

# Caso de valoración compañía agroindustrial Safratec Holdings por flujos de caja descontado.

Autor: Cindy Johana Toncón Plazas<sup>1</sup>

Rodrigo Andrés Oviedo Zea<sup>2</sup>

Tutor: César Orlando González

**Resumen**— SAFRATEC HOLDING, empresa agroindustrial chilena con más de diez años en el mercado tiene una oferta de compra 30% de su patrimonio, por parte de una entidad inversionista española. En este artículo se analizará, valorará y hará recomendaciones para el incremento del valor de compañía, teniendo como base los estados financieros históricos de la empresa y los datos de la cultura organizacional, partiendo de la valoración por Flujos Futuros de Caja y Múltiplos Relativos de acuerdo a la situación actual de la empresa, permitiendo que los empresarios tengan la información clara y unas bases sólidas para entrar en la negociación de la posible compra.

**Palabras clave**— SAFRATEC Holdings, Estrategia, Inductor de valor, Flujo de caja descontado, Margen EBITDA, Generación de valor, Maximización, Valoración. WACC.

**Abstract**— SAFRATEC HOLDING, Chilean agro-industrial Company, with more than ten years on the market, at the moment has a buy offer for 30% of its equity by a Spanish investment enterprise. In this article it will be analyzed, valued and get recommendations for the increase of company value, having as database the historical financial statements, starting from the valuation of Future cash Flows and Multiple Relative according to the current situation of the company, allowing that businessmen will have clear information and solid bases to get in negotiation of the possible buy offer.

**Key Words**— SAFRATEC Holdings, Strategy, value inducer, discounted cash flow, EBITDA Margin, value increase, Maximization, Valuation, WACC.

## 1. INTRODUCCIÓN

Debido a la oferta de compra por parte de un grupo inversionista, teniendo a su favor el prestigio internacional y el posicionamiento en el mercado,

los socios de la empresa SAFRATEC ven la necesidad de analizar el estado de la empresa y sus proyecciones para ver la viabilidad de la venta o no de la empresa motivados por crecimiento del negocio.

Al desarrollar un modelo usando el método de Flujo de caja descontable se plasmarán las proyecciones que los socios tienen para las diferentes áreas de negocio en el futuro, logrando evaluar la viabilidad de la venta a través de la generación de valor. Para apreciar la maximización de la empresa se proyectan los estados financieros teniendo en cuenta el histórico y la gestión de los planes propuestos por la administración, los inductores de valor, el comportamiento del sector y la evolución de la economía en chilena.

Este artículo pretende dar una valoración de la compañía, proponiendo estrategias para lograr el incremento de valor de SAFRATEC HOLDING, así los socios, si llegasen a un acuerdo, puedan hacer una buena negociación del 30% de su patrimonio.

## 2. MARCOS TEÓRICO Y CONCEPTUAL.

Para conocer el estado actual y real de salud financiera de la empresa se debe realizar un diagnóstico financiero que permita identificar puntos débiles y fuertes de la compañía, donde no solo se basa en las cifras (rubros con mayor y menor materialidad) también se tienen cuenta la historia de la empresa, el desarrollo económico del país, del sector y las variables macroeconómicas que afectan en el momento de hacer la negociación de compra.

Para iniciar a dar un enfoque sobre el tema de estudio, la valoración de la empresa SAFRATEC HOLDING para una posible compra, se estudiaron los siguientes conceptos y referencias:

<sup>1</sup> Contadora pública de la Corporación universitaria Unificada CUN.

<sup>2</sup> Economista de la Universidad del Tolima.

## 2.1 Inductores de Valor.

Fenómeno asociado con la operación del negocio que por tener relación causa-efecto con su valor, permite explicar el porqué de su generación o destrucción como consecuencia de las decisiones tomadas. (GARCIA, 2003)

Para la toma de decisiones societarias, se considera el análisis de inductores de valor para la generación de valor de las compañías, los considerados en este artículo son:

- **EBITDA:** sus siglas en inglés Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization, corresponde a Utilidad Antes De Intereses, Impuestos, Depreciaciones Y Amortizaciones. (GARCIA SERNA, 2009) este ratio se aplica en este trabajo porque es más que la utilidad operativa que representa caja, en el tiempo, es decir, la diferencia entre las ventas y los costos y gastos que implican desembolso de efectivo, denominados “costos y gastos efectivos”, el EBITDA, es el “flujo de caja bruto” de la empresa, es lo que finalmente termina convirtiéndose en caja, con el propósito del pago de impuestos, pagar la deuda (Intereses y capital), apoyar la financiación del crecimiento y repartir utilidades, siendo esta su fórmula matemática  
$$\text{EBITDA} = \text{Utilidad Operativa} + \text{depreciaciones y Amortizaciones}$$
- **Margen EBITDA:** es la expresión del EBITDA con base a las ventas en términos porcentuales (PULECIO, 2012). Se explica en función de la distorsión que se puede presentar al utilizar el Margen Operativo, debido fundamentalmente al efecto que se produce por la presencia de depreciaciones y amortizaciones en los costos y gastos operativos, es base para esta valoración porque muestra un diagnóstico de la eficiencia operacional de compañía, dando una guía para el proceso de la maximización. Cuando se presenta un comportamiento frágil del Margen del EBITDA (cercano a 0), se puede pensar que es el resultado de un diseño de negocio inadecuado, que los costos y gastos están creciendo más que las ventas, información importante al pensar en el trazado de cualquier negocio. Su formula:  
$$\text{MARGEN EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{VENTAS}$$
- **ROE:** (“Return on Equity”) o rentabilidad financiera es un indicador que mide el rendimiento del capital invertido por los accionistas. (LORENZANA, 2014), en el caso de SAFRATEC en otras palabras hace referencia al retorno sobre la inversión (o el

capital), este indicador refleja lo atractivo que esta empresa para el propietario y/o posibles propietarios recogiendo el efecto de dos riesgos: Riesgo Operativo y Riesgo Financiero

- **ROA:** (“Return on Assets”) o rentabilidad económica es un indicador que mide la rentabilidad del total de activos de la empresa. (BANCARIBE, 2017), este indicador refleja lo atractiva que es SAFRATEC HOLDINGS como negocio, sin tomar en cuenta de la forma como este financiada, de manera simple para el caso se define, como una medida de la utilidad por de activos.

El ROE, traducido de otra manera se puede definir como la rentabilidad que obtienen los socios o el costo del patrimonio y ROA, cuantas veces la inversión realizada en activos para la compañía se está convierte en ventas, aunque muchos los evalúan individual en estas recomendaciones se presenta como una evaluación en conjunto para ver la eficiencia con relacione de los aportes de socios y las inversiones en recursos.

## 2.2 Costo de capital o WACC

Esa mínima tasa de rendimiento requerida por la empresa, recibe el nombre de costo del capital (o, también, “costo de oportunidad del capital”). Este indica aquella mínima tasa de rendimiento que permite a la empresa hacer frente al costo de los recursos financieros necesarios para acometer la inversión; pues de otra forma nadie estaría dispuesto a suscribir sus obligaciones o sus acciones. (MASCAREÑAS, 2001)

El WACC pondera los costos de cada una de las fuentes de capital, independientemente de que estas sean propias o de terceros. Es preciso tener presente que si el WACC es inferior a la rentabilidad sobre el capital invertido se habrá generado un valor económico agregado (EVA) para los accionistas. (EmpresaActual, 2016) Se explica siendo la siguiente fórmula:

$$\text{WACC} = K_e E / (E + D) + K_d (1 - T) D / (E + D)$$

Donde:

- Ke: Coste de los Fondos Propios
- Kd: Coste de la Deuda Financiera
- E: Fondos Propios
- D: Deuda Financiera
- T: Tasa impositiva

Para estimar el coste del patrimonio ( $k_e$ ) generalmente se utiliza el Capital Asset Pricing Model, o CAPM.

La tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) está asociada a la rentabilidad de un bono emitido por un Banco Central. Se puede tomar como referencia la tasa de rentabilidad de un bono a 5 años o 10 años.

La rentabilidad esperada del mercado  $E[R_m]$  requiere de un modelo predictivo para obtener una estimación de la rentabilidad de las empresas que componen el mercado o sector a estudiar.

La beta ( $\beta$ ) determina el riesgo de mercado de un activo, en función, de la coyuntura y fluctuación del mercado. (EmpresaActual, 2016)

En el ejercicio lo tomamos como la tasa de descuento a utilizar en decisiones de inversión, en SAFRATEC aún más, es vital obtener este rubro, no solo por la valoración, sino por la propuesta que se tiene de compra, con esto se evalúa si el negocio le sirve a la inversionista española, y también si el vender el 30% de la empresa favorecerá a los actuales socios.

### 2.3 Valoración de empresas

La valoración es un proceso por el cual tratamos de asignar valor a las cosas como en el caso de esta empresa chilena se determinará el valor para poder hacer una buena negociación, tanto para actuales y futuros accionistas al determinar el grado de utilidad que reportará a sus usuarios propietarios. Por tanto, la valoración de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios (accionistas). (CHAPA AMAYA, 2010)

En esta empresa agroindustrial se toma los valores en estados financieros, los indicadores macroeconómicos, las proyecciones de los actuales socios, debido a que el rubro de la valoración se forma por el pasado, quedaría recogido en los valores contables, por el futuro, se plasma con las proyecciones de la administración, y por el riesgo, uno de los factores más difíciles para la valuación de las empresas; la incertidumbre del mercado no permite dar un valor exacto sino un rango para una posible negociación.

Se debe tener en cuenta en la valoración de empresas muchos factores y aplicar el método o los métodos que más se acerque a las necesidades de la evaluación. Estos son alguno de los métodos para obtener un valor:

- Estimación del valor de su patrimonio los métodos basados en el balance (valor contable, valor contable ajustado, valor de

liquidación, valor sustancial), aquí la desventaja es que son cifras estáticas donde no se tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo.

- A través de las ventas, los beneficios e indicadores, se trata de determinar el valor de la empresa a través de múltiplos.
- Mixtos: Se basa en los datos contables, pero tiene en cuentas otros factores que nos están en el balance (Know how, Good will)
- Estimación de los flujos de dinero, tienen en cuenta que el dinero no es estático base el valor del dinero en el tiempo, flujos de caja descontados retoma otros factores de riesgo, retorno y macroeconómicos.

#### 2.3.1 Por Flujo de Caja descontado.

La valoración de una empresa se hace a través del DCF. Estas siglas significan en inglés Discounted Cash Flows, que es lo que conocemos como la técnica de descuento de flujos de caja o método de flujos descontados. El valor también puede recaer sobre el proyecto y no únicamente sobre la empresa en su totalidad. (Martín, 2018)

En el ejercicio propuesto, se valorará la empresa bajo este principio, se estimará el valor del activo en función de los flujos futuros que es capaz de generar descontados a una tasa que refleja el riesgo. Se puede optar por hacerlos por descuento de dividendos o como se aplicó en el caso de estudio, descuento de flujos de caja.

Para comprender el método del flujo de caja descontado, citaremos los tres elementos (VIDARTE, 2017) que integran la modalidad basada en el flujo de caja libre:

1. El costo de capital: Es la tasa que se utiliza para descontar tanto los FCL como el Valor de continuidad, explicado anteriormente.
2. La proyección del FCL: Refleja en cifras el efecto del plan de desarrollo de la empresa en el horizonte próximo, normalmente cinco años así realizado para SAFRATEC.
3. El valor de continuidad: Es el valor que adquiere la empresa como consecuencia de que el plan de desarrollo se cumpla y ella comience a manifestar un crecimiento constante y continuo, este también se llama a perpetuidad, es en otras palabras evaluar la empresa partiendo de va ser perdurable en el tiempo.

Lo primero que debe hacerse es conseguir la obtención del flujo de caja libre del cual disponga

la compañía y sobre él se debe proyectar, basado en los estados financieros históricos aportados por SAFRATEC, se hace la proyección y se determina cuál podría ser el crecimiento para el período de los siguientes cinco años como en el caso de estudio.

Si bien dicho número no tiene por qué ser fijo, pues su variación puede darse según las inversiones que la empresa lleve a cabo. Además de que el crecimiento puede ir cambiando según el año.

La necesidad de su cálculo se debe a que los flujos en distintos períodos de tiempo, que se refieren a los fondos, no se pueden comparar de una manera directa. Y es que no es igual la cantidad de dinero que físicamente se tiene que la que se obtiene de forma abstracta mediante una teoría de los datos con los que se cuenta.

### 3. DESARROLLO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

#### 3.1 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

A pesar de gozar de cierto prestigio a nivel nacional, SAFRATEC Holdings es una compañía que actualmente se encuentra viviendo dificultades, debido a la situación macroeconómica presentada en Chile en los últimos años, en especial en lo que tiene que ver con una desaceleración del crecimiento económico y la depreciación del tipo de cambio con respecto al dólar estadounidense; también ha presentado un mayor apremio por parte de sus competidores. En cuanto a lo que tiene que ver con el interior de la compañía, para esta es un problema las diferentes visiones del futuro que tienen sus dos socios, puesto que Fernando desea mantener y fortalecer las líneas de negocio en las que se basa su funcionamiento actual, sin embargo, para Michel toma mayor importancia el experimentar en nuevos negocios que se puedan incorporar de manera gradual a SAFRATEC Holdings.

Es preciso realizar la valoración económica de la empresa chilena, la cual recibió una oferta de compra por el 30% del total de la compañía, por parte de un grupo inversionista español, de tal forma que permita a los socios tomar una decisión, basados en los resultados, conclusiones y recomendaciones que se obtengan a través, del desarrollo de un modelo financiero que toma en cuenta las condiciones y visiones a las que se encuentra sujeto el futuro de la compañía.

#### 3.2 DESCRIPCIÓN DEL CASO

La valoración de empresas permite realizar una revisión detallada de la situación financiera en la que se encuentra una compañía, ya sea para quien quiere vender o quien quiere comprar una parte o la totalidad de la organización. En este caso puntual se requiere la determinación del valor de la empresa SAFRATEC Holding en vista de una oferta recibida por el 30% de su patrimonio. Para el desarrollo de esta valoración se tienen en cuenta los estados financieros históricos de la empresa, así como también las directrices y lineamientos proporcionados por parte de los propietarios de la misma. A partir de la proyección de las condiciones que se estiman para el futuro de la organización, se obtendrán indicadores que permitan determinar el que podría ser el comportamiento de SAFRATEC Holding en un plazo de 5 años hacia el futuro, y de esta manera establecer los puntos claves que servirán de guía para una posible negociación y si no para realizar un mejoramiento que permita lograr el objetivo básico financiero: Maximizar el Valor de la Empresa.

#### 3.3 GENERALIDADES DE LA EMPRESA



Ilustración 1. Logo SAFRATEC Fuente. (SAFRATEC, 2013)

SAFRATEC Holdings es una empresa chilena que se desenvuelve en el sector agroindustrial, a pesar de ser una compañía con cierto reconocimiento a nivel nacional, actualmente se enfrenta a diversos problemas tanto al interior de la organización, como con el entorno macroeconómico de Chile. Esta compañía cuenta actualmente con 4 líneas de negocio definidas, a saber: **La División Veterinaria**, la cual se encuentra orientada a la importación y comercialización de aditivos y suplementos naturales para alimentación animal, estos productos provienen en su gran mayoría de Europa. **La División de Exportación**, ésta línea de negocio está orientada a la exportación de subproductos proteicos de origen animal, generalmente hacia países como Perú, Ecuador y República Dominicana. **La División de Equipos para Sistemas de Producción Animal**, ésta se especializa en el diseño e instalación de equipos

automatizados de alimentación animal. **La División de Transporte**, cuyo enfoque se da en el transporte de alimento e ingredientes a granel para la alimentación animal.

SAFRATEC Holdings cuenta con dos socios fundadores, Fernando Varas y Michel Ithurbisquy, los cuales poseen una participación igualitaria de 50% cada uno. Además de compartir la compañía, también son los encargados de las dos líneas de negocio más importantes, la división veterinaria (Michel) y la división de exportación (Fernando), las otras dos divisiones son administradas de manera conjunta por ambos socios. A través de un gerente de finanzas han logrado mantener un orden y claridad en las finanzas, para la toma de decisiones. La empresa cuenta además con una planta en la ciudad de Osorno para las divisiones de transporte y sistemas de producción animal, donde un jefe de ventas y personal operativo y administrativo son los encargados del funcionamiento. (GH CAPITAL INVEST, 2018)

### 3.4 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

En el mundo empresarial, la valoración de compañías generalmente se realiza en dos casos, cuando se va a adquirir o cuando se va a vender una parte o la totalidad de una compañía. Debido a la complejidad y cantidad de recursos, variables e información que se recoge en una valoración, ésta se convierte en una herramienta fundamental para la toma de decisiones, no solo por el valor que se determina a través del modelo financiero que se desarrolla, si no por los distintos indicadores que dan una aproximación a la salud y situación financiera en la que se encuentra actualmente la empresa y también las condiciones a las que se podría enfrentar en el futuro proyectado. Dadas estas condiciones se pueden tomar decisiones y establecer medidas para incrementar el valor de la organización.

### 3.5 ENTREGABLE

Modelo Financiero en Excel.

### 3.6 DESARROLLO DE LA VALORACIÓN

Para el desarrollo de la investigación se tiene en cuenta la información proporcionada por la empresa, tomada como caso de estudio, donde se encuentra la descripción general de la situación actual e histórica de la compañía SAFRATEC

Holdings, además, los estados financieros (Estado de Resultados y Balance General) de la organización del periodo 2008 – 2016, esta información se presenta con una periodicidad anual, estos como materia prima inicial, para el planteamiento y desarrollo de la valoración económica. De igual manera, se tiene la información en cuanto a proyecciones de crecimiento de cada una de las líneas de negocios y sus respectivos costos, también la manera como la empresa proyecta lo que tiene que ver con gastos financieros, administrativos, de personal y otros gastos no financieros, asimismo se tienen en cuenta las consideraciones necesarias en lo referente a inversión en capital fijo (CAPEX) y capital de trabajo.

Tabla 1. Proyecciones Ingresos (Crecimiento a Largo Plazo)

Proyecciones Ingresos (Crecimiento a Largo Plazo)		
<b>Veterinaria</b>		
Ventas de Aditivos y Suplementos	10,00%	
4 Grandes Clientes	5,00%	70,00%
Otros Clientes	7,00%	30,00%
Ventas de Insumos Veterinarios	ESTA LÍNEA DE NEGOCIO	
Ventas de Medicamentos	5,00%	
Ventas de Canal Distribuidores Ganadería	ESTA LÍNEA DE NEGOCIO NO CONTINUARÁ	
<b>Equipamiento</b>		
Ventas de Accesorios	5,00%	
Ventas de Sistemas de Alimentación y Silos	10,00%	
Ventas de Materiales y Repuestos	0,00%	
<b>Materias Primas</b>		
Ventas de Ingredientes	5,00%	
Ventas de Granos	0,00%	
<b>Exportaciones</b>		
Ventas Exportación de Ingredientes Origen Nacional	ESTA LÍNEA DE NEGOCIO NO CONTINUARÁ	
Ventas Exportación de Aditivos y Suplementos	ESTA LÍNEA DE NEGOCIO NO CONTINUARÁ	
Ventas Exportación de Ingredientes Origen Extranjero	ESTA LÍNEA DE NEGOCIO NO CONTINUARÁ	
Ventas Exportación de Carnes	ESTA LÍNEA DE NEGOCIO NO CONTINUARÁ	
<b>Lubricantes</b>		
Venta de Lubricantes	0,00%	
<b>Servicio Técnico</b>		
Ventas de Servicio Técnico	10,00%	
<b>Otros Servicios</b>		
Ventas de Bioseguridad	0,00%	
Asesorías al Exterior	0,00%	
Otros Servicios	0,00%	
Servicio de Transferencia	15,00%	
Arriendo Bodegas	0,00%	

Fuente. (PROPIA, 2018)

Tabla 2. Proyección Costos y Gastos

Proyección Costos y Gastos	
<b>Costos Directos Negocios:</b>	
Veterinario, Exportación, Equipos para Producción	Promedio 2010-2014
Gastos Personal, Administrativos, No Financieros	Promedio 2010-2016
Gastos Financieros en relación con el EBIT	Promedio 2010-2016
Gastos Financieros Leasing - Saldo Proyectado	5,00%
Inversión en Capital Fijo (CAPEX)	No se considera
Inversión en Capital de Trabajo	5,00%

Fuente. (PROPIA, 2018)

Estas proyecciones fueron hechas por los socios de SAFRATEC Holdings, para aplicarse de manera anual a las proyecciones que permitan visualizar cómo será el comportamiento financiero futuro de la compañía.

Cabe hacer un análisis de cuál ha sido el comportamiento que han tenido las distintas variables que hacen parte de los estados financieros, tanto la información proporcionada por SAFRATEC Holdings, como la proyectada en base a las condiciones estimadas por los propietarios para el futuro de la compañía.

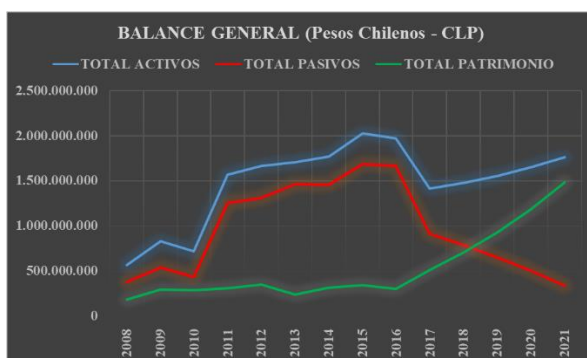


Ilustración 2. BALANCE GENERAL (Pesos Chilenos - CLP) Fuente. (PROPIA, 2018)

Para poder realizar un análisis y valoración financiera completa, es necesario revisar el comportamiento de las distintas variables que afectan de manera directa lo que al final se va a conocer como valor de la empresa, que es el fin de este estudio. A través del balance general se aprecia cual ha sido la conducta que han tenido históricamente, los Activos, Pasivos y Patrimonio.

Los activos de SAFRATEC Holding han tenido un comportamiento de crecimiento a lo largo del periodo analizado y proyectado, se observa un fuerte crecimiento entre los años 2010 a 2016, situación que se puede explicar por la fuerte inversión realizada en propiedad, planta y equipo, específicamente, en la adquisición de terreno y la construcción de la planta que es la base de la operación de la empresa en la ciudad de Osorno, se destaca que todo lo concerniente a la planta mencionada, fue adquirido a través de un leasing financiero, el cual explica por qué el comportamiento de los pasivos, también ha sido incremental y similar a los activos en el periodo 2010 – 2016. Se observa en los años proyectados como la determinación por parte de los propietarios de discontinuar algunas de las líneas de negocio, se ha visto reflejado en la disminución de los activos, además, la política de deuda por parte de la empresa fue la de mantener solo el leasing financiero adquirido, esta situación explica no solo la disminución periódica que se proyecta de los pasivos, sino también el porqué de los aumentos en el patrimonio a partir del año 2017, inicio de las proyecciones, que fueron generadas a partir de las políticas y visiones hechas por los socios de SAFRATEC Holdings, para el estudio de valoración de la organización.

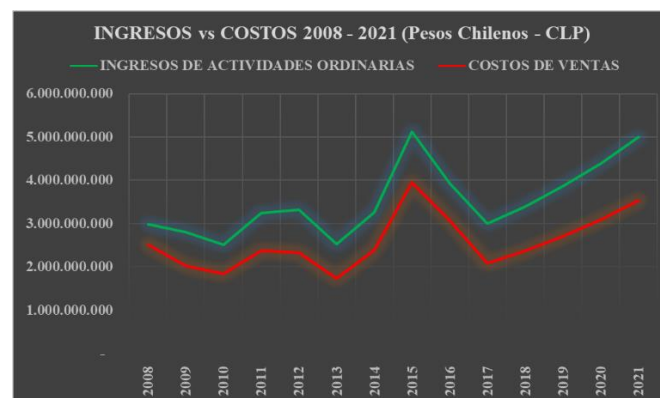


Ilustración 3. INGRESOS vs COSTOS 2008 - 2021 (Pesos Chilenos - CLP) Fuente. (PROPIA, 2018)

No solo el balance general permite visualizar la situación financiera de la compañía, es necesario complementarlo con la información existente en el estado de resultados, en el que podemos observar además de las utilidades que se están generando a partir del funcionamiento de la empresa, también el comportamiento que tienen tanto los ingresos, como los costos y gastos en los que incurre SAFRATEC Holding para su operación.

Se observa que tanto los ingresos operacionales como los costos de producción han tenido un comportamiento directamente proporcional, cada vez que uno aumenta, el otro también lo hace, se visualiza en ambos casos un punto máximo en el año 2015, donde la compañía alcanzó un nivel de ingresos de \$5.126'110.403 pesos chilenos y unos costos iguales a \$3.938'948.726 pesos chilenos, sin embargo con la situación macroeconómica de Chile en deterioro al siguiente año se presentó una caída en las entradas obtenidas por medio de la operación, comportamiento similar sufrieron los costos, sin embargo, a la hora de analizar las proyecciones realizadas se hace visible una recuperación a partir del año 2018, esto se puede explicar por las medidas y supuestos formulados por los propietarios, entre ellos lo más destacable, la eliminación de algunas de las líneas de negocio, situación que afecta tanto costos como ingresos, aunque al final del periodo analizado se ve un incremento que logra acercarse a los máximos valores registrados por la empresa en el periodo 2008 – 2016, alcanzando \$5.007'087.563 pesos chilenos en los ingresos, con unos costos de producción de \$3.528'416.326 pesos chilenos.

Uno de los inductores financieros más utilizados y de mayor utilidad a la hora de realizar valoración de empresas es el EBITDA y el margen EBITDA.

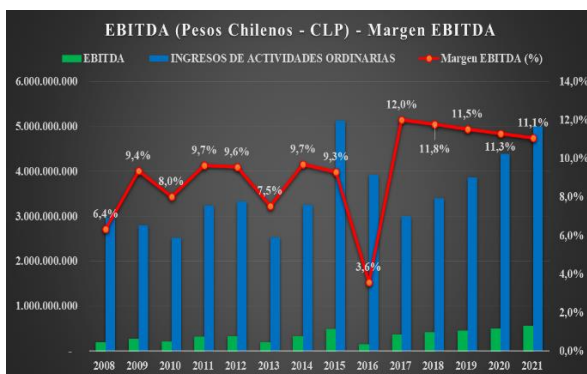


Ilustración 4. EBITDA (Pesos Chilenos - CLP) - Margen EBITDA Fuente. (PROPIA, 2018)

El EBITDA representa la caja real generada por la operación de la empresa, en cuanto al margen EBITDA, este es una medida de eficiencia corporativa, este indicador es mejor en cuanto mayor sea, es decir que un margen EBITDA cercano al 100% o 1, indica que la empresa tiene una eficiencia mucho mayor a cuando este tiende a 0% o 0. En el caso de SAFRATEC Holdings se observa que históricamente ha tenido un margen EBITDA por debajo del 10%, situación que hace a la compañía vulnerable a los cambios o variaciones

que se presenten en el mercado, he aquí una explicación del porque la empresa se vio afectada ante la situación macroeconómica presentada en Chile, llegando hasta el 3,6% en el 2016.

Con la proyección de los estados financieros y las medidas tomadas para el largo plazo de la organización, se logra una mejora alcanzando un máximo de 12%. En la gráfica se logra apreciar la gran diferencia existente entre los ingresos operacionales y el EBITDA, o dicho de otra forma la ineficiencia reflejada en que estas entradas no se conviertan en mayores rentabilidades para la empresa, aunque en el caso de SAFRATEC Holdings, hay que anotar el sector agroindustrial en el que se mueve la empresa, teniendo en cuenta que para su operación necesita de costos altos.

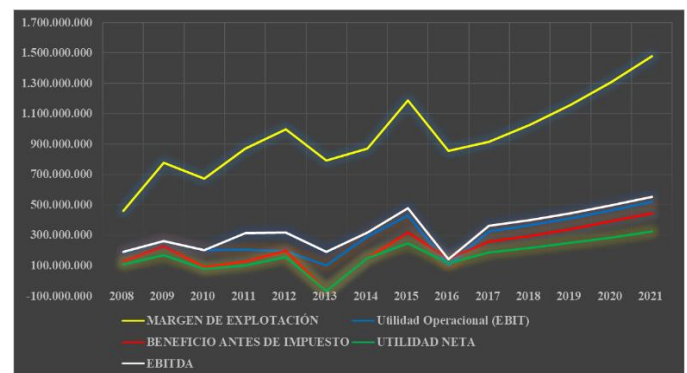


Ilustración 5. Comportamiento Utilidad (Pesos Chilenos - CLP) Fuente. (PROPIA, 2018)

Toda empresa tiene un objetivo básico financiero, el cual es maximizar el valor de esta misma, en la búsqueda de dicho valor, las compañías también deben tener en cuenta importantes valores que son resultado de la operación de la compañía, como son las utilidades bruta, operacional, antes de impuestos y neta, a través del análisis de estos resultados la compañía es capaz de tomar decisiones en cuanto a repartición de utilidades a los socios, además, de tener un conocimiento ajustado de los costos y gastos en que están incurriendo que no están relacionados directamente con la operación de la empresa. En lo concerniente a SAFRATEC Holdings, se observa como a pesar de tener un margen de explotación significativo, es decir la diferencia entre ingresos operacionales y costos de producción, al realizar todo el proceso contable, de los respectivos gastos y egresos diferentes a los de la operación, no se ve una traducción del mencionado monto, en un monto similar o por lo menos cercano al margen de explotación.

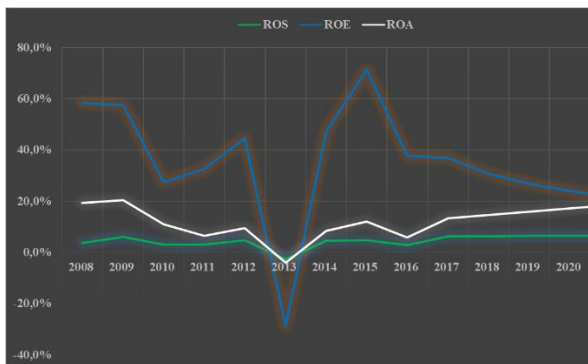


Ilustración 6. Rentabilidad Fuente. (PROPIA, 2018)

A la hora de realizar la valoración de una empresa se hace importante tener en cuenta las rentabilidades que genera el funcionamiento de la misma, debemos tener en cuenta el comportamiento de estos, se encuentran tres principales indicadores de rentabilidad, ROS o rentabilidad de las ventas (Utilidad Neta / Ventas), es un indicador que sirve como medida de productividad, este indicador muestra el porcentaje de las ventas que se está traduciendo en utilidades netas. Ahora bien se tiene el ROE o Rentabilidad del Patrimonio (Utilidad Neta / Patrimonio), por medio de este indicador podemos determinar el rendimiento que genera la inversión en capital, traducido de otra manera se puede definir como la rentabilidad que obtienen los socios o el costo del patrimonio. Se encuentra también el ROA o Rentabilidad del Activo (Utilidad Neta / Activo Total), con este macro inductor se puede obtener la rentabilidad que me están generando el total de activos de la empresa o dicho de manera coloquial se traduce en cuantas veces la inversión realizada en activos para la compañía se está convirtiendo en ventas.

Para SAFRATEC Holdings, el análisis de estos indicadores a través del periodo 2008 – 2021, se observa como al inicio del ciclo analizado estos el ROE se encontraba en tasas de cerca de 60%, generando así una rentabilidad generosa para los accionistas, que es uno de los indicadores para quien quiere hacer parte de la empresa, a pesar de los niveles significativos de ROE, los otros índices no han presentado un gran repunte a lo largo del periodo objeto de análisis. Un punto a revisar es lo ocurrido entre el año 2012 – 2013, en el que los tres indicadores llegaron a su punto más bajo (ROS = -2,7%; ROE = -28,6%; ROA = -4,0%), situación que se podría explicar por la construcción de la planta en la ciudad de Osorno, que SAFRATEC Holding realizó, por tanto durante este periodo es factible que se presentaran rendimientos negativos en vista del

endeudamiento y arranque de funcionamiento de la planta.



Ilustración 7. WACC Fuente. (PROPIA, 2018)

Ahora bien, para poder hacer una idea del alcance real de la empresa en cuanto a rentabilidades generadas, es necesario compararlas con el WACC o Costo Promedio Ponderado de Capital, en este indicador se tienen en cuenta tanto el costo de la deuda financiera como el costo del patrimonio de la compañía, lo que constituye el costo efectivo anual de la empresa. Este WACC debe ser la rentabilidad mínima que debe generar la empresa para poder cubrir sus obligaciones con socios y con entidades financieras. Además debe ser un comparativo esencial con los indicadores de rentabilidad ROS, ROE y ROA, los cuales deberían estar por encima del nivel del WACC. Por medio de la ponderación de la deuda financiera y las tasas efectivas anuales con la que se maneja la misma, para obtener el costo de la deuda, y realizando el llamado modelo CAPM para hallar el costo del patrimonio, que son las fuentes de financiación con las que cuenta una empresa, obtenemos el Costo Promedio Ponderado de Capital. En el caso particular de SAFRATEC Holding al realizarse la proyección de las condiciones dadas por los propietarios, se observa que ROE o Rentabilidad de Patrimonio se encuentra por encima del WACC y caso contrario ocurre con ROS y ROA, que observan inferiores al WACC. Además también se observa un aumento constante de este último, situación que también se puede explicar por las políticas de endeudamiento de la empresa, en la que la única deuda financiera es la del Leasing solicitado para la construcción de la planta de Osorno y el aumento de financiamiento a través de capital de los socios, situación que hace que dicha financiación sea más costosa.



#### 4. EVALUACIÓN FINANCIERA DEL PROYECTO

La determinación de los flujos de caja libres a partir del EBITDA y expresarlos en valor presente es lo que permite la determinación del valor de la empresa, que es la finalidad de esta investigación.

Tabla 3. FCFE EBITDA - WACC

	FCFE EBITDA	WACC
2016	-46.406.658	8,46%
2017	256.554.563	9,90%
2018	276.800.153	13,92%
2019	299.289.328	14,21%
2020	324.364.614	14,48%
2021	352.420.385	14,48%

Fuente. (PROPIA, 2018)

Se hace indispensable también tener en cuenta el Costo Promedio Ponderado de Capital, para determinar el costo de la operación de SAFRATEC Holding a futuro, por tanto su determinación a través del modelo CAPM es necesaria a la hora de tomar una decisión para alcanzar un valor que permita la toma de decisiones.

Tabla 4. Patrimonio - Activo

Valor Patrimonio	2.382.375.703
Valor Activos	3.035.027.327

Fuente. (PROPIA, 2018)

#### 5. CONCLUSIONES

1. Después de realizar el modelo financiero de la empresa SAFRATEC Holding, teniendo en cuenta las proyecciones estimadas por sus socios, se logra obtener el valor de la empresa, se aprecia como éste ha sido afectado por las indecisiones y desacuerdos existentes al interior de la compañía, traduciéndose en rentabilidades menores al mínimo considerado, es decir, el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC).

2. Al tratarse de una empresa ubicada dentro del sector agroindustrial, se infieren unos costos de producción altos para poder soportar la operación, sin embargo, a través de las estimaciones realizadas se evidencia que los gastos que no son directos de producción son altos. Por tanto, no se logra que la

diferencia entre ingresos operacionales y costos de producción, margen bruto de explotación, se vea reflejada en mayores utilidades, de igual manera las rentabilidades (ROE, ROA, ROS), a pesar que muestran una recuperación en las proyecciones, estas no están siendo suficientes para alcanzar y superar los mínimos necesarios para cubrir la operación de SAFRATEC Holding.

3. La construcción de la planta en la ciudad de Osorno ha significado una gran apuesta que apenas se empieza a traducir en ventas, sin embargo, la falta de control por parte de los socios de la misma, debido a su ubicación, aunque estratégica para su funcionamiento, no ha dejado que esa mayor producción y ventas se conviertan en utilidades para SAFRATEC Holdings.

4. Se aprecia una ineficiencia corporativa en la compañía chilena, que se infiere a través del comportamiento del margen EBITDA, el cual ha alcanzado un máximo solo de 12%, muy alejado del 100%, es decir se está gastando más del 80% en costos y gastos para la operación de SAFRATEC Holdings. A pesar de un comportamiento y proyecciones relativamente constantes de este margen al encontrarse en niveles tan bajos provoca que no solo las situaciones al interior de la empresa lo afecten, si no que sea más vulnerable a situaciones de mercado, en este caso particular, la situación macroeconómica presenciada y proyectada en Chile.

#### 6. RECOMENDACIONES

1. Hacer una revisión exhaustiva en lo concerniente a los gastos que no están relacionados directamente con la operación, puesto que estos son los que están destruyendo valor a la empresa, ya que no permiten que los ingresos operacionales se traduzcan en mayores utilidades y por tanto, mejores rentabilidades que se sitúen por encima del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC).

2. El apoyar la operación de la compañía en una financiación mayormente de patrimonio, se está incurriendo en mayores costos, que los que generaría un financiamiento más equilibrado. Se hace imperante replantear la política de financiación, tomando en cuenta la deuda financiera y no apoyarse de manera exclusiva en la que se está realizando a través de capital.

## AGRADECIMIENTOS

Los autores agradecen el empeño con el que los profesores tanto del pensum de la Especialización en Gerencia y Administración Financiera, como los del Seminario de Investigación Aplicada – Finanzas Corporativas, dedicaron su tiempo y cátedras con la mayor disposición para la transmisión y enseñanza de los conocimientos necesarios para nuestro desarrollo integral en el campo financiero.

## REFERENCIAS

- BANCARIBE. (07 de 08 de 2017). *El ROA y el ROE: Su significado y cómo calcularlo*. Obtenido de <http://www.bancaynegocios.com/el-roa-y-el-roe-su-significado-y-como-calcularlo/>
- CHAPA AMAYA, N. E. (02 de 02 de 2010). *VALORACIÓN DE EMPRESAS*. Obtenido de <https://www.gestiopolis.com/valoracion-de-empresas/>
- EmpresaActual. (24 de 05 de 2016). *EmpresaActual.com*. Obtenido de Qué es el WACC y para qué sirve: <https://www.empresaactual.com/el-wacc/>
- GARCIA SERNA, O. L. (2009). *Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones 4ª Edición*. Medellín: BERNALIBROS S.A.S.
- GARCIA, O. L. (2003). EL SISTEMA DE CREACION DE VALOR. En O. L. GARCIA, *GERENCIA DEL VALOR, VALORACIÓN DE EMPRESAS Y EVA* (pág. 14). BERNALIBROS S.A.S.
- GH CAPITAL INVEST. (Septiembre de 2018). CASO DE ESTUDIO. *SAFRATEC HOLDING*.
- LORENZANA, D. (26 de 02 de 2014). *PYMES Y AUTONOMOD*. Obtenido de <https://www.pymesyautonomos.com/administracion-finanzas/que-mide-la-relacion-entre-roa-y-roe>
- Martín, J. (25 de 06 de 2018). *¿CUÁNTO VALE TU EMPRESA POR DCF?* Obtenido de <https://www.cerembs.co/blog/cuanto-vale-tu-empresa-por-dcf>
- MASCAREÑAS, J. (04 de 04 de 2001). *Gaceta financiera*. Obtenido de <https://www.gacetafinanciera.com/WACC.pdf>
- PROPIA, C. (Octubre de 2018). Modelo Financiero SAFRATEC. Bogotá, Bogotá D.C, Colombia.
- PULECIO, C. D. (15 de 02 de 2012). *¿QUÉ ES EL EBITDA Y EL MARGEN DE EBITDA?* Obtenido de <http://karlosdussan.blogspot.com/2012/03/7-que-es-el-ebitda-y-el-margen-de.html>
- SAFRATEC. (2013). Obtenido de SAFRATEC: <http://safratec.com/la-empresa/>
- VIDARTE, J. J. (04 de 12 de 2017). *EL FLUJO DE CAJA DESCONTADO COMO LA MEJOR METODOLOGÍA EN LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE UNA EMPRESA*. Obtenido de [https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja\\_josevidarte.pdf](https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf)