en 2,6%. Sin embargo, esta disminución fue reducida en parte por el incremento en 6,6 % de la ocupación femenina. El total de cesantes que presenta el sector agrícola ha disminuido en 26% en el período bajo análisis, impulsado fuertemente por la disminución de cesantes hombres (29,8 %). La tasa de cesantía que se presenta en el sector agrícola para el período comprendido entre los años 2010 y 2014 siempre ha sido menor que la del promedio de trabajadores de la economía. Se observa que la tasa de cesantía en el sector agrícola muestra tendencia a la baja, disminuyendo en 1,4 puntos porcentuales entre los años 2010 y 2014. La participación de la ocupación agrícola en el período bajo análisis ha disminuido desde 9,7% en el año 2010 hasta 8,6% en 2014. Sin embargo, la actividad agrícola continúa como una de las actividades económicas de mayor importancia con respecto a la generación de empleo, siendo aún más relevante en zonas rurales.

Financiamiento Sector de la Agricultura

En el período noviembre 2005 - noviembre 2015, el monto de colocaciones de crédito comerciales en el sector silvoagropecuario creció en 167%, superando al crecimiento conjunto de las ramas de la economía, ubicándose en el segundo lugar después de minería, lo cual tiene concordancia con lo que ha sido el crecimiento del PIB. Dentro del sector, en este período, la fruticultura creció en 138%, en tanto, las actividades agrícola y pecuaria primaria lo hicieron en 203%. La mayor tasa de crecimiento sectorial, se explica en el quinquenio noviembre 2005 - noviembre 2010. La participación promedio de la agricultura en el financiamiento otorgado por el sistema bancario a las actividades económicas entre 2005- 2015 se mantuvo en torno al 6%, ocupando el tercer lugar después de la construcción y de la industria manufacturera.

Balanza Comercial Agropecuaria

La balanza silvoagropecuaria ha sido históricamente positiva y actualmente alcanza USD 9.473 millones. La tendencia desde hace cinco años es de un incremento del intercambio comercial, el cual es dominado por el intercambio de productos agrícolas. En el último año se produjo una reducción, tanto en las cifras de exportación como de importación, en torno a 8%, producto de la baja en los precios internacionales de los productos agrícolas y de factores climáticos de la cosecha 2014/2015.

Un aspecto importante a destacar es la evolución que ha tenido la participación de las exportaciones del sector en el total del país, pasando de 19,2 % el año 2005 a 23,2 % el año 2015, situación que muestra el dinamismo que ha tenido el sector, en términos relativos al resto de la economía.

Chile ha logrado incorporar valor agregado a los productos de exportación agropecuarios y forestales. Actualmente, el 64% del monto exportado del sector corresponde a productos industriales, los cuales son principalmente del subsector

forestal. Las exportaciones primarias, por su parte, pertenecen en su gran mayoría al subsector agrícola. Las exportaciones pecuarias son casi en su totalidad de carácter industrial.

El comercio exterior de productos silvoagropecuarios alcanzó para Chile en 2015, un valor de USD 19.895 millones, de los cuales USD 14.691 millones corresponden a las exportaciones. Los cuatro principales socios comerciales son: Argentina y Brasil, Estados Unidos y China. En el caso de Argentina, las importaciones lideran el intercambio comercial con 23% de las adquisiciones silvoagropecuarias, Brasil representa un 13% de las internaciones totales. Por su parte, en los países de la Unión Europea destacan los Países Bajos y el Reino Unido como los principales destinos de las exportaciones. Entre las potencias asiáticas, China, Japón y Corea del Sur siguen siendo los principales socios comerciales, con un 27% del total de las exportaciones. Los principales socios comerciales de Chile en América Latina, después del Mercosur (16%), son México, Perú y Colombia, con participaciones de 4%, 2% y 2%, respectivamente.

Estrategias de cobertura

Habiendo identificado el tipo de cobertura que requiere la empresa, se recomienda realizar contratos Forward para la variación del tipo de cambio, el cual podemos observar de acuerdo con la información del Banco Central de Chile el peso chileno se ha depreciado en los últimos 12 meses CLP \$ 70 por dólar; de esta manera la variación en el precio de los productos importados se puede conocer el costo sin dejar al vaivén de las variaciones de la tasa de cambio.

3.2 Valoración de Agrocomercial Safrate Ltda

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL - Método directo								
FLUJO DE CAJA DE LOS PROPIETARIOS								
Año =>	0	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
(-) Distribución de utilidades	0	0	0	0	0	267.282.456	173.958.116	135.170.655
FCP	0	0	0	0	0	267.282.456	173.958.116	135.170.655
FLUJO DE CAJA DE LA FINANCIACION								
Año =>	0	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
(-) Créditos	864.903.668	0	0	0	0	0	0	0
(-) Abonos a capital	0	46.558.201	50.115.248	53.944.053	58.065.379	62.501.574	67.276.694	72.416.633
(-) Pago de intereses	0	66.078.640	62.521.594	58.692.789	54.571.463	50.135.268	45.860.148	40.220.208
(-) Ahorro de impuestos	0	13.129.536	13.205.877	13.097.151	12.533.817	11.566.838	10.859.456	9.365.646
FCF	(864.903.668)	99.507.307	99.430.964	99.539.691	100.103.025	101.070.004	101.777.385	103.271.196
Flujo de Caja Libre Operacional - FCLLO	(864.903.668)	99.507.307	99.430.964	99.539.691	100.103.025	368.352.460	275.735.501	238.441.851

Fuente; autor

Deuda sobre patrimonio (D/E)

Corresponde a la proporción de la deuda sobre el patrimonio.

Beta Desapalancado

Se tomó la publicada en la página de Profesor Damodaran para el sector agrícola, es decir la beta desapalancada que tiene en cuenta la caja que se utilizó para pagar deuda.

Riesgo país.

Se tomó el EMBI del promedio de los últimos cinco años de Chile para ajustar la tasa de descuento al mercado local.

Equity Risk Premium (prima de mercado)

El exceso de retorno fue tomado de la página del Profesor Damodaran, buscando obtener la prima de mercado de EE.UU, de acuerdo con la teoría de conversión de la tasa de descuento calculada a una equivalente para el mercado de Chile

Costo del Patrimonio (Ke)

Se aplicó el modelo CAPM modificado que incluye el riesgo país. Primero se calculó el Ke USD (costo de patrimonio en Dólares), para lo que se tuvo en cuenta la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo, el riesgo país y el beta apalancado., Este Ke USD se trajo a pesos con la devaluación de la paridad y se obtuvo el Ke.

Costo de la Deuda (Kd)

Se calculó teniendo en cuenta la deuda de la compañía y la tasa de interés de cada fuente de financiación.

CALCULO DEL COSTO DE LA DEUDA							
Año ==>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Costo financiero	66.078.640,24	62.521.593,64	58.692.708,65	54.571.463,04	50.195.298,10	45.560.147,88	40.220.208,47
Saldo promedio de la deuda	818.345.466,51	768.220.218,42	714.285.165,38	656.220.786,69	593.719.213,07	526.442.519,22	454.025.885,95
Costo de la deuda K_D	8,07%	8,14%	8,22%	8,32%	8,44%	8,62%	8,86%
Costo de deuda después de impuestos $K_D(1-t_e)$	6,38%	6,32%	6,24%	6,24%	6,29%	6,29%	6,47%

Fuente; autor

Wacc.

Se calculó teniendo en cuenta el Ke y la proporción patrimonio/activo, el Kd después de impuestos y la proporción deuda/activo.

COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (CPCC o WACC)							
Prima Empresa	0,21422071	0,166249729	0,129699981	0,108013395	0,141146137	0,156204877	0,15595112
Año ==>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Costo de deuda después de impuestos $K_D(1-t_e)$	6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,5%
Participación de la deuda $D/(D+E)$	69,3%	63,5%	58,3%	53,7%	61,0%	63,6%	62,7%
Costo de los recursos propios K_E	28,9%	24,4%	20,5%	18,3%	21,6%	23,1%	23,1%
Participación de los recursos propios $E/(D+E)$	31,1%	36,5%	41,2%	46,3%	39,0%	36,4%	37,3%
COSTO DE CAPITAL - WACC	13,4%	12,9%	12,1%	11,8%	12,3%	12,4%	12,7%

3.3 MÉTODO FLUJO DE CAJA DESCONTADO

El factor de crecimiento Growth para el periodo a perpetuidad se obtuvo con la multiplicación entre el promedio de la tasa de reinversión de la empresa y el promedio del ROA.

Año ==>	Actual	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7
FLUJO	99.507.907,0	99.430.964,2	99.939.690,02	100.103.024,30	100.312.460,33	100.569.640,33	100.877.920,33	101.239.200,33
VALOR TERMINAL						2.070.536.537		
CALCULO FACTOR DE VALOR PRESENTE DESPUES DE IMPUESTOS								
WACC Después de impuestos		13,4%	12,9%	12,1%	11,8%	12,3%	12,4%	12,7%
Factor de Valor Presente Base año 0	1	0,88190011	0,782954013	0,696402948	0,622778010	0,560464611	0,508200514	0,465702248
CALCULO DEL VALOR DE MERCADO								
Año ==>	Actual	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Valor presente de los flujos en el año 0	99.507.907,0	87.746.026	77.636.197	69.324.073	62.399.810	56.439.211	51.398.388	47.144.146
Valor presente del valor terminal						906.526.950		

VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA I

Sumatoria del valor presente de los flujos futuros	501.364.969
+	
Valor presente del valor terminal	906.526.950
=	
Valor de mercado de la empresa	1.407.891.919

VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA EN EL AÑO CERO	
Año ==>	Actual
Valor de mercado de la empresa	1.407.891.919
(Menos) Deuda financiera	864.903.668
Valor de mercado del patrimonio	542.988.251
VALOR CONTABLE DEL PATRIMONIO	239.209.977
VALORIZACION PATRIMONIO	2,27

Una vez realizado las anteriores proyecciones se puede establecer que el valor de la empresa en el mercado corresponde a \$1.407891.919 determinado por el metodo de Flujo de Caja Descontado. En relacion al metodo de valoracion mediante multiplos relativos, cabe mencionar que debido a la dificultad y el tiempo requerido para analizar dicha informacion, no se considero prudente entregar un concepto y valor definido.

4. CONCLUSIONES

Después de realizar la valoración de la empresa mediante la metodología de flujos de caja descontados, se calculó el valor de mercado y el valor terminal de la empresa para el año cero realizando la sumatoria de los flujos de las proyecciones hasta el año 2020, descontándolo a la tasa del WACC calculado para cada uno de los años proyectados, arrojando el siguiente resultado.

VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA EN EL AÑO CERO

Sumatoria del valor presente de los flujos futuros	501.364.969
+	
Valor presente del valor terminal	906.526.950
=	
Valor de mercado de la empresa	1.407.891.919
Valor 30% para inversionista español	422.367.576

5. RECOMENDACIONES

La recomendación para establecer un Gobierno Corporativo adecuado para la empresa donde se establezca un marco regulatorio para las relaciones entre los propietarios, la alta dirección y el directorio y que adicionalmente genere valor para todos los interesados, como Presidente del directorio para un periodo de dos años inicialmente sea el socio Fernando Varas; por su conocimiento e impulso al negocio y el socio Michel Ithurbsquy lo reemplazara una vez concluido el periodo del primero, elegir 5 miembros adicionales para el directorio donde se conjuguen diferentes especialidades en las áreas financiera, de comercialización, transporte, recurso humano y producción, quienes elegirán un gerente general que sea el ejecutor de las políticas y lidere la administración.

Así mismo se deben establecer los comités que determinen los lineamientos en cada uno de los frentes de la empresa en las áreas Operativa, Comercial, estratégico y financiero.

6. REFERENCIAS

- Ministerio de Agricultura de Chile
EL “Panorama de la Agricultura Chilena 2015”
- Análisis Económico – Financiero de Comcel S.A. (2012)
Adriana Milena Castañeda Díaz¹ y Stefany Dinah
Suárez Castañeda
- León García, O. (2003). Valoración de Empresas. En O. León
García, Gerencia del valor y EVA (págs. 309-322).
Bogotá: Digital Express.
- J.P Morgan. (2012). Tradeable Index Strategies: Emerging
Markets. Recuperado el 04 de 04 de 2012, de
[http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/invest
bk/solutions/research/EMBI](http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/invest/bk/solutions/research/EMBI)
- Hax, A., & Majluf, N. (2004). Estrategias para el liderazgo
competitivo: de la visión a los resultados. Chile:
Granica S.A.
- Servicios de impuestos de Chile
www.sii.cl/
- Banco Central de Chile.
www.bcentral.cl/