

Valoración Comparativa Safratec Holding - Métodos De Flujo De Caja Descontado Y Múltiplos Relativos

Natalia Cañas Yate¹, Jeisson Fabian García Cortes², Erika Lorena Bolivar³

Resumen— Utilizando los métodos de Flujo de Caja Libre Descontado (FCL) y Múltiplos relativos, se estableció el valor de la compañía Safratec Holding en el mercado, para luego determinar el valor del 30% de las acciones de la empresa, las cuales pretende adquirir un inversionista español. Inicialmente se efectuó un estudio del entorno macroeconómico de Chile, del comportamiento sector agroindustrial y de la corporación. En el análisis de la organización se tuvo en cuenta la evolución de las cifras de los últimos años y de acuerdo con las estimaciones que tiene la entidad, para los próximos años, se hizo la proyección del estado de situación financiera y estado de resultados integral con el fin de conseguir los flujos de caja futuros y establecer el valor final. El valor presente de los flujos de caja calculados, se establecen utilizando la tasa de descuento WACC (Costo Promedio Ponderado del Capital)

Palabras clave— Capital, EBITDA (Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), Flujo de caja descontado, Flujo de caja libre, Inversiones, Precio-Beneficio, Riesgo, WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital)

Abstract— By using the free Discounted Cash Flow (DCF) and valuation using multiples, it was established the company's Safratec Holdings' value in the market,

subsequently determined the 30% value of the company's stock, which a Spanish investor intends to acquire. Initially, a study on the Chilean macroeconomic environment, agro-industrial field behavior, and the corporation was undertaken. In order to obtain the forthcoming cash flow and establish the final value, it was taken into account within the analysis, the figures evolution during the recent years and according to the planned entity's projections for the coming years, the projection of the funding situation status and integrated outcome result status. The current calculated cash flow values are established by using the discount rate WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Key Words— Equity, EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization), Discounted cash flow, Free cash flow, Investments, Price to Earnings, Risk, WACC (Weighted Average Cost of Capital)

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es efectuar a Safratec Holdings un análisis financiero y valoración basado en los métodos flujo de caja libre y múltiplos relativos, con el fin de realizar un comparativo entre ellos y analizar los resultados obtenidos, para esto se

¹ Contadora Publica de la Fundación Universitaria Los Libertadores y actualmente cursando Especialización en Gerencia y Administración Financiera en la Universidad Piloto de Colombia

² Profesional en Negocios Internacionales de la Universidad Agustiniiana y actualmente cursando Especialización en Gerencia y Administración Financiera en la Universidad Piloto de Colombia

³ Contadora Publica del Politécnico Grancolombiano y actualmente cursando Especialización en Gerencia y Administración Financiera en la Universidad Piloto de Colombia

proyectan los estados financieros en el periodo comprendido 2020 a 2023. Se plantean estrategias encaminadas a generar valor para la compañía como: reducir la deuda por medio de capitalización, renegociación con los proveedores en acuerdos de pago, entre otras.

Para los fundamentos teóricos se hace una revisión bibliográfica, teniendo en cuenta escritos basados en métodos de valoración por Flujos de caja libre y Múltiplos relativos, todo esto para captar información necesaria y realizar la aplicación y análisis respectivo de la empresa.

De la misma manera, se analiza el entorno económico-financiero internacional y nacional, con relevancia en el crecimiento del sector y del país, los cuales influyen en la proyección y desarrollo del objeto social de la empresa.

Para el año 2019, se hace un diagnóstico financiero estratégico, con el fin de conocer de manera detallada la evolución de la compañía en cuanto a cifras e indicadores de rentabilidad, liquidez, solvencia, entre otros.

Asimismo, se aplican las técnicas de valoración anteriormente mencionadas (Flujo de caja descontado – Múltiplos relativos) se halla el valor de la empresa y se explican los resultados obtenidos.

Por último, se presentan las conclusiones de la valoración y recomendaciones para la compañía.

2. MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL

La valoración de empresas o de partes de empresas puede efectuarse con diversos propósitos, y en la mayoría de las ocasiones suele provenir ante el interés de la compra y venta de empresas o parte de ellas, fusión,

escisión, aportación de activos, canje de valores o aumento de capital. También cuando se produce el hecho de la separación de accionistas con derecho a indemnización u otros casos similares de compensación. También se produce el interés de llevar a cabo este proceso ante decisiones de gestión interna, o en su caso valoraciones por razones fiscales. Además de otras motivaciones como puede ser la planificación de herencias, reclamaciones judiciales. Al fin y al cabo, es de interés de la propiedad disponer de una valoración objetiva por parte de un experto independiente. (Canto, 2014)

El valor depende también de la finalidad de la valoración. No tiene el mismo valor una participación minoritaria que una participación de control. También es importante considerar el riesgo y la concentración y falta de liquidez de la inversión. Cuando se utiliza, como veremos el método del Descuento de Flujos de Caja, estos aspectos se consideran a través de la tasa de descuento, pero al aplicar otras metodologías son aspectos a tener en cuenta en la definición del valor final.

Es importante señalar que no hay que confundir el valor de una empresa con el valor de sus activos (inmuebles, maquinaria etc.) Los activos son medios para generar el valor de la empresa, pero no son el valor de esta. Puede suceder el caso de una empresa que no genere valor por incompetencia de sus gestores, por el tipo de mercado en el que está o por el producto que produce y que su inmovilizado tenga un valor de mercado superior al de la empresa. En ese caso los accionistas o propietarios deberían plantearse liquidar la empresa, vender el inmovilizado y los recursos dedicarlos a otro proyecto. (Jerónimo Aznar Bellver, 2016)

La valoración de empresas adopta una dimensión de importancia mayor en el contexto de fusiones y adquisiciones por la

importancia que tienen las transacciones a nivel empresarial, financiero e incluso político. A pesar de cotizar en bolsa, una adquisición es siempre motivo de atención y una oportunidad para revalorar empresas que cotizando en bolsa deberían estar teóricamente siempre sometidas a valoración. En estos contextos vemos como empresas que cotizaban a precios relativamente bajos se revalorizan de manera significativa, en ocasiones por las primas que los compradores están dispuestos a pagar, pero en otras tal vez por el análisis extra al que se somete la entidad. Es por ello que la valoración en este contexto toma una dimensión mayor si cabe. (Canto, 2014)

Actualmente existen diversas metodologías de valoración de empresas, no obstante, para este trabajo se utilizaron los métodos de flujos descontados y el de valor por múltiplo.

Método de Descuento de Flujo de Caja (DFC)

Es el método de valoración más utilizado y favorito de los expertos que quieren obtener un justo y real valor de una empresa, ya que sobre todo determina el valor intrínseco de una compañía. Las principales características de este método son:

- El valor de un negocio en función de su capacidad para generar recursos financieros a futuro.
- Incorpora el concepto de riesgo, tanto de negocio como financiero.
- Contempla el valor temporal del dinero.
- Considera las inversiones requeridas para la generación de recursos.

Este método evita la falta de homogeneidad de la información contable, derivada de la existencia de criterios alternativos aceptables. Como principal inconveniente, podríamos citar el posible carácter subjetivo de alguna de las hipótesis utilizadas para cuantificar el

riesgo. Para calcular el valor de los Recursos Propios de la empresa se adoptará el siguiente enfoque: Calcular el Valor Actual Neto de los activos operativos (Valor Empresa). Al valor obtenido por DFC se le restará el valor de la deuda neta total, obteniéndose de esta forma, el valor de los recursos propios (Valor Equity). Este método implica prever las ganancias y flujos de caja futuros y a continuación descontarlos del valor actual usando un tipo de descuento ajustado al riesgo. Hay varios determinantes de valor fundamentales en este método. Uno es la base de ganancias o flujos de caja que se ha usado. Otro es el tipo de crecimiento empleado para prever valores futuros. Y el último es el tipo de descuento usado para convertir el valor previsto futuro en un valor actual.

(Canto, 2014)

Según la definición del IESE Business School, el descuento de flujos de caja es una metodología de valoración fundamental muy utilizada en el mundo de las finanzas. Se basa en la teoría financiera que define el valor de un activo como el descuento de flujos de caja que generará dicho activo en el futuro. El valor derivado de esta valoración se conoce como valor intrínseco de la empresa que se distingue del ‘valor de mercado’ que se refiere al valor que un mercado activo otorga a la empresa en un momento dado. Hasta ahora los métodos de valoración vistos determinan valores de mercado y no intrínsecos. El método de descuento de flujos de caja es el método más complejo de los tres por el número de suposiciones que hay que hacer a lo largo del proceso y por lo tanto las posibilidades de error existentes (School, 2008)

Por otro lado, está la metodología de múltiplos relativos que permite valorar diferentes tipos de empresas, siempre y cuando éstas sean comparables.

Una vez se ha elegido el universo de empresas comparables a partir del cual se extrapolará una valoración, se puede proceder a la valoración. Para ello es preciso escoger los ratios de valoración que se utilizarán en el ejercicio. Los ratios más comunes para esto son 'Valor de Empresa/EBITDA' o Precio/Beneficio (Price to Earnings), sin embargo, para ciertas industrias o situaciones concretas puede tener sentido el uso de otros ratios más representativos. Los ratios sacados de las empresas comparables serán en primera instancia analizados con el fin de detectar posibles errores en la selección de comparables. Es común que llegados a este punto se encuentre una empresa con un múltiplo superior o inferior en gran medida al resto en cuyo caso se excluirían del cálculo final. Como regla general, llegados a este punto solo debería de haber entre 2 y 4 empresas comparables dado todas las restricciones expuestas anteriormente. El resto de las empresas se mantendrán como puntos de referencia y como información adicional pero no serán utilizadas en el cálculo de la valoración (Damodaran)

Como última consideración, hay que tener en cuenta que a lo largo del proceso se han podido cometer errores y malinterpretaciones de datos financieros que lleven a una valoración final equivocada. Estos errores pueden proceder de una mala elección de empresas comparables, errores en los ajustes por gastos o ingresos excepcionales o simplemente por encontrarse el mercado en una burbuja que afecta las valoraciones de las empresas al alza. Por ello es común que la valoración final usando este método se exprese como un intervalo y no como un número fijo. Además, rara vez se lleva a cabo este análisis sin compararlo a los resultados de otros análisis para detectar posibles errores (Rosenbaum, 2013)

En seguida se indican los lineamientos conceptuales para el desarrollo del presente trabajo:

2.1 INDICADORES

2.1.1 INDICADORES DE LIQUIDEZ

a) Razón Corriente: Este ratio permite determinar el índice de liquidez de una empresa, indicando la capacidad que tiene la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras, deudas o pasivos a corto plazo.

(Activo corriente / Pasivo corriente)

b) Razón Ácida: Este ratio permite medir la liquidez de una empresa y por ende su capacidad de pago.

(Activo corriente – Inventarios) / Pasivo corriente

c) Capital de trabajo: Se entiende como los recursos que requiere la empresa para poder operar.

(Total activos corrientes – Total pasivo corriente)

d) Ciclo de Caja: Este indicador expresa la cantidad de tiempo, en días, que le toma a una organización cambiar las materias primas en flujos de efectivo procedentes de las ventas.

(Caja/Ventas (días))

2.1.2 INDICADORES DE SOLVENCIA

a) Leverage (D/K): Indicador que mide el nivel de endeudamiento de una empresa en relación a sus activos o patrimonio.

(Total Pasivo / Patrimonio)

b) Leverage (A/K): Indicador que mide el nivel de activos de una empresa en relación a su patrimonio.

(Total Activo / Patrimonio)

c) Cobertura de Intereses: Indicador que mide el número de veces que una empresa podría hacer los pagos de intereses de su deuda con las ganancias generadas antes de intereses e impuestos.

d) EBIT: Ganancias antes de intereses e impuestos. (Earnings Before Interest, Taxes) Esta razón se determina en base a antes de impuestos ya que los intereses son deducibles de impuestos. Muestra hasta donde las utilidades pueden soportar el cubrir los intereses.

2.1.3 INDICADORES DE RENTABILIDAD

a) Margen Bruto: Mide la capacidad que tiene una empresa de producir ganancias, teniendo en cuenta todos los costos del negocio.

(Utilidad Bruta / Ingreso Operacional)

b) ROA: Mide el grado de eficiencia de los activos totales de una empresa, independientemente de las fuentes de financiación que haya utilizado, y de la carga fiscal del país en el que ésta desarrolla su actividad principal.

(Beneficios EBIT / Activos Totales)

c) ROE: Mide el rendimiento de la inversión de los dueños después de intereses e impuestos, es la capacidad de generación de utilidad para el dueño o accionistas.

(Utilidad Neta / Patrimonio)

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. (Salas, 2002)

2.2 MÉTODOLÓGIA GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS

Los diferentes métodos para el descuento de flujos futuros, parten de la siguiente expresión (Fernandez, 2008)

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

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)

Se considera un proceso simplificado cuando se cuenta con un número significativo o indefinido de 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:

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

3. EVALUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE SAFRATEC HOLDING

Las exportaciones agropecuarias y forestales

destinadas a los países con los cuales Chile tiene acuerdos comerciales vigentes se han incrementado significativamente en los últimos años, con la excepción de 2015 donde se produjo una contracción de 8,5% en comparación con el año anterior; a esta caída contribuyeron principalmente los envíos a China, Estados Unidos y Japón, como también a las zonas económicas de Mercosur y Unión Europea. Sin embargo, hoy en día el 94% de las exportaciones se realizan bajo acuerdos comerciales.

La evolución de las importaciones dentro de los acuerdos comerciales, respecto de las que se realizan fuera de ellos, ha cambiado radicalmente desde los años 90 a la fecha, producto de la decisiva agenda de negociaciones comerciales. Esta situación ha significado que si en 1991 las importaciones bajo acuerdos eran el 0,5% del total, en 2018 fueron el 99%. (Oficina de Estudios y Políticas Agrarias, 2019)

Safratec Holdings es una empresa chilena, participante del sector agro-industrial, que comienza sus operaciones en el año 2004, 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.

En los últimos años, la empresa se ha enfocado en la creación de nuevos productos y en la reorganización de sus negocios para enfrentar la segunda fase de crecimiento de la empresa. Esta etapa, sin embargo, se presentan desafíos relacionados con una mayor presión de parte de sus competidores, la pronunciada desaceleración de la economía chilena en los últimos dos años y la depreciación del tipo de cambio peso chileno/dólar, lo que presiona sus costos de importación.

Socios y Estructura de la Empresa

Sus socios, Fernando Varas y Michel Ithurbisquy, ambos con una participación societaria de 50%, se encuentran en un momento decisivo de la compañía. Por una

parte, han recibido una oferta de compra de un 30% del total de la compañía por parte de un grupo inversionista español Tecnovit.

El dueño del grupo español es un viejo conocido de ambos socios de la empresa chilena, con quien han realizado negocios en años anteriores.

Por otra parte, los socios –que mantienen la propiedad de la compañía en partes iguales– mantienen actualmente visiones distintas respecto de la forma de desarrollar los negocios futuros de la empresa. Mientras Fernando es más conservador y desea mantener la importancia relativa del negocio de exportación, que ha sido uno de los más rentables históricamente, Michel desea experimentar nuevos negocios que agreguen potencial valor a la compañía. Incluso Michel ha comprado a título personal recientemente el 33,33% del patrimonio de una empresa comercializadora de medicamentos para animales llamada Agroservice en USD 150.000, con la idea de incorporarlo posteriormente a Safratec Holding. Lo anterior ha creado algo de tensión entre los socios, dada la visión diferente de ambos respecto de qué hacer hacia el futuro de Safratec.

Esta indefinición amenaza con dañar el proceso de venta del porcentaje societario al grupo español y, eventualmente, reducir la capacidad de la empresa de crecer con más dinamismo en el futuro.

Aún cuando Safratec ha alcanzado casi los USD 10 millones en ingresos por ventas en los últimos años, su estructura corporativa es relativamente simple. Los dos socios son los generadores comerciales de las áreas veterinarias (Michel) y Exportación (Fernando), las más importantes de la

empresa. Entre ambos, además administran comercialmente las divisiones de sistemas automatizados y transportes, actividades que si bien son de menor relevancia en el total de generación de ingresos de la empresa, son de creciente importancia.

Áreas de Negocio

La empresa posee hoy día cuatro Líneas de Negocio que le otorgan una amplia diversificación en la comercialización de productos de agroindustria, en la tecnificación de sistemas de producción de alimentación animal y en el área de transporte de productos alimenticios para producción animal.

Las actuales Líneas de Negocio de la empresa son la División Veterinaria, la División Exportación, la División de Equipos para sistemas de Producción Animal, y la División de Transporte.

El detalle de líneas de negocios de la empresa están representadas por:

- **División Veterinaria:** Negocio orientado a la importación y comercialización de aditivos y suplementos naturales para alimentación animal. Los productos tienen principalmente origen europeo, principalmente de Francia, Suiza y España. Estos productos permiten la optimización de la producción animal, entre ellos aves y cerdos.

Entre los principales clientes de esta área de negocios se encuentran las más grandes empresas del país productoras de proteína animal, tales como Ariztía, Agrosuper, Sopralval e Iansagro, todas con gran potencial de producción y capacidad exportadora de primera línea.

- **División Exportación:** Línea de negocio orientada a la exportación de subproductos proteicos y energéticos de origen animal

provenientes de harinas de vísceras y aceites de pescado, principalmente hacia los mercados de Perú, Ecuador y República Dominicana.

- **División de Equipos para sistemas de producción animal:** Línea de negocio especializada en el diseño e instalación de equipos automatizados de alimentación animal, con operación en el sur de Chile, en la ciudad de Osorno.

- **División de Transporte:** Línea de negocio orientada al transporte de alimento e ingredientes a granel para la alimentación animal, con enfoque principalmente en la producción lechera de la zona sur del país.

Estrategias de Negocio

En el comienzo de la compañía los socios se enfocaron en la división de exportaciones, la que representaba más del 90% del total de ingresos en los primeros años. Sin embargo, a partir del año 2009, y basado en el empuje de Michel, la empresa se enfoca también en la división veterinaria, la que comienza poco a poco a tomar importancia dentro del total de generación de ventas, a tal punto que a fines del año 2013, el negocio veterinario contaba con más del 70% del total de ventas, es decir aproximadamente USD 3,5 millones del momento.

Por su parte, Fernando ha sido el impulsor del negocio de exportación y lo ha considerado siempre como el negocio que ha subsidiado el nacimiento y desarrollo del resto de los negocios. Efectivamente la exportación ha resultado uno de los puntales de la compañía desde los primeros años, representando más de un 50% del total de ventas de la empresa.

A partir de 2012 los socios toman la decisión de desarrollar el negocio de sistemas automatizados y de alimentos a granel, lo que

se traduce en un creciente nivel de ingresos por ese concepto. Sin embargo, los socios en Santiago, a tantos kilómetros de distancia, intentan administrar esta división con la cercanía con que lo hacen en las divisiones de exportación y veterinaria; sin embargo, sienten que no cuentan con los mecanismos de control adecuados. Por ello, descansan en el Jefe de Ventas como responsable máximo de la división, el que tiene incentivos variables por cumplimientos de objetivos comerciales.

Para proteger el negocio de exportación, la compañía ha considerado realizar coberturas cambiarias, dado que, con la depreciación del peso chileno frente al dólar, los insumos importados suben considerablemente de valor, el que no se puede traspasar directamente a los precios al consumidor en los mercados a los que la compañía exporta sus productos. (Invest, 2019)

3.1 Entorno económico-financiero internacional y nacional

Chile ha sido una de las economías latinoamericanas que más rápido creció en las últimas décadas, debido a un marco económico sólido, que le ha permitido amortiguar los efectos de un contexto internacional volátil y reducir la pobreza. Sin embargo, más del 30% de la población es económicamente vulnerable y la desigualdad de ingresos sigue siendo elevada.

En un contexto de agitación social, el crecimiento del PIB se redujo de 3,9% en 2018 a 1,1% en 2019. Las disrupciones en la actividad económica ocasionaron un repunte del desempleo, que pasó de 7,1% en diciembre de 2018 a 7,4% en diciembre de 2019. La protesta social dio lugar a un cambio en la composición del gasto público, menos dedicado a la promoción de la inversión y más al aumento del gasto social. Asimismo, llevó

al gobierno a convocar a un referéndum constitucional, actualmente programado para el 25 de octubre de 2020.

El déficit en cuenta corriente aumentó de 3,6% del PIB en 2018 a 3,9% en 2019, siendo la caída de las exportaciones compensada ampliamente por la disminución de las importaciones, generada por una demanda interna en retroceso. A medida que disminuía la inversión extranjera, el déficit externo era financiado por deuda externa privada y pública, que acusó un incremento, de 62% del PIB en 2018 a 70% en 2019. Durante ese período, las reservas internacionales aumentaron ligeramente, de USD39,8 a USD40,7 mil millones, pese a las intervenciones del Banco Central para evitar una mayor depreciación monetaria.

El déficit fiscal aumentó de 1,5% del PIB en 2018 a 2,7% en 2019, debido al gasto adicional en respuesta al descontento popular y a la desaceleración de la economía, los menores ingresos tributarios y la caída de las exportaciones de cobre. El déficit fue financiado en parte con medidas de contención fiscal, pero la deuda pública aumentó de 26% a 28%, en su mayor parte deuda interna.

La protesta social reflejó una frustración ampliamente difundida de la población ante la elevada y persistente desigualdad de oportunidades, que se mantuvo a pesar de las importantes mejoras en los resultados sociales. Entre 2006 y 2017, Chile había reducido la pobreza (ingresos de menos de USD5,5 al día), de 19,6% a 3,7% y el porcentaje de población vulnerable (ingresos entre USD5,5 y USD13 al día) se había reducido de 43,9% a 30,1%. No obstante, la desigualdad de ingresos medida según el coeficiente de Gini, se mantuvo en cerca de 0,44 en 2017, ubicándose entre las más altas de la región. La clase media en expansión percibe una alta desigualdad de

oportunidades, debido a la segmentación de la oferta de servicios de educación y atención de salud y la segregación de los mercados laborales. (Banco Mundial, 2020)

3.2 Diagnóstico financiero estratégico

Durante el año 2019 la estructura del activo se encuentra conformada en un 76% por el activo corriente y 24% de activo no corriente. Dentro del activo líquido se destaca la participación de los inventarios con el 43% y deudores comerciales con el 28%. La evolución del ciclo de conversión del efectivo durante los últimos 4 años ha venido en aumento y para el 2019 se encuentra en 52 días, debido a la disminución del plazo de pago de las cuentas por pagar comerciales, con una variación de 113 días en 2016 a 47 días en el 2019.

Tabla 1.

Ciclo de conversión del efectivo

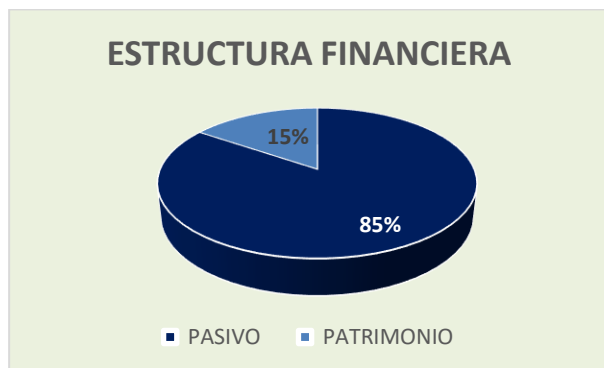
	2016	2017	2018	2019
Rotación cartera	33	34	38	39
Rotación inventarios	76	58	53	60
Rotación proveedores	113	102	73	47
Ciclo conversión efectivo	-4	-10	18	52

Fuente: elaboración propia

Por otra parte, en el activo no corriente se encuentra la propiedad planta y equipo, en donde funcionara la planta de producción en los próximos años. La relación de activo corriente / pasivo corriente es de 1.1 y activo no corriente / pasivo no corriente es de 1.5, siendo adecuadas para desarrollo de la operación.

La estructura financiera de la empresa para el 2019 concentra un 85% en el pasivo, las obligaciones financieras tienen la mayor participación con el 66%, seguido de las cuentas por pagar comerciales con 26% y otros pasivos con el 7%. (ver Grafica 1.)

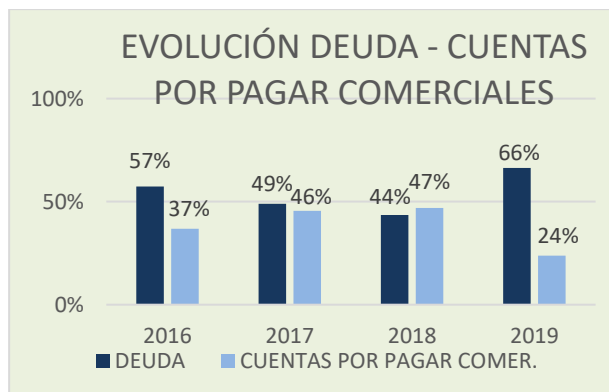
Gráfica: 1 Estructura Financiera Safratec Holding



Fuente: elaboración propia

El nivel de endeudamiento promedio que registra la empresa durante los últimos años es del 84%, sin embargo, la participación de las cuentas dentro del pasivo al cierre del 2019 presentan una variación significativa, en donde las cuentas por pagar comerciales se reducen, lo que llevo a que la compañía fondeara su operación con deuda, (ver Gráfica 2)

Gráfica: 2 Evolución deuda - cuentas por pagar comerciales

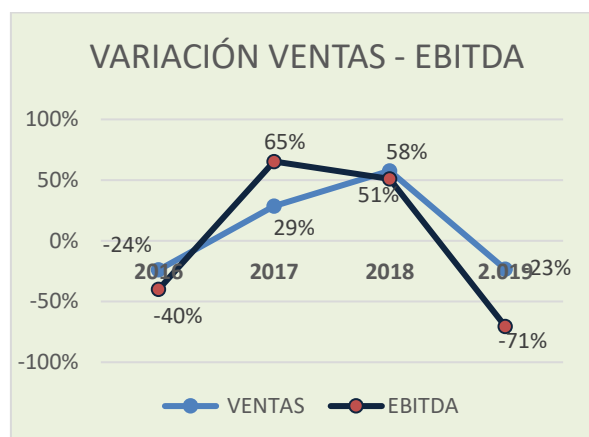


Fuente: elaboración propia

La estructura de capital de la empresa evidencia que el apalancamiento para el cierre 2019 se da principalmente con deuda, que puede llegar a representar un riesgo importante ante la recesión económica, por el alto costo financiero que afecta de forma negativa el resultado operacional. Es

importante considerar el riesgo de la deuda en moneda extranjera y su relación con la tasa de cambio del peso chileno, que ante un escenario de devaluación puede llegar a materializar una pérdida por cambio.

Gráfica: 3 Comportamiento ventas - Ebitda



Fuente: elaboración propia

El Ebitda para el año 2019 se encuentra en un 2.7%, presentando una variación del 5.7% respecto al 2018 y al promedio histórico de la empresa, el cual se ubica en un 6.8%. El descenso en este indicador se origina por la reducción de las ventas, principalmente en la línea de exportaciones.

Respecto a la rentabilidad neta del ejercicio, ésta se encuentra en la misma tendencia, ya que el promedio registrado es del 4.7% desde 2017 y el resultado del año 2019 es del 2.9%, resultado que está asociado a la crisis social que se vivió en Chile durante este año y que tuvo gran impacto en el escenario económico.

Por último, parte de la operación de Safratec Holding está orientada a la importación y comercialización de aditivos y suplementos naturales, los cuales tienen origen europeo de países como Francia, Suiza y España, por lo cual, es importante la medición, evaluación y control de la exposición al riesgo cambiario y cuál sería su efecto sobre el margen bruto de la actividad, no obstante, cabe mencionar que

Safratec Holding mantiene coberturas en forwards que mitigan parcialmente este riesgo.

3.3 Estrategias económico-financieras y/o proyectos

Dentro de las estrategias económico financiera de la compañía Safratec Holding, se encuentran planteadas las siguientes:

Reducción de la deuda: La estrategia planteada para este rubro, comprende la capitalización de las utilidades retenidas de la compañía, con el fin de prepagar las obligaciones financieras registradas actualmente.

Política dividendos: Se debe establecer una política clara de repartición de dividendos basada en el cumplimiento de metas en ventas y con la evaluación previa del indicador de cobertura de deuda (ebitda / interés + capital), cuyo resultado mínimo debe ser establecido por la junta directiva de la empresa.

Renegociación con proveedores: Luego del estudio del ciclo de conversión de efectivo se evidencia que es necesario el crear nuevos acuerdos de pago con proveedores, los cuales permitan a la compañía un manejo adecuado de su flujo de caja y reduzcan el porcentaje de apalancamiento con deuda.

Eficiencia operacional: Para esta estrategia se plantea una reducción de costos, a través de una negociación con proveedores con el fin de generar nuevas alianzas que permitan que las compras de materia prima se realicen en volúmenes mayores y utilizando nuevas tecnologías a bajo costo.

3.4 Proyecciones financieras

3.4.1 Estado de Resultados Integral

Para la proyección de los ingresos de los años 2020 a 2023 se establecieron porcentajes de crecimiento, de acuerdo las proyecciones que indica la compañía, para cada división de negocios y para cada línea de ventas así:

División veterinaria: se proyecta un incremento anual del 5% para las líneas de ventas de aditivos y suplementos.

División Equipamiento: para la línea de ventas de accesorios se proyecta un aumento anual del 5% y para la línea de venta de alimentación de silos un 10%.

División Materias Primas: crecimiento del 5% en las ventas de granos.

División Exportaciones: no se proyectan ventas por ninguna de estas líneas, pues se contempla que esta división no continuara en funcionamiento.

División Lubricantes: no se proyectan ingresos para esta división.

División Servicio Técnico: se estima un crecimiento anual del 10%.

División Otros Servicios: para la línea de ventas de bioseguridad se estima que mantenga el mismo nivel de ventas de 2019 y la línea de servicio de transferencia se espera un crecimiento del 15%

A continuación, la Tabla 2. presenta el resultado de las estimaciones hechas:

Tabla 2.

Proyección de ingresos por divisiones de negocio. Cifras en millones de pesos chilenos

	2020	2021	2022	2023
TOTAL INGRESOS (MM)	\$2.839	\$3.002	\$3.175	\$3.360
Veterinaria	\$2.078	\$2.182	\$2.291	\$2.405
Equipamiento	\$527	\$572	\$620	\$673
Materias Primas	\$165	\$174	\$182	\$191
Exportaciones	\$0	\$0	\$0	\$0
Lubricantes	\$0	\$0	\$0	\$0
Servicio Técnico	\$63	\$70	\$77	\$84
Otros Servicios	\$5	\$5	\$6	\$6

Fuente: elaboración propia

En el caso de la proyección de los costos se aplicó la misma metodología para todas las divisiones de ventas de la compañía, que consistió en tomar la participación de: costos por división de ventas/ventas por división, y se estableció un porcentaje promedio de estas participaciones desde el año 2016 a 2019, y este se aplicó para todos los años proyectados. La Tabla 2. muestra el resultado:

Tabla 3.

Proyección costos. Cifras en millones de pesos chilenos

	2020	2021	2022	2023
COSTOS DE VENTAS (MM)	(1.971)	(2.079)	(2.193)	(2.314)
Veterinaria	(1.518)	(1.594)	(1.673)	(1.757)
Equipamiento	(279)	(301)	(325)	(352)
Materias Primas	(154)	(162)	(170)	(178)
Exportaciones	-	-	-	-
Lubricantes	-	-	-	-
Servicio Técnico	(17)	(19)	(21)	(23)
Otros Servicios	(4)	(4)	(4)	(4)

Fuente: elaboración propia

Los gastos operacionales (ventas, administración y personal) se proyectan según el promedio de participación de estos rubros sobre las ventas para los años 2016 al 2019, el siguiente es el resultado de las estimaciones:

Tabla 4.

Proyección de gastos operacionales, cifras en millones de pesos chilenos

	2020	2021	2022	2023
TOTAL GASTOS (MM)	(412)	(435)	(460)	(487)
Gastos de Personal	(240)	(253)	(268)	(283)
Participación (%)	-8,4%	-8,4%	-8,4%	-8,4%
Gastos Overhead	(290)	(307)	(325)	(344)
Gastos de Ventas	(118)	(125)	(132)	(140)
Gastos Administrativos	(172)	(182)	(193)	(204)
Participación (%)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Fuente: elaboración propia

Los gastos financieros se calcularon con una tasa del 5% sobre el saldo de la deuda insoluta para cada año proyectado y los gastos bancarios se estimaron en base al promedio de la relación de estos con el EBIT durante los años 2016 al 2019.

3.4.2 Estado de Situación Financiera

Para la proyección realizada, se tuvo en cuenta lo siguiente:

Cuentas que impactan directamente en el Capital de Trabajo (Cuentas Comerciales por Cobrar, Inventarios Corrientes, Cuentas Comerciales por Pagar y Otras Cuentas por Pagar), para lo cual se establece una reducción del 5% en este rubro; dado que la compañía mantuvo un alto capital de trabajo al finalizar el año 2019.

El restante de las cuentas del Activo y del Pasivo, se proyectan con un incremento del 3.4% para el año 2020 y para los siguientes del 2.9%. Lo anterior, se basó en datos del Informe Económico del Banco Central de Chile “perspectivas económicas en un entorno incierto”, por Mario Marcel, presidente del BCC. (Mario Marcel, Presidente, Banco Central de Chile. , 2020)

Para el año 2020, a la proyección de deuda financiera corriente se le amortizó un total de CL\$150 millones; de los cuales correspondían CL\$50 millones en Activos adquiridos en Leasing, y CL\$100 millones con un proveedor pendiente de pago.

En cuanto a la deuda financiera de largo plazo, se le realizó amortización para cada uno de los años restantes, convirtiéndose al final en Propiedad, Planta y Equipo.

Respecto a la proyección del Patrimonio, se asume que el capital y la revalorización se mantienen constantes; contemplando una distribución de excedentes con crecimiento

gradual, empezando en 6% en 2020 hasta llegar al 9% en 2023.

Tabla 5.

Proyección Estado de Situación Financiera

(MM) PESOS CHILENOS	2020	2021	2022	2023
TOTAL ACTIVOS CTES	\$1.419	\$1.444	\$1.456	\$1.445
TOTAL ACTIVOS NO CTES	\$493	\$509	\$526	\$542
TOTAL ACTIVOS	\$1.912	\$1.954	\$1.982	\$1.986
TOTAL PASIVOS CTES	\$1.083	\$1.016	\$927	\$916
TOTAL PASIVOS NO CES	\$258	\$206	\$155	\$103
TOTAL PASIVOS	\$1.341	\$1.222	\$1.082	\$1.019
TOTAL PATRIMONIO	\$571	\$732	\$900	\$968
CAPITAL DE TRABAJO	\$634	\$602	\$572	\$544
	-5%	-5%	-5%	-5%
% DE PAGO DIVIDENDOS	6%	6%	8%	9%
VLR PAGO DE DIVIDENDOS	\$24	\$32	\$56	\$80

Fuente: Elaboración propia

3.5 Valoración financiera de la empresa SAFRATEC HOLDING.

Se establece la valoración por la metodología de Flujos Futuros de Caja, a través de sus tres métodos:

$$FCFF = EBITDA (1 - TAX\%) + Dep * TAX\% - InvAF - InvCT$$

$$FCFF = EBIT (1 - TAX\%) + Dep - InvAF - InvCT$$

$$FCFF = UN + CNC + Int (1 - TAX\%) - InvAF - InvCT$$

(GH Capital Invest, 2020)

Ilustración 1 Datos y tasas aplicadas en la valoración

DATOS A DICIEMBRE 31 DE 2019

Crecimiento de Perpetuidad (g)	3,50%
Tax	27,0%
Numero Acciones	1.000
WACC	10,5%
Multiplo Damodaran (farming/agriculture)	15,06
Valor activos	\$ 2.116.790.528
Valor Deuda	\$ 955.397.836
Valor patrimonio	\$ 1.161.392.692

Fuente: elaboración propia

Ilustración 2 Tasas para cálculo del WACC

INDICADORES	2019	2020	2021	2022	2023
Kd	5,91%	16,42%	16,89%	21,77%	25,27%
Ke	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%
D/A	0,85	0,70	0,63	0,55	0,51
P/A	0,15	0,30	0,37	0,45	0,49
D/P	5,452	2,347	1,670	1,203	1,053
WACC	4,29%	9,07%	8,54%	9,68%	10,54%
	4,29%	3,93%	3,75%	3,55%	3,47%

Beta	3,87
Tasa bonos a 10 años	4,88%
Rendimiento del mercado Chileno	4,19%

Fuente: elaboración propia

Ilustración 3 Resultado valoración con flujos de caja descontados

	2019	2020	2021	2022	2023	Perpetuidad
FCFF (MM)		\$ 222,70	\$ 242,60	\$ 263,93	\$ 286,82	\$ 179,09
Factor de Descuento		0,9047	0,8184	0,7404	0,6698	9,5178025
VP of FCFF		\$ 201,47	\$ 198,55	\$ 195,42	\$ 192,12	\$ 1.704,51
Suma de VPs		\$ 2.492				
Menos Deudas		\$ 955				
Vlr Intrínseco Patrimonio		\$ 1.537				
Numero de Acciones		1.000				
Valor por acción		\$ 1,54				

Fuente: elaboración propia

Realizado este proceso, se tiene que el valor intrínseco del patrimonio de la compañía corresponde a CL\$1.537 millones, luego, el inversor español deberá pagar CL\$701.3 millones equivalente al 30% de la valoración de la empresa.

Igualmente, para el cálculo por el método de Múltiplos Relativos y en base a datos de Damodaran, el indicador EV/Ebitda es de 15.06 para el sector Agricultura, al multiplicar este índice contra el Ebitda se tiene que el valor de los activos asciende a los CL\$2.116.7 millones, equivalentes a un 27% de distanciamiento en comparación al cálculo realizado a través del método de FCFF.

En cuanto a las diferencias encontradas en los valores resultantes de la aplicación de los métodos de valoración, se pueden explicar por lo siguiente: el método de valoración por múltiplo relativo se calculó con un índice global (EV/Ebitda- Damodaran) para el sector

agroindustrial, mientras que con la técnica de los flujos de caja descontados se tiene en cuenta el comportamiento económico del país, en este caso para Chile el rendimiento del mercado durante los últimos 10 años presenta altas volatilidades, por citar un ejemplo, para el año 2019 el índice IPSA cayó un 8.53%, resultado de la fuerte crisis social que vivió la región.

4. CONCLUSIONES

Para concluir, la valoración de empresa permite medir y maximizar el precio de una empresa, convirtiéndose en un factor esencial al momento de elaborar estrategias corporativas enfocadas a la generación de valor para la compañía y que contribuyan al cumplimiento y mejora de la operación de cada entidad.

En cuanto a las proyecciones realizadas, durante el periodo 2020 al 2023, la conducta estable del flujo de caja libre evidencia la capacidad que tiene Safratec Holding, para cubrir las utilidades que se pagan a los accionistas y cubrir todas las obligaciones financieras, gracias a su rotación de cartera y de inventarios. Se espera que Safratec Holding sostenga un sólido flujo de caja libre aumentando su utilidad operativa y manteniendo en crecimiento el KTNO.

De la misma manera, es notable que Safratec Holding es una empresa financieramente sólida y además goza de una posición económica favorable en el mercado, lo que le permite al posible inversionista y sus accionistas tener la seguridad de colocar sus recursos en ella, con confianza de que le generará buenos retornos a su inversión.

Además, el comportamiento de una empresa no se debe enfocar y valorar únicamente desde el punto de vista financiero, por el contrario, se deben analizar los factores que pueden afectar estos resultados, y así determinar en

qué área se debe tomar correcciones para el mejoramiento continuo en los indicadores de resultados.

Finalmente, la buena organización interna de las compañías, permite exteriorizarse de manera positiva, creando confianza a sus socios, clientes y proveedores, también proporcionan una adecuada proyección financiera basada en herramientas que permitan la buena toma de decisiones.

5. RECOMENDACIONES

Es importante establecer una política de pago de dividendos controlada y es esencial pensar en estrategias de capitalización de la empresa con el fin de fortalecerla patrimonialmente.

Así mismo, utilizar los excedentes de liquidez para que haya una mayor productividad del capital de trabajo, descuentos por pronto pago y demás.

También, se recomienda considerar la aceptación de venta del 30% de la empresa a la firma española con el fin de capitalizarse, analizar los beneficios futuros y la oportunidad de expandirse más internacionalmente.

AGRADECIMIENTOS

Los autores reconocen y agradecen el empeño con el que los docentes 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 y a la UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA junto a su Director de

Especialización en Gerencia y Administración Financiera Ing. Ferney Luengas Bayona. En especial agradecemos a nuestros familiares que con su apoyo incondicional hicieron posible la consecución de este logro. ¡Gracias totales!

School, I. B. (2008). *Metodos de Valoración de Empresas*. Barcelona, España.

REFERENCIAS

- Banco Mundial. (16 de abril de 2020). www.bancomundial.org. Obtenido de <https://www.bancomundial.org/es/country/chile/overview#:~:text=En%20un%20contexto%20de%20agitaci%C3%B3n,1%2C1%25%20en%202019.&text=A%20medida%20que%20disminu%C3%ADa%20la,2018%20a%2070%25%20en%202019>.
- Canto, F. J. (2014). *Método de Valoración de empresas*. Fundacion Novasoft.
- Damodaran, A. (s.f.). *Investment Valuation*. New York: Wiley, Estados Unidos .
- Fernandez, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Universidad de Navarra: Business School.
- GH Capital Invest . (octubre de 2020). VALORACIÓN DE EMPRESAS . Santiago, Chile.
- Invest, G. C. (2019). SAFRATEC HOLDING “LA SOLUCIÓN PARA LA EFICIENCIA EN ALIMENTACIÓN ANIMAL”. Santiago, Las Condes, Chile.
- Jerónimo Aznar Bellver, T. C. (2016). *Valoración de Empresas Métodos y Casos Prácticos Para Pequeñas y Medianas Empresas*. Valencia, España: Editorial Ardiles.
- Mario Marcel, Presidente, Banco Central de Chile. . (2020). *Perspectivas económicas en un entorno incierto. Presentación de Mario Marcel, Presidente del Banco Central de Chile, vía videoconferencia en evento organizado Asimet.*, (pág. 52). Santiago de Chile.
- Oficina de Estudios y Políticas Agrarias. (2019). *PANORAMA DE LA AGRICULTURA CHILENA*. Santiago de Chile.
- Rosenbaum, J. P. (2013). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers and Acquisitions*. (2ª ed.).
- Salas, O. A. (2002). *EVA : valor económico agregado : un enfoque para optimizar la gestión empresarial, motivar a los empleados y crear valor*. En O. A. Salas. Bogotá: Norma.