

Universidad de Costa Rica
Facultad de Ciencias Económicas
Posgrado en Administración y Dirección de Empresas



**Creación de un modelo de valoración financiera de una
corporación costarricense agroindustrial mediante la metodología
de descuento de flujos de caja para las dos unidades de negocio
en Costa Rica y Panamá.**

Estudiante: Jose Rafael González Méndez

Carné: A62547

Proyecto de Graduación para optar por el Posgrado en Administración y Dirección
de Negocios con énfasis en Finanzas.

Profesora guía: MBA. Maribell Varela Fallas, CPA.

Abril, 2018.

Dedicatoria

A mis padres.

Este trabajo de investigación aplicada fue aceptado por la Comisión de Estudios de Posgrados en Administración y Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica, como requisito para optar al grado y título de Maestría Profesional en Administración y Dirección de Empresas con Énfasis en Finanzas

MSc Ridiguer Artavia Barboza
**Director Programa de Postgrado en Administración y
Dirección de Empresas**

MBA. Maribell Varela Fallas
Directora del trabajo de investigación

MBA. Ernesto Orlich Dundorf
Asesor académico

MBA. Sebastián González Méndez
Asesor de la empresa

Jose Rafael González Méndez
Candidato

Tabla de contenidos

RESUMEN	7
INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO I FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA Y DESCRIPCIÓN DEL ENTORNO DE LA INDUSTRIA DE LOS VEGETALES PROCESADOS EN COSTA RICA Y PANAMÁ	12
1.1 Agroindustria	12
1.1.1 Descripción del sector agroindustrial en Costa Rica	13
1.1.2 Generalidades sobre el proceso de vegetales.....	14
1.1.3 Tendencias de consumo.....	15
1.2 Fundamentos teóricos de la valoración financiera.....	17
1.2.1 Estados financieros.....	18
1.2.1.1 Estado de Pérdidas y Ganancias ó Resultados	19
1.2.1.2 Estado de situación	20
1.2.1.3 Estado de Patrimonio de los Accionistas.....	21
1.2.1.4 Estado de Flujo de Efectivo	22
1.3 Índices Financieros.....	22
1.3.1 Análisis porcentual de los estados financieros	22
1.3.2 Indicadores financieros	24
1.4 Valoración de empresas	32
1.4.1 Importancia y generalidades de la valoración de empresas.....	33
1.4.2 Metodologías de valoración de empresas	34
1.5 Valoración por flujos de caja descontados.....	37
1.5.1 Análisis de datos históricos	38
1.5.2 Proyecciones financieras.....	39
1.5.3 El Flujo de Caja Libre (FCL)	42
1.5.4 Tasa de descuento.....	44
CAPÍTULO II SITUACIÓN Y ENTORNO DE LA GESTION OPERTIVA Y FINANCIERA DE LA EMPRESA ...	50
2.1 Antecedentes de la Empresa	50
2.2 Socios comerciales y clientes.....	53
2.3 Misión, visión y valores.....	54

2.3.2	Visión	54
2.3.3	Valores.....	54
2.4	Estructura organizacional	55
2.5	Unidades de negocio	59
2.6	Líneas de productos	60
2.6.4	Jugos.....	61
2.1.8	Flujo de la operación	64
2.1.9	Gestión financiera	66
CAPITULO III _ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA.....		68
3.1	Balance general.....	68
3.1.1	Análisis horizontal del balance general.....	69
3.1.2	Análisis vertical del balance general	75
3.2	Estado de pérdidas y ganancias.....	79
3.2.1	Análisis horizontal del estado de resultados.....	80
3.2.2	Análisis vertical del estado de resultados	81
3.3	Análisis de razones financieras.....	83
3.3.1	Índices de estabilidad.....	83
3.3.2	Índices de gestión.....	85
3.4.3	Índices de rentabilidad	87
CAPÍTULO IV _DESARROLLO DE UN MODELO DE VALORACION FINANCIERA MEDIANTE LA METODOLOGÍA DE DESCUENTO DE FLUJOS.		91
4.1	Características del proceso	91
4.2	Proyecciones de supuestos y escenarios.....	93
4.2.1	Proyección del Estado de Pérdidas y Ganancias	93
4.2.2	Proyección del Balance General y Capital de Trabajo.....	100
4.2.3	Proyección del Flujo de Efectivo	104
4.3	Tasa de descuento	111
4.4	Valor terminal y valor patrimonial.....	112
CAPÍTULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		114
5.1	Conclusiones.....	114

5.2	Recomendaciones	119
	BIBLIOGRAFÍA.....	124

RESUMEN

El objetivo principal del proyecto fue realizar un modelo de valoración financiera mediante la metodología de descuento de flujos para una empresa agroindustrial costarricense tomando en cuenta las dos unidades de negocio que posee en Costa Rica y Panamá.

La Empresa analizada se dedica a procesar y distribuir vegetales y alimentos en distintos sectores como el de Food Service, Retail e Institucional. Cuenta con casi 27 años en el mercado y actualmente está iniciando operaciones en Panamá.

Antes de realizar el modelo financiero, se llevó a cabo un análisis de los últimos 5 años de los estados financieros de la empresa y de sus principales indicadores operativos. En este aspecto se encontraron algunos puntos en dónde la empresa puede mejorar como lo son las cuentas por pagar y la estructura de su deuda.

Para realizar el modelo de valoración se utilizó la técnica de descuento de flujos de caja proyectados, que trata a la empresa como una oportunidad o proyecto de inversión, cuantificando los flujos futuros que sea capaz de generar por medio de sus activos.

Se realizaron proyecciones de las variables más importantes que generan los flujos de caja libre necesarios para la valoración de la empresa. Seguidamente se obtuvo la tasa de descuento, que en este caso corresponde al costo de capital promedio ponderado. Además para el cálculo del costo de los fondos propios se utilizó el Modelo de Valoración de Activos de Capital

Se calculó un valor terminal de la empresa para posteriormente descontarlo como parte de los flujos proyectados. Con la tasa calculada se realiza el descuento de todos los flujos.

Una vez restada la deuda con costo, el valor del patrimonio obtenido asciende a 4.760.965 colones.

Introducción

En el ámbito nacional e internacional, la valoración de las empresas privadas es una actividad utilizada ampliamente.

Por lo general algunas empresas la hacen cuando quieren vender su negocio o cuando quieren darse una idea del valor del patrimonio de los accionistas. Para muchas organizaciones es una herramienta que se utiliza periódicamente para la toma de decisiones y para la rendición de cuentas.

La función primordial de la mayoría de empresas privadas es generar riquezas para sus accionistas. En el caso de la corporación analizada, esto no es una excepción y por lo tanto para los accionistas y la junta directiva, es muy valioso conocer en detalle el valor de la empresa y las variables que afectan el mismo.

La Empresa evaluada en este proyecto es una compañía familiar de capital nacional ubicada en Cartago. La misma fue fundada en 1991 producto de una visión emprendedora que buscaba facilitar las operaciones relacionadas al proceso de vegetales en restaurantes de comidas rápidas. Producto de esta idea, se encontró un nicho de mercado importante que se logró explotar para después expandirse a supermercados y llegar a los hogares de las familias que buscaban facilitar las labores de la cocina. Hoy se encuentra en manos de una segunda generación de accionistas que buscan maximizar el crecimiento y el valor del negocio.

La Compañía da trabajo a más de 240 personas de manera directa principalmente de la zona de Cartago. Se abastece de proveedores de la misma zona con los cuales cuenta con una estrecha relación comercial. Cuenta con distribución refrigerada en la mayoría del territorio nacional y entre sus clientes se encuentran supermercados, las principales empresas de comida rápida en el ámbito nacional e instituciones del estado como los hospitales de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS).

Desde hace más de 10 años la compañía no es sometida a una valoración financiera que refleje el valor total del negocio, lo cual estratégicamente, es fundamental para la empresa ya que funciona como una herramienta para la toma de decisiones corporativas que colaboren a maximizar el valor de la organización.

En los últimos 5 años la empresa ha tenido un crecimiento importante y sostenido, producto de una oferta de vegetales procesados que han logrado llenar las expectativas y cubrir las necesidades del sector industrial de la producción de alimentos. Este tipo de crecimiento acelerado genera nuevos retos necesarios para adaptarse a cambios constantes y un ambiente muy dinámico. Los accionistas y la Junta Directiva de la empresa son responsables de coordinar estas estrategias, y para esto necesitan información actualizada y veraz que colabore en la toma de decisiones informadas y responsables. Dado lo anterior, el presente proyecto resulta de gran importancia ya que se muestra como una herramienta para la toma de decisiones de la alta dirección.

El proyecto tuvo como objetivo principal realizar una propuesta de modelo de valoración financiera mediante la metodología de descuento de flujos para una empresa agroindustrial costarricense tomando en cuenta las dos unidades de negocio que posee en Costa Rica y Panamá.

Derivado de lo anterior, se desarrollaron los siguientes objetivos específicos:

1. Fundamentar teóricamente la valoración financiera de la Empresa. y describir el entorno de la industria de los vegetales procesados en Costa Rica y Panamá.
2. Determinar la situación y el entorno de la gestión operativa y financiera de la empresa con el propósito de tener las bases para realizar el análisis financiero y la proyección de flujos futuros de la compañía.
3. Desarrollar un análisis de la situación actual financiera de la compañía con el fin de determinar cómo se encuentra acorde con la realidad de la industria.

4. Desarrollar un modelo de valoración financiera mediante la metodología de descuento de flujos para la Empresa tomando en cuentas las dos unidades de negocio que posee en Costa Rica y Panamá.
5. Presentar las conclusiones y recomendaciones derivadas del modelo con el fin de mejorar la información disponible para la toma de decisiones por parte de los accionistas de la empresa.

La creación de un modelo de valoración de las dos unidades de negocio en Costa Rica y Panamá pretende ser una herramienta que ayude a la toma de decisiones de la alta dirección para fomentar el crecimiento del patrimonio de los accionistas.

Dado lo anterior, el presente proyecto resulta de gran utilidad ya que no solo aportaría una aproximación del valor del patrimonio de los accionistas, sino que establece una herramienta en donde se puedan modificar los supuestos utilizados y así se generen distintos escenarios que funcionen para la toma de decisiones del negocio en el presente y en el futuro.

Para realizar este proyecto, se analizó la totalidad de las operaciones que la empresa comprende. Se utilizó la información financiera, comercial y operativa disponible y que abarca más de 15 años atrás.

Para las proyecciones de flujos se utilizaron supuestos a 5 años que fueron elaborados mediante el análisis de tendencias, la entrevista a personal clave de la organización, el análisis de los diferentes entornos de la empresa y cualquier otra herramienta que se consideró necesaria. Esto, con el objetivo de poder realizar los supuestos más precisos posibles y así asegurar que los accionistas obtendrán una herramienta con una alta confiabilidad.

Las limitaciones más relevantes para el desarrollo del proyecto fueron de acceso a la información y la divulgación de información.

Esta investigación tuvo limitantes de fuentes de información financiera y operativa de la competencia, ya que los pocos competidores no iban a estar anuentes a poner al público información sensible acerca de su empresa.

No fue posible publicar el nombre de la empresa ya que la misma no desea que la valoración expuesta sea relacionada a su nombre. Además todos los datos que la empresa suministró, así como la información resultante del trabajo, fueron tratados con suma discreción y por ningún motivo esta información podrá ser trasladada a un tercero.

CAPÍTULO I

FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA Y DESCRIPCIÓN DEL ENTORNO DE LA INDUSTRIA DE LOS VEGETALES PROCESADOS EN COSTA RICA Y PANAMÁ

Este Capítulo presenta conceptos sobre valoración de empresas que serán utilizados para llevar a cabo el proyecto presentado en este documento así como generalidades del entorno de los vegetales procesados. El contenido aquí mostrado está principalmente enfocado en el método de valoración que se utilizará en el proyecto, sin embargo, no se limita a este tema ya que la valuación de empresas tiene distintos objetivos, beneficios, resultados y otras implicaciones que se explicarán en este capítulo.

1.1 Agroindustria

Según la FAO, “la agroindustria es la actividad económica que comprende la producción, industrialización y comercialización de productos agropecuarios, forestales y otros recursos naturales biológicos. Implica la agregación de valor a productos de la industria agropecuaria, la silvicultura y la pesca. Es un sistema integrado de negocios agrícolas enfocado en el consumidor, que incluye los aspectos de producción primaria, procesamiento, transformación y todas las actividades de almacenamiento, distribución y comercialización, así como los servicios, públicos y privados, que son necesarios para que las empresas del sector operen competitivamente. Considera a la agricultura como un sistema de cadenas de valor que se centra en dar satisfacción a las demandas y preferencias del consumidor, mediante la incorporación de prácticas y procedimientos que incluyen todas las actividades dentro y fuera de la unidad de producción; es decir, considera todas las dimensiones de la agricultura y acepta que sus productos no siempre son el resultado de la simple producción de alimentos”. (p. 3, 1997)

1.1.1 Descripción del sector agroindustrial en Costa Rica

En el caso de Costa Rica las actividades agroindustriales son desarrolladas en todo el territorio nacional, en mayor o en menor medida, según las particularidades geográficas, climatológicas y la disponibilidad de recursos. Las zonas de producción se encuentran organizadas por el Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica (Mideplan) regiones de desarrollo socioeconómico se dividen: “(i) Chorotega, (ii) Central Occidental, (iii) Pacífico Central, (iv) Central sur, (v) Brunca, (vi) Central Oriental, (vii) Huetar Atlántica y (viii) Huetar Norte” (Mideplan,2011, p.11). En estas zonas las actividades de producción son muy variadas, tal como se puede apreciar en el siguiente mapa. Cada una de ellas tiene una serie de productos característicos debido a la altura y fertilidad de los suelos.

Figura 1.1. Los agronegocios en Costa Rica



Fuente: Informe Agronegocios, Ministerio de Agricultura y Ganadería, Costa Rica, 2017.

Según datos del Banco Central sobre la participación de las actividades económicas en el Producto Interno Bruto de Costa Rica el sector agricultura, silvicultura y pesca donde se encuentran los agronegocios representaban para el año 2015-2016 8,1% del PIB. Dentro de este porcentaje el 75,7% corresponde directamente a actividades agrícolas. Por lo que se podría intuir que cerca del 6,075% del PIB corresponde a actividades agrícolas.

Según esa misma institución para el año 2015 45,7% de las exportaciones correspondían a productos agrícolas mientras el 14,5% de las importaciones. También, emplea a cerca del 12,3% del total de la población económicamente activa.

En el caso de la Empresa, se centra en la venta de vegetales procesados a cadenas de supermercados y cadenas de restaurantes de comida rápida, donde en ambos segmentos se ubica como principal proveedor con cerca del 60% del mercado.

1.1.2 Generalidades sobre el proceso de vegetales

Según Agronegocios de Costa Rica “para que toda actividad agropecuaria se convierta en negocios debe tener los siguientes componentes: provisión de insumos, producción, transformación o procesamiento de materia prima y distribución de la producción en los canales de comercialización.” (2017, nd)

El procesamiento de vegetales implica la adición de valor agregado a la venta de simples hortalizas. En un mercado globalizado, en donde cada vez existe un mayor grado de especialización, los consumidores industriales y las familias buscan ahorrar tiempo y espacio en sus actividades del día a día.

El procesamiento de vegetales implica la transformación física o química de hortalizas para posteriormente ser comercializadas a un valor mayor. En el caso particular de la Empresa, sus actividades de procesamiento se centran en procesos físicos de corte, pelado, descorazonado o mezclado con otros productos. En diferentes etapas de proceso los vegetales también son lavados y desinfectados para obtener un producto inocuo resultante.

Una vez procesados los vegetales, los mismos son empacados utilizando distintas tecnologías de empaques que permiten alargar la vida útil de los productos y así poder llevar los mismos a todo el territorio nacional y a Panamá.

La mayoría de los vegetales en Costa Rica se venden a granel a través de muchos distribuidores e intermediarios. Estos productos se comercializan sin un valor agregado importante por lo que el consumidor final es el responsable de lavar y procesar las frutas y vegetales que consumirá.

Solo una pequeña parte de los vegetales vendidos en Costa Rica (La Empresa estima que un 7%) se distribuyen procesados por lo que se considera que todavía existe una gran posibilidad de crecimiento y avance en esta área.

1.1.3 Tendencias de consumo de frutas y hortalizas en Costa Rica

Según el estudio situacional del Procesamiento y Conservación de Frutas y Hortalizas en Costa Rica elaborado por el INA en el 2016, el comportamiento del consumo de frutas, hortalizas, pescado y mariscos en los hogares costarricenses ha experimentado variaciones durante los años estudiados. Estas variaciones están relacionadas con la época en que se efectuaron las encuestas, así como otros factores como tiempo y recursos. Entre las razones por las cuales los hogares consultados incluyeron estos productos en su dieta diaria son principalmente el valor nutricional de los distintos productos y además el gusto propio que cada persona

presenta.

El estudio indica que el comportamiento hacia el consumo de frutas ha variado en los años registrados. En el año 2002, el consumo per cápita era de 168.81 kg, para los años 2003-2004 presentó una disminución de 27.74 kilos, para registrar en el año 2009 el menor consumo de 136.14 kg. Después de este año el comportamiento fue incrementando registrando 155.89 kg para 2012 y para el año 2015 los hogares costarricenses estaban consumiendo 174.80 kg anualmente, siendo los niños de 0-12 años los principales consumidores y en segundo lugar los adultos de 22-59 años.

El comportamiento hacia el consumo de hortalizas al igual que el de frutas ha variado en los años registrados. En el año 2002, el consumo per cápita era de 98.38 kg, para los años 2003-2004 presentó una disminución de 18.27 kilos, para registrar el menor consumo de 80.11 kg. Después de este año el comportamiento fue incrementando registrando 100.48 kg para el año 2012 y para el año 2015 los hogares costarricenses estaban consumiendo 112.57 kg anualmente, siendo los adultos de 22-59 años los principales consumidores y en segundo lugar los niños.

El último estudio realizado por el Programa Integral de Mercadeo Agropecuario (PIMA), publicado en el año 2013, complementa la información sobre los consumos de frutas y hortalizas en Costa Rica. El estudio presenta incrementos en el consumo de frutas entre el periodo 2009 y 2012 de un 12.66% o 19.73 kilos más de consumo por año. Con respecto a las hortalizas, el incremento para el mismo periodo fue de un 14.08% o 16.47 kilos más de consumo por año.

El PIMA reporta entre las diez hortalizas de mayor preferencia por las familias costarricenses el tomate, la papa, el repollo, la zanahoria, la lechuga, el chayote, el chile dulce, la cebolla, el culantro castilla y la yuca.

Adicionalmente, el estudio menciona que las diez hortalizas que consume semanalmente con más frecuencia la población de estudio son: la cebolla, la papa,

el tomate, el chile dulce, el ajo, el plátano, la lechuga, el culantro castilla, el chayote y el apio.

En cuanto a las cantidades consumidas semanalmente por tipo de hortaliza, es importante destacar la existencia de hortalizas que son consumidas en mayor proporción que otras; en el primer grupo destacan el plátano, el chile dulce y el chayote mientras que entre las hortalizas de menor consumo se tiene al eneldo, los hongos frescos, los espárragos frescos y la alfalfa

Ante la consulta sobre los principales sitios de compra, el 38,4% indicó que el principal sitio donde la familia compra las hortalizas corresponde a supermercados, seguido por las verdulerías con el 14,2%.

De manera adicional, se consultó sobre las principales características que eran valoradas para decidir sobre la realización de la compra de cada producto hortícola de preferencia. El 71,2% de las familias entrevistadas indicaron que la calidad del producto hortícola constituye la principal característica, seguida por el precio.

1.2 Fundamentos teóricos de la valoración financiera

Dentro de una empresa industrial en crecimiento, la participación de la evaluación financiera es vital; pues constituye la herramienta idónea para medir el progreso de la operación y determinar el cumplimiento de los objetivos planteados. Lo anterior es fundamental para interés de los inversionistas, los cuales buscan siempre maximizar la rentabilidad de su inversión.

De acuerdo con el autor Salas (2012), el análisis financiero permite evaluar el cumplimiento de las metas y planes y el desempeño de la empresa en las áreas claves de la administración. Por un lado la obtención y utilización de fondos factores, que se ven reflejados en el balance general. Por otra parte: los ingresos, los costos,

los gastos y las ganancias, derivados del manejo de fondos en las operaciones, se refleja en el estado de resultados.

El análisis permite comparar los datos históricos para evaluar la gestión de la compañía, utilizando las diferentes partidas contables que componen los estados financieros, los cuales van a ser descritos más adelante y a partir de esa información, realizar las proyecciones necesarias para determinar el valor de una compañía.

La mayoría de las empresas agroindustriales en Centroamérica son pequeñas y existen algunas medianas, por lo que el nivel de especialización en el área financiera de esta industria no es muy desarrollado. Es un sector muy informal y en la mayoría de los casos las empresas no cuentan con un Departamento o un Gerente Financiero.

1.2.1 Estados financieros

Los estados financieros son informes contables que se utilizan para dar a conocer la situación económica, financiera y los cambios que experimenta la empresa a una fecha o periodo determinado. Esta información resulta útil para los administradores, gestores, reguladores y otros tipos de interesados como los accionistas, acreedores o propietarios; dado que es una herramienta para crear hipótesis relacionadas con el desempeño en el futuro de la empresa. La mayoría de estos informes constituye el producto final de la contabilidad y son elaborados de acuerdo a principios de contabilidad generalmente aceptados, como es el caso en Costa Rica. Se deben elaborar de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), adoptadas por el Consejo de Contabilidad o International Accounting Standar Board (IASB). Gitman y Zutter (2012), señalan que existen cuatro estados financieros claves para revelar la información financiera de

una empresa y entre ellas se mencionan: el estado de pérdidas y ganancia (estado de resultados), el balance general, el estado de patrimonio de los accionistas y el flujo de efectivo.

1.2.1.1 Estado de Pérdidas y Ganancias ó Resultados

Según la definición de Gitman y Zutter (2012), el estado de resultados, es un estado que muestra los flujos de ingresos, costos, gastos y utilidades generadas durante un periodo de tiempo, como resultado de sus operaciones totales. A diferencia del balance general el estado de resultados no es una foto de la empresa en una fecha dada, sino más bien que muestra en general el desempeño en un periodo determinado. Las empresas realizan cortes en períodos determinados, los cuales van acumulando datos hasta llegar a un estado anual. Normalmente en Costa Rica, se efectúa al corte fiscal anual que va del primero de octubre de un año al treinta de septiembre del año siguiente. Los componentes que representan el estado de resultados según el mismo autor son los siguientes:

- Ventas: Representa la facturación de la empresa en un periodo de tiempo a valor de venta
- Costo de Ventas: representa el costo de toda la mercadería vendida.
- Utilidad Bruta: son las ventas menos el costo de ventas.
- Gastos generales, de ventas y administrativos: representan todos aquellos rubros que la empresa requiere para su funcionamiento normal y desempeño (pago de servicios de luz, agua, teléfono, alquiler, impuestos, entre otros).
- Utilidad de operación: Es la utilidad operativa menos los gastos generales de ventas y administrativos.

- Gastos Financieros: Representan todos aquellos gastos relacionados a endeudamientos o servicios del sistema financieros.
- Utilidad antes de impuestos: es la utilidad de operación menos los gastos financieros y es el monto sobre el cual se calculan los impuestos.
- Impuestos: es un porcentaje de la utilidad antes de impuestos y es el pago que la empresa debe efectuar al Estado.
- Utilidad neta: Es la utilidad antes de impuestos menos los impuestos y es sobre la cual se calculan los dividendos.

1.2.1.2 Estado de situación

Según nos muestran Ross *et al* (2010), el balance general se define como una fotografía instantánea del valor contable de una empresa en una fecha específica. Este balance se basa en la ecuación contable que mostraremos a continuación:

$$\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio}$$

Fórmula 1

Los componentes que representan el balance general según Ross *et al* (2010), son los siguientes:

- El activo: el cual incluye todas aquellas cuentas que reflejan los valores de los que dispone la empresa. Todos los elementos del activo son susceptibles de traer dinero a la empresa en el futuro, bien sea mediante su uso, su venta o su cambio.

- El pasivo: muestra todas las obligaciones ciertas del ente y las contingencias que deben registrarse. Estas obligaciones son, naturalmente, económicas: préstamos, compras con pago diferido, etc.
- El patrimonio neto: puede calcularse como el activo menos el pasivo y representa los aportes de los propietarios o accionistas más los resultados no distribuidos. Por consiguiente, cuando se producen resultados negativos (pérdidas), harán disminuir el patrimonio neto.

Es un estado que muestra los niveles de inversiones en activos, a corto y largo plazo, que ha efectuado una empresa en una fecha determinada y sus fuentes de financiamiento con deuda y capital propio (asignación y obtención de fondos). Existe una relación muy estrecha entre el estado de resultados y el balance general, pues primero hay que efectuar el balance general para comprobar que las cuentas calcen, posteriormente se debe confeccionar el estado de resultados y visualizar que sus datos sean comparables.

1.2.1.3 Estado de Patrimonio de los Accionistas

Es una forma detallada del patrimonio de los accionistas. Según lo define Ross *et al* (2010), es una muestra de la forma en que varía cada partida del patrimonio. Estado de patrimonio se efectúa por un periodo de tiempo, mismo que el que se realiza el estado de resultados. Es más, la base para calcular las utilidades retenidas son las del estado de resultados, a las cuales se les une los siguientes dos elementos:

- Dividendos: representan la distribución de las utilidades entre los accionistas y propietarios de la empresa.

- Utilidades retenidas: es la utilidad neta menos los dividendos pagados a accionistas, la cual se representa como utilidades retenidas para la empresa que luego pueden ser capitalizadas.

1.2.1.4 Estado de Flujo de Efectivo

Según Ross *et al* (2010), por flujo de efectivo se expresa la diferencia entre el número de unidades monetarias que entró y la cantidad que salió. Es decir, constituye una herramienta para establecer de forma detallada, el origen y la aplicación del efectivo generado por la empresa, en un periodo de tiempo. En dicho caso se analizan los flujos en nivel operativo, los cambios de capital de trabajo, el comportamiento de las inversiones de capital, el movimiento en nivel de endeudamiento y el flujo de socios.

Además, el Estado de Flujo de Efectivo es una de las partes más importantes de la información financiera ya que de él se desprenden los flujos que se utilizan, con el fin de valorar la empresa y es un elemento necesario para determinar la generación de flujos.

1.3 Índices Financieros

1.3.1 Análisis porcentual de los estados financieros

Salas (2016) explica que el análisis porcentual constituye la base inicial y necesaria para comprender la naturaleza, dimensión y magnitudes de las inversiones y fuentes de financiamiento, y sobre los niveles de ingresos, costos, gastos y utilidades de la empresa. Además, el análisis porcentual permite evaluar la

composición y estructura de los estados financieros y sus partidas componentes, así como observar su comportamiento y evolución a través del tiempo y su impacto en la empresa.

El análisis porcentual generalmente se divide en análisis horizontal y en análisis vertical.

1.3.1.1 Análisis porcentual horizontal de estados financieros

Consiste en comparar los estados financieros de dos o más periodos y obtener las variaciones absolutas y relativas, con el propósito de identificar los cambios y tendencias que experimentan las partidas a través del tiempo. También permite comparar las variaciones entre las partidas de los estados, con el fin de identificar efectos favorables y desfavorables en los resultados y en la posición final de la empresa (Salas, 2016).

1.3.1.2 Análisis porcentual vertical de estados financieros

Ross *et al* (2010), indica que el análisis porcentual vertical de un estado financiero se realiza con base en las ventas o activos totales, con el objetivo de analizar la estructura, composición e importancia relativa de las partidas dentro de un periodo.

Resulta útil comparar los estados verticales de dos o más periodos para identificar cambios en su estructura a través del tiempo y evaluar sus efectos en los resultados y posición final de la empresa.

1.3.2 Indicadores financieros

Altair (2011), menciona que los indicadores financieros permiten evaluar las fortalezas y debilidades de la estructura financiera de la empresa. El uso de indicadores es muy utilizado por directivos, acreedores, reguladores, inversores, etc. Esta tendencia se debe a que se trata de un proceso elemental que conlleva poco más que la comparación de ciertos indicadores respecto a una o más referencias de comportamientos. Si se saben utilizar adecuadamente, combinándolos con otra información de la compañía y su entorno, pueden proporcionar una historia reveladora. El valor en sí solo de cada indicador, no ofrece mucha información ya que se requiere de la perspectiva del analista y de la estrategia competitiva de la empresa, para valorarlo y poder leer el mismo adecuadamente.

Los tipos de razones financieras se dividen por conveniencia, en las siguientes categorías básicas: índices de estabilidad, gestión y rendimiento.

1.3.2.1 Índices de estabilidad

Según Salas (2016), en este grupo de razones se miden factores que afectan la estabilidad actual y la del futuro de la empresa. Se pretende medir la solidez, financiamiento y el riesgo sobre las operaciones, con la finalidad de visualizar el crecimiento o decrecimiento de la empresa y su continuidad operacional. Estos indicadores se dividen en dos grandes subgrupos, los de cobertura y los de endeudamiento. Los indicadores más importantes se muestran a continuación seguidos de la fórmula para su cálculo.

- Razón circulante: Esta razón mide la capacidad de cobertura de los activos circulantes a las obligaciones de corto plazo. Determina si la

empresa cuenta con la capacidad de hacerle frente a sus obligaciones de corto plazo. Cuanto más alta sea la razón, mayor será la cobertura, no obstante, una razón excesivamente alta puede significar que existen acumulaciones de inventario, lenta rotación o deterioro de la cartera de clientes de la empresa.

$$\text{Razón Circulante} = \text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente}$$

Fórmula 2

- Prueba del ácido: Mide la capacidad de cobertura de los activos más líquidos a los pasivos de corto plazo. Asumiendo que los inventarios son de ventas lentas (baja liquidez), son excluidos del activo circulante.

$$\text{Prueba del Ácido} = (\text{Act. corriente} - \text{Inv.}) / \text{Pas. Corriente}$$

Fórmula 3

- Razón de deuda: Este indicador mide la proporción de los activos totales de la empresa que son financiados por sus acreedores. Un índice de endeudamiento alto indica que los acreedores han aportado la mayor parte del financiamiento, pero esto no implica una situación positiva o negativa. El beneficio o perjuicio dependerá del uso que la empresa le haya dado a los fondos y de su capacidad de hacerle frente al pago de intereses y amortización del principal.

$$\text{Razón de Deuda} = \text{Pasivo total} / \text{Activo total}$$

Fórmula 4

- Razón deuda de corto plazo: Muestra la proporción de deudas a corto plazo dentro del pasivo total, cuyo nivel aumenta la exigibilidad y el riesgo.

$$\text{Razón de Deuda CP} = \text{Pasivo CP} / \text{Pasivo total}$$

Fórmula 5

- Índice de endeudamiento: Muestra el financiamiento de recursos aportados por los acreedores en relación con recursos de los accionistas de la empresa. Un índice alto, implica que los acreedores están asumiendo el riesgo en mayor medida que los socios de la empresa, quienes la administran con una inversión menor.

$$\text{Índice de Endeudamiento} = \text{Pasivo CP} / \text{Pasivo total}$$

Fórmula 6

- Cobertura de intereses: Es la exposición cambiaria que muestra la relación entre los activos y los pasivos en moneda extranjera, y se utiliza para medir el riesgo por devaluación (ganancia o pérdida cambiaria y efecto en flujo de caja). Este indicador mide la capacidad de la empresa para realizar el pago de intereses contractuales. Expresa el número de veces que las utilidades de operación cubren el gasto por intereses, por lo tanto, cuando mayor sea el índice, mayor es la capacidad de la empresa de hacer frente al pago de intereses.

$$\text{Cobertura de Intereses} = \frac{\text{Utilidad Operación}}{\text{Gasto Financiero}}$$

Fórmula 7

1.3.2.2 Índices de gestión

Altair (2011) menciona que estos indicadores miden el desempeño y la gestión operativa de la empresa en el manejo de sus inversiones. Evalúan la

eficiencia y el grado de efectividad alcanzado en la administración de los recursos para lograr las metas del negocio. La razón de ser de ellos es que determinan si los niveles de activos son adecuados y tienen sentido con el volumen de ventas alcanzado por la empresa.

Según Altair (2011), los indicadores más importantes y sus fórmulas de desarrollo son los que se muestran a continuación:

- Rotación de inventario: Indica el número de veces que se vende el inventario en un periodo (mes, año). Una alta rotación está relacionada con una adecuada administración de activos. No obstante, debe valorarse que no se esté en presencia de escases de inventario, lo que provocaría la pérdida de ventas por falta de productos en stock.

$$\text{Rotación de Inventario} = \frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Inventarios}}$$

Fórmula 8

- Periodo medio de inventario: Mide el número de días que tarda la empresa en vender su inventario por lo que indica el tiempo que permanece el inventario en bodega hasta venderse. Calcula la eficiencia en el manejo de inventario y desempeño de la función de ventas.

$$\text{Período Medio de Inventario} = \frac{(\text{Inventarios} \times 360)}{\text{Costo de ventas}}$$

Fórmula 9

- Rotación cuentas por cobrar: Relaciona las ventas de crédito con el saldo de cuentas por cobrar, es decir, es la razón que indica la velocidad con que se recuperan las ventas a crédito. Una alta rotación indica que las ventas a crédito se recuperan de forma rápida, lo cual le da liquidez a la

empresa. Una baja rotación indica que la empresa está tardando mucho en recuperar sus ventas a crédito.

$$\text{Rotación de Cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Cuentas x Cobrar}}$$

Fórmula 10

- Periodo medio de cobro o rotación cuentas por cobrar: Mide el número de días que tarda la empresa para cobrar sus ventas a crédito (convertir sus cuentas por cobrar en efectivo). Es decir, calcula la eficiencia de la gestión de cobro y la calidad de las ventas facturadas. Esta herramienta es muy útil si se le compara con la política de crédito que otorga la empresa a sus clientes. Si el periodo es mayor a la política, la empresa está teniendo problemas de recuperación, si es menor, significa que sus clientes están cancelando anticipadamente a sus políticas.

$$\text{Período Medio de Cobro} = \frac{(\text{Cuentas por cobrar} \times 360)}{\text{Ventas a crédito}}$$

Fórmula 11

- Periodo medio de pago: Es el número de días que tarda la empresa en cancelar sus cuentas pendientes a sus proveedores comerciales. Este indicador se debe de comparar con el plazo promedio que brindan los proveedores a la empresa; si el plazo es mayor a lo pactado, puede significar que la empresa no está cumpliendo con los términos pactado y puede deteriorar la capacidad de seguir logrando su financiamiento con los proveedores. Mide la puntualidad de pago de la empresa con sus acreedores, la cual depende de la eficiencia al cobrarles a sus clientes.

Período Medio de Pago = (Cuentas por pagar x 360)/ Compas a crédito)

Fórmula 12

- Rotación de activo circulante: El objetivo de invertir en activos circulantes (cuentas por cobrar, inventario y otros) es generar ventas, por lo que esta rotación mide la capacidad del activo circulante para cumplir con su misión de generar ingresos (cuanto genera de ventas cada colón o dólar invertido en activo circulante). Normalmente, una rotación alta, indica que la empresa está siendo eficiente en la administración de sus activos circulantes.

Rotación de Activo Circulante = Ventas/
Activo circulante

Fórmula 13

- Rotación de activo fijo: Las inversiones en activo fijo están conformadas por inmuebles, maquinaria, equipo, vehículos, mobiliario, etc; y tienen como propósito apoyar las operaciones para cumplir con la función de ventas. La rotación de activo fijo calcula la capacidad del activo fijo para generar ventas. Mide cuanto genera en ventas cada colón invertido en activos fijos. Una baja rotación indica una alta inversión en instalaciones y equipos que no están acorde con el volumen de ventas logrado.

Rotación de Activo Fijo = Ventas / Activo Fijo

Fórmula 14

- Rotación de activo a largo plazo: Además de los activos fijos, existen activos financieros e intangibles, como inversiones a largo plazo, sistemas de información, derechos de marca, otros activos, etc., sobre los cuales

debe medirse su contribución, ya que forman parte de todas las inversiones de la empresa y consumen financiamiento. Esta rotación calcula el aporte de todos los activos de largo plazo para generar ingresos (cuánto genera de ventas cada colón invertido en activos a largo plazo).

$$\text{Rotación de Activo a Largo Plazo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Fijo}}$$

Fórmula 15

- Rotación de activo total: Todas las inversiones en activos tienen como objetivo final contribuir a las operaciones para apoyar y generar ventas, por lo que esta rotación mide la efectividad de todos los activos para cumplir con su misión de generar ingresos (cuanto genera de ventas cada colón invertido en activos totales).

$$\text{Rotación de Activo Total} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}$$

Fórmula 16

1.3.2.3 Índices de rentabilidad

Salas (2016) menciona que estos índices miden los niveles de rentabilidad que obtiene la empresa de sus operaciones generadas sobre sus ingresos, activos y patrimonio. Los indicadores más importantes y sus fórmulas de desarrollo son los que se indican a continuación.

- Margen de utilidad bruta: Muestra el margen de utilidad obtenido después de cubrir el costo de ventas o costo de producción. Este indicador es muy utilizado para planear y evaluar la política de fijación de precios.

$$\text{Margen de Utilidad Bruta} = \frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas}}$$

Fórmula 17

- Margen de utilidad de operación: Muestra el margen de utilidad obtenido sobre la operación directa y normal de la empresa antes de gastos financieros e impuestos. Calcula el margen de utilidad derivada de la actividad típica del negocio. Señala la proporción de las ventas que queda disponible una vez cubierto el costo de ventas y los gastos de operación.

$$\text{Margen de Utilidad Operativa} = \frac{\text{Utilidad operativa}}{\text{Ventas}}$$

Fórmula 18

- Margen de utilidad neta: Muestra el margen de utilidad neta final obtenido sobre las ventas una vez cubiertos todos sus costos y gastos, además de los impuestos. Cuanto más alto sea su valor, mejor para la empresa.

$$\text{Margen de Utilidad Neta} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}}$$

Fórmula 19

- Rendimiento de operación sobre activos: Es la generación de utilidad de operación, por parte del activo total invertido, independientemente del financiamiento (cuanto genera de utilidad de operación cada colón de activo).

$$\text{Rendimiento Operativo Sobre Activos} = \frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Activo Total}}$$

Fórmula 20

- Rendimiento sobre la inversión total (RSI): Es la generación de utilidad neta por parte del activo total (cuanto genera de utilidad neta cada colón

de activo). Mide la eficiencia de la administración de la empresa para generar utilidades. Cuanto mayor sea su número, mejor rendimiento demostrará la empresa.

$$\text{Rendimiento Sobre la Inversión} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}}$$

Fórmula 21

- Rentabilidad sobre el patrimonio (RSP): Es la medición de la la generación de utilidad neta sobre el capital total de los accionistas.

$$\text{Rendimiento Sobre la Inversión} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$$

Fórmula 22

1.4 Valoración de empresas

Una empresa puede tener muchos valores distintos según quien la valore y de la perspectiva con que lo hace. No es lo mismo valorar desde la perspectiva de una persona que compra a valorar desde el punto de vista del vendedor. De esta manera, los supuestos que sean utilizados para la valoración, así como la metodología utilizada, son sólo algunos de los factores que pueden determinar el valor de una compañía.

La valoración consiste en un proceso mediante el cual se determina el valor de los principales componentes de una compañía, entre ellos, su deuda, su patrimonio y su potencial. Este proceso no es completamente numérico y conlleva una parte subjetiva, donde se deben conocer las principales características de la empresa así como el ambiente en donde se desenvuelve ya que de él se desprenden los flujos que se utilizan, con el fin de valorar la empresa y es un

elemento necesario para determinar la generación de flujos (Ross *et al*, 2010, p. 54).

Por otra parte, la valoración de una empresa también depende del contexto en el que se haga, de los interesados y la razón por la que se esté valorando. Es por esto que “el componente subjetivo de cualquier valoración económica se estructura a partir de la respuesta adecuada a las siguientes preguntas: valor para qué, valor para quién y valor en qué circunstancias” (Altair, 2011, p. 10).

Cuando hablamos de valoración de empresas, hablamos de valorar la empresa en su conjunto como un negocio en marcha. Hay que distinguir esta valoración de la simple valoración de activos fijos individualmente, aunque estos también deben ser estimados cuando se valora la empresa como una unidad económica. La valoración empresarial, se debe considerar como un punto de inicio para compradores y vendedores. Generalmente, los compradores y vendedores no obtienen una cifra similar, dado que el vendedor busca un precio más alto. Su meta debe ser determinar una cifra aproximativa a partir de la cual el comprador y el vendedor puedan negociar un precio que convenga a ambos.

1.4.1 Importancia y generalidades de la valoración de empresas

Gitman y Zutter (2012) indican que en el proceso de valoración de una empresa o activo es necesario que previamente a la adopción del criterio o método a seguir, se conozca la finalidad de la valoración, la tipología, características y situación real en la que se encuentra dicha empresa. Para valorar de manera correcta una empresa hay que conocerla previamente, analizar toda la información disponible acerca del sector en el que compete, su posición relativa (fortalezas y debilidades), sus planes futuros, etc., los cuales serán determinantes para adoptar el criterio o los criterios de valoración que se consideran pertinentes; es decir, hacer lo que habitualmente se conoce como due diligence. Siempre es recomendable

conocer y utilizar una metodología de valoración para que mediante un proceso lógico de análisis de la situación de la empresa, escrutinio de la información obtenida y el uso de un criterio adecuado, se desarrolle un informe correcto del trabajo.

1.4.2 Metodologías de valoración de empresas

La valoración de empresas es un proceso que posee varias etapas o pasos, que resultan en común para varios métodos utilizados. Altair (2011) divide este proceso en cuatro pasos:

El primer paso implica conocer a la compañía, su situación histórica y actual; sus expectativas o planes a futuro; su negocio; sus clientes y proveedores; y 26 sus características internas, como personal, políticas y cultura organizacional. Esta etapa es muy importante porque es por medio de conocimiento de la empresa que se puede desarrollar el proceso de valoración, y se tiene como base para la proyección necesaria de la empresa a futuro.

Después de recopilar la información sobre el pasado y el presente de la compañía, se debe proyectar su futuro. Este paso “consiste en calcular el valor real de la empresa de acuerdo con las expectativas futuras de generación de flujos de caja y el riesgo asociado a los mismos”.

Una vez que se tiene cuál será el futuro de la compañía se determinan los parámetros bajo los cuales se hará la valoración. Entre estos parámetros están la tasa de descuento o costo de capital, con sus componentes y el valor residual.

Finalmente se realiza un análisis de sensibilidad del valor a cambios en las hipótesis del modelo, partiendo del caso base y planteando escenarios optimistas y pesimistas. De esta forma se consiguen “reflejar los elementos de riesgo e

incertidumbre que están implícitos en la mayoría de las decisiones empresariales” (Sanjurjo et ál., 2003, p. 219). Además, se obtiene un rango de resultados dentro del cual se puede situar razonablemente a la empresa, utilizando algunos criterios de evaluación como comparación con el valor contable, con empresas similares y con tendencias en la industria.

Jenkins (2012) indica que existen numerosos métodos de valoración de empresas, sin embargo, suelen agruparse principalmente en tres tipos: métodos basados en múltiplos, métodos estáticos y los métodos dinámicos. Los métodos basados en múltiplos son los más sencillos de aplicar matemáticamente, ya que consisten en determinar un indicador o razón integrada por: un componente del mercado (normalmente el precio de la acción en el mercado) y un componente interno de la empresa (como la utilidad por acción). Por ejemplo, utilizar la razón P/E por sus siglas en inglés (price/earnings). Si se utilizara el P/E, lo que se haría es ubicar una empresa en el mercado, que sea similar a la empresa en la que se tiene interés de conocer su valor, calcular el indicador y multiplicarlo por la utilidad de la empresa que se está valorando.

Otros múltiplos utilizados son: precio / flujo de caja, precio / flujo de caja libre, precio / valor contable, valor de la empresa / utilidad antes de impuestos e intereses.

En Costa Rica el mercado financiero aún no está tan desarrollado por lo que la información de las empresas en la gran mayoría de los casos es privada, lo cual dificulta la obtención de los datos requeridos para su análisis. Utilizar información pública de países con mercados similares es un gran riesgo, ya que se poseen legislaciones diferentes, la contabilidad de las empresas es distinta o siguen otros principios.

Por las razones explicadas anteriormente la utilización de este método basados en múltiplos no será considerado para el presente estudio.

Ketelhöhn y Montiel (2008) explican que los métodos estáticos, que están basados en aspectos contables de la empresa, pretenden valorar la situación actual y se dividen en tres subgrupos que son: el de contabilidad, múltiplos y mixtos. Su debilidad y lo que lo hace poco utilizado, es que se basan en el pasado y presente de la empresa, no en su futuro y generalmente un comprador no está interesado en el pasado, sino la capacidad de la empresa de ser exitosa en el futuro. Por consiguiente, no se considerarán para el presente proyecto.

Los mismos autores indican que los métodos dinámicos, que se basan en los posibles flujos futuros de la empresa, son más acertados desde el punto de vista de un posible comprador. Se subdividen en: por cotización, descuento de flujos de fondos, creación de valor y opciones reales. La principal debilidad de estos métodos, es la incertidumbre que originan los supuestos que se deben usar para la proyección de los flujos.

Gitman y Zutter (2012) mencionan que existen inconvenientes en casi todos los métodos de valoración propuestos por académicos y profesionales de negocios, lo cual hace que en la práctica rara vez sean aplicados como figuran en los manuales y revistas especializadas, o que en caso de su aplicación lleven a decisiones erróneas. En general, los métodos de valoración teóricamente más idóneos son los que tienen mayor dificultad en su aplicación, y viceversa, principalmente debido a la necesidad y costo de hacer estimaciones fiables

No obstante, el método del Flujo de Caja Descontado (FCD o free cash flow) parece ser el más atinado y robusto que existe, por dicha razón en este trabajo se presenta una descripción de la metodología que debe seguirse para su correcta aplicación.

1.5 Valoración por flujos de caja descontados

Jenkins (2012) explica que en la práctica el método basado en la actualización de los rendimientos futuros esperados es el más utilizado para la valoración de empresas, debido a su capacidad analítica y rigor. No obstante, su aplicación no está exenta de dificultades. El método parte del principio de que para el comprador de una empresa el pasado tiene poca importancia, ya que lo que le interesa conocer es el potencial de generar rendimientos o flujos de caja en el futuro. Esto quiere decir que se debe hacer una previsión de los rendimientos de la empresa, y más específicamente elaborar estados de ganancias y pérdidas, así como balances proyectados de los años futuros

Como el método se basa en proyecciones, los resultados pueden ser erróneos si las predicciones son equivocadas tal y como explican Ketelhöhn y Montiel (2008). Con el fin de evitar errores, es imprescindible comenzar la valoración con un análisis exhaustivo del sector y de la empresa para revisar, en colaboración con el equipo directivo, la fuerza relativa de los proveedores, clientes, competidores actuales y futuros, planes futuros, sustitutivos potenciales de productos o servicios de la empresa, expectativas de crecimiento del sector, sus factores críticos de éxito, composición del accionariado, proyectos de Investigación y desarrollo, posibles sinergias que pueda representar para el comprador, etc.

Ketelhöhn y Montiel (2008) también indican que este método se basa en las proyecciones de las distintas variables financieras, las cuales son necesarias para generar flujos. Por lo tanto, en el presente proyecto se tomarán una o varias hipótesis. Según a la razonabilidad de las hipótesis, así será la razonabilidad del valor que se le asigne a la empresa. Por lo que, no se asignará un valor único, sino un rango de valores razonables donde se pueda encontrar un valor más ajustado a la realidad del comprador y vendedor.

1.5.1 Análisis de datos históricos

Esta parte del proceso es sumamente importante, puesto que las proyecciones deberían ajustarse al comportamiento histórico de la empresa. No se puede simplemente tomar un conjunto de supuestos y generar una proyección, ya que es de esperarse que la empresa se comporte en algún grado de manera similar a como lo ha hecho en periodos anteriores. De acuerdo con Altair (2011) los datos históricos por analizar deberían ser los factores generadores de valor de la compañía, que son los siguientes:

- El capital invertido para la operación del negocio, es decir, las compras de activos fijos y las “necesidades operativas de fondos (inversión en existencias, cuentas a cobrar y tesorería mínima operativa menos la financiación de acreedores comerciales)” (Altair, 2011, p. 23).
- La rentabilidad histórica sobre el capital invertido, la cual mide la relación entre la inversión y los flujos de caja generados. Por lo tanto, refleja la oportunidad de inversión de la empresa en relación con los flujos de caja generados.
- La tasa de reinversión histórica de la empresa que “indica si la empresa está consumiendo más fondos de los que genera (tasa de reinversión >1) o si está generando flujo de caja extra con el que se puede pagar a los suministradores de fondos” (Altair, 2011, p. 24).
- Finalmente, la liquidez y estructura financiera de la empresa, para determinar si se está generando o consumiendo liquidez, el endeudamiento con respecto a los recursos propios, la capacidad de endeudamiento y la política de dividendos (Altair, 2011, p. 24).

1.5.2 Proyecciones financieras

Las proyecciones financieras para la empresa no pueden ser realizadas a la ligera, pues deben estar muy estrechamente relacionadas con las políticas de la empresa, sus proyectos futuros y la parte histórica. No existe una fórmula única que permita hacer una proyección de estos flujos, puesto que dependen de la situación de la empresa. Por esta razón es que antes de realizar cualquier proyección se debe hacer un análisis histórico. En esta sección se explica la proyección de las variables más importantes que generarán los flujos de caja libre necesarios para la valoración de la empresa (Gitman, 2009, p. 118).

1.5.2.1 Proyecciones de ventas

Para la proyección de las ventas se puede utilizar un análisis de regresión sobre los datos históricos, donde se muestre cual es la tendencia de las ventas. Para un análisis más detallado, se deben proyectar las ventas por producto o familias de productos, y si es posible hacer una distinción entre volumen de venta y precio. Esta proyección puede ser realizada con ayuda del equipo de ventas, quienes usualmente tienen un mejor conocimiento en esta área. Además, para su revisión se pueden hacer comparaciones con la industria o sector en el que la empresa se encuentra, tomando en cuenta su posición competitiva, para determinar si el crecimiento utilizado en la proyección, genera valores fuera de lo común en el futuro. Por esto, es importante conocer el crecimiento de la industria y la cuota de mercado de la compañía, la competencia, además del comportamiento de los precios con respecto a la inflación (Altair, 2011, p. 24).

1.5.2.2 Costos y gastos de venta y depreciación

Para los costos y gastos de venta es conveniente realizar una distinción entre fijos y variables. Esto debido a que la parte variable depende directamente del volumen de 29 ventas y puede ser expresada como un porcentaje de las ventas netas analizando por cada unidad vendida cuanto se necesita de materia prima, mano de obra directa y cualquier cuenta que sea considerada de costo variable por la empresa. Al separar la proyección de costos y gastos fijos y variables se reflejarán mejor los efectos del apalancamiento operativo. La depreciación depende de los activos fijos y por lo tanto debería ser calculada a partir de estos, considerando la situación de los activos existentes conforme las prácticas de depreciaciones aplicadas, y además lo correspondiente para las inversiones en activos proyectadas (Gitman, 2009, p. 118).

1.5.2.3 Cuentas de capital de trabajo

Las cuentas de activos y pasivos relacionadas con el capital de trabajo deberían aumentar si las ventas así lo hacen, ya que se generarán más cuentas por cobrar, será necesario almacenar inventarios adicionales que necesitará más materia prima para aumentar la producción y, por lo tanto, el pasivo espontáneo aumentará por compras a los proveedores. A partir del análisis histórico se pueden obtener índices de gestión que facilitan la evaluación de las proyecciones. Si estos índices cambian drásticamente en el periodo de proyección se podría ser una alerta de que se han cometido errores (Altair, 2011, p. 24).

1.5.2.4 Inversión en activos

Ketelhöhn y Montiel (2008) mencionan que para que una compañía logre operar y generar ventas necesita activos, por lo que se puede deducir que si la empresa tendrá un crecimiento en ventas, podría esperarse también un crecimiento en los activos. Dependiendo del tipo de compañía, este crecimiento en activos se puede realizar conociendo la capacidad ociosa existente en la operación de estos y las necesidades de activos para realizar ventas adicionales. Además, utilizando los valores históricos de razones de rotación de activos fijos, incrementos en ventas contra inversiones nuevas en activos o ventas totales entre nuevas inversiones, se pueden establecer patrones de crecimiento o una relación entre las ventas y el activo necesario para lograrlas.

1.5.2.5 Utilidades retenidas

Según Gitman (2009), la necesidad de mantener utilidades retenidas depende de la necesidad de reinversión para financiar el crecimiento. Esta reinversión puede ser en activo fijo o capital circulante, los cuales pueden ser financiados con utilidades retenidas, aportes adicionales de los socios o pasivos; sin embargo, debe existir una proporción de ambos tipos de financiamiento, ya que la empresa debe mantener una relación de recursos propios contra deuda que vaya de acuerdo con sus políticas. Se puede mantener un nivel de utilidades retenidas basado en datos históricos o en lo que el mercado indique para un determinado nivel de riesgo.

1.5.2.6 Financiamiento

A diferencia de las cuentas anteriores, el financiamiento, ya sea mediante documentos por pagar, bonos a largo plazo o acciones comunes, no necesariamente aumenta con respecto a ventas, sino que “dependen de las decisiones financieras conscientes que se tomen en fechas posteriores” (Besley et ál., 2001, p. 155).

La necesidad de financiamiento se presenta en las proyecciones cuando la empresa no genera “suficiente financiamiento interno para apoyar su crecimiento de activos proyectado. Para apoyar el nivel de operación pronosticado, la empresa debe recaudar fondos externamente mediante el financiamiento de deuda o capital, o reduciendo los dividendos” (Gitman, 2009, p. 118).

Si, por el contrario, la empresa genera más financiamiento interno del necesario para su crecimiento, este puede ser utilizado para amortizar deuda, recomprar acciones o pagar dividendos.

Algo más que debe considerarse es que las modificaciones en esta sección de las proyecciones afectan a otras cuentas de los estados financieros. Por ejemplo: si se piden préstamos, aumentarán los gastos por intereses, y si se venden acciones, el pago de dividendos aumentará si se mantiene el dividendo por acción igual.

1.5.3 El Flujo de Caja Libre (FCL)

Según Gitman (2009), el flujo de caja libre es definido como “el monto del flujo de efectivo que está disponible para los inversionistas, los proveedores de deuda (acreedores) y capital (propietarios), después de que la empresa ha satisfecho todas

sus necesidades operativas y pagado sus inversiones en activos fijos netos y activos corrientes netos”

El flujo de caja libre excluye algunas partes que aparecen en el Estado de Flujo de Efectivo, específicamente cualquier cambio por efectos de financiamiento, ya que estos cambios no son consecuencia de la operación de la empresa, y lo que se está tratando de obtener es el valor generado en sus actividades de operación.

Según Higgins (2004), el cálculo del FCL incluye los flujos de caja después de impuestos, que se definen como la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) sumada a la amortización. A esta utilidad se le deben excluir todos los efectos de la financiación con deuda, por lo que debe ser multiplicada por uno menos la tasa impositiva. Además, es necesario incluir las partidas que no tienen movimiento en tesorería, por ejemplo, la depreciación. Este flujo de caja es utilizado para pagar las nuevas inversiones e incrementar el capital de trabajo neto, por lo que estos dos valores deben ser restados. De esta forma el FCL es definido mediante la siguiente fórmula:

$$\text{FCL} = \text{UAI} (1-t) + \text{amortización} - \text{inversión activo fijo} - \text{cambio en el capital de trabajo}$$

Fórmula 23

Dónde:

UAI= Utilidad antes de Intereses e Impuestos

t = Tasa de impuestos

1.5.4 Tasa de descuento

Gitman (2007) menciona que los estados proyectados deben ser descontados a una tasa definida, ya lo que se desea obtener es el valor de la empresa al día de la valoración. La tasa de descuento depende de la empresa sin embargo en la mayoría de las ocasiones se utilizará el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) ya que este representa el rendimiento mínimo que debe generar la empresa para mantener sus estructura de capital.

El cálculo del CPPC consiste en ponderar las distintas fuentes de financiamiento y luego multiplicarlas por su costo, aplicando el efecto de los impuestos en el caso de los pasivos. Según Gitman (2007), la ecuación es la siguiente:

$$\text{CPPC} = K_d(1-t) \cdot W_d + K_p \cdot W_p + K_s \cdot W_s$$

Fórmula 24

Donde:

K_d = Costo de la deuda.

W_d = Porcentaje de la deuda en la estructura de capital. K_p = Costo de las acciones preferentes.

W_p = Porcentaje de las acciones preferentes en la estructura de capital.

K_s = Costo del capital propio.

W_s = Porcentaje de capital propio en la estructura de capital.

$W_d + W_p + W_s = 1$

t = Tasa impositiva.

1.5.4.1 Ponderaciones

Para ponderar cuál es el porcentaje de las deudas y de los fondos propios de la empresa, se puede utilizar el valor contable de ambos o su valor de mercado. Higgins (2004) recomienda usar el valor de mercado ya que los proveedores de fondos esperan obtener rentabilidad sobre el valor de mercado de los instrumentos financieros que poseen (acciones y bonos). El valor de mercado de las acciones se define como el producto del total de acciones por su precio de mercado. Por lo tanto, para el cálculo de la ponderación, se debe dividir el valor de mercado del tipo de financiamiento entre la suma del valor de mercado de todos los financiamientos.

1.5.4.2 Costo de la deuda

El costo de la deuda es obtenido por medio de la tasa de interés de los préstamos realizados por la empresa y del interés de los bonos emitidos. De acuerdo con Higgins (2004), este interés definido en el cupón es un costo irrecuperable y lo que se quiere es un CPPC actualizado, por lo tanto, se debería usar la rentabilidad que ofrecen los bonos con un vencimiento similar en el mercado.

1.5.4.3 Costo de los fondos propios

El Modelo de Valoración de Activos de Capital (MVAC, pero más conocido por su sigla en inglés: CAPM) introduce el riesgo en la valoración de los fondos propios, y el costo de oportunidad de invertir en otros instrumentos financieros con diferente riesgo. Esto lo hace porque es normal que *“el rendimiento esperado de un activo debe estar positivamente relacionado con su riesgo. Es decir, los individuos mantendrán un activo riesgoso sólo si su rendimiento esperado compensa su riesgo”* (Ross et ál., 2009, p. 290).

Para introducir este valor del riesgo se usa el beta β , que es la *“respuesta (sensibilidad) del rendimiento de un valor al rendimiento del mercado”* (Ross et ál., 2009, p. 288). Este valor de beta está determinado por las características de la empresa.

Para el costo de oportunidad se utiliza la tasa libre de riesgo R_I , ya que el rendimiento esperado de una inversión debería ser mayor o igual a esta tasa, puesto que introduce un riesgo mayor o igual.

Finalmente, también se utiliza el rendimiento esperado del mercado K_m , que es definido como la suma de la tasa libre de riesgo y una compensación o prima por el riesgo introducido del mercado. *“Dicha prima de riesgo debe medir lo que los inversores, de media, demandan como rentabilidad adicional por invertir en una cartera de activos en relación con los activos libres de riesgo”* (Altair, 2011, p. 33).

Con estos valores explicados anteriormente se construye el MVAC, de la siguiente forma (Ross et ál., 2009):

$$K_s = R_I + b(K_m - R_I)$$

Fórmula 25

Por medio de esta fórmula se concluye que “el rendimiento esperado de un valor está linealmente relacionado con su beta” (Ross et ál., 2009, p. 291).

Este método de valuación de los fondos propios es muy útil para empresas que se encuentran en un mercado desarrollado, donde los valores de beta y el rendimiento del mercado son más fácilmente calculables, pero en otros mercados emergentes puede ser mucho más difícil obtener estos valores. En algunas ocasiones la solución para estos problemas es tomar betas de empresas similares a la evaluada en otros mercados. A pesar de sus desventajas, el MVAC es el método para obtener el valor de los fondos propios más utilizado actualmente.

1.5.4.4 Valor de rescate

Al representar la empresa como un negocio en marcha, es necesario simular una proyección al infinito. Debido a que las proyecciones de flujos generalmente se hacen a 5 o 10 años, es necesario introducir el concepto de valor de rescate o terminal.

Según Higgins (2004), después de las proyecciones de flujos, las empresas entran en un crecimiento lento y estable en donde no habrá mayor incidencia en el valor si se realizan proyecciones como en los años o períodos anteriores. Debido a lo anterior, es necesario calcular un valor terminal que simule este crecimiento estable.

Higgins (2004) indica que la manera más común y confiable de calcular el valor de rescate es mediante el cálculo de un crecimiento perpetuo. En este se toma en cuenta una tasa de crecimiento g , y lo define como el flujo de caja del año siguiente a la proyección entre el valor de la tasa de descuento menos la tasa de crecimiento. Si la tasa de descuento es CPPC, el valor terminal quedaría de la siguiente manera:

$$VT = \frac{FCL_{t+1}}{CPPC - g}$$

Fórmula 26

1.5.4.5 Valor actual neto

El valor presente neto o valor actual neto (VAN) de una inversión es una técnica de evaluación que toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo, ya que utiliza una tasa de descuento para su cálculo. Esta técnica consiste en descontar los flujos futuros producidos por la inversión a valor presente, utilizando una tasa determinada, y posteriormente restándole la inversión inicial, como lo indica la siguiente ecuación (Gitman, 2007):

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{VF_t}{(1 + K)^t} - Inversión Inicial$$

Fórmula 27

Dónde:

VF_t= Valor del flujo en el tiempo t

K=tasa de descuento

El valor obtenido mediante esta técnica es una cantidad en una moneda específica y representa “una medida de cuánto puede uno enriquecerse al acometer una inversión” (Higgins, 2004, p. 200). El criterio de aceptación o rechazo de la inversión está determinado por el resultado del VAN, de tal forma que si el VAN < 0 se rechaza, si el VAN > 0 se acepta, y si el VAN = 0 no existe ganancia alguna.

Existen distintas metodologías para la valoración de una empresa. El descuento de flujos implica una de las más utilizadas, confiables y robusta ya que consiste en identificar cuál será la generación de dinero por parte de la empresa en el futuro. Esta metodología implica la proyección de flujos de una empresa en años venideros y para lograr esto se necesita conocer a fondo toda la operación y desenvolvimiento de la empresa estudiada.

Se debe realizar un análisis extenso de la empresa que toma en cuenta indicadores operativos, financieros, y el análisis integral de los resultados de la empresa en años anteriores. Posterior a todo esto se deben de realizar una serie de procedimientos para traer a valor actual los flujos proyectados y las perpetuidades obtenidas.

Debido a la gran cantidad de supuestos y proyecciones que se deben realizar, se dice que el descuento de flujos es una de las metodologías que implica más trabajo

a la hora de realizar una valoración. No obstante, todo este análisis respalda una valoración más confiable en comparación a otras metodologías.

CAPÍTULO II

SITUACIÓN Y ENTORNO DE LA GESTION OPERATIVA Y FINANCIERA DE LA EMPRESA

2.1 Antecedentes de la Empresa

La Empresa surgió el 3 de noviembre de 1991. El ingeniero José Rafael González Vaglio, su propietario, comercializaba vegetales desde aproximadamente seis años antes, sin embargo para esta fecha decide consolidar una empresa formal que se dedicara al procesamiento y comercialización de vegetales con un alto valor agregado.⁴

El Sr. González trabajaba como Ingeniero en Alimentos en el Centro de Investigación en Tecnología de Alimentos (CITA), labor que combinaba con el cultivo de lechuga, apio, tomate y culantro en su finca en Guatuso del Guarco, lugar de donde procedían las legumbres frescas que vendía a compañías como Mc Donald's, Pizza Hut, Taco Bell, entre otras. Sus conocimientos en la materia, así como la experiencia adquirida en Inglaterra y Estados Unidos, donde realizó estudios de post-grado, fueron base para que el Sr. González quisiera incursionar en la industrialización de los vegetales.

Al inicio de la compañía, la empresa Costa Rica Fast Food Service (Mc Donald's), empezó a subcontratar varios procesos y productos, impulsada especialmente por sus planes de expansión en el país y las exigencias de las políticas de la transnacional. Dentro de esta apertura, Mc Donald's le brindó al Sr. González la oportunidad de empezar a procesar estos productos para sus restaurantes. Con la asesoría de esta importante transnacional, quien le vendió algunos equipos básicos, don José Rafael inició el proceso de industrialización de lechugas un pequeño cuarto de proceso ubicado en su misma finca.

En aquel entonces Mc Donald's contaba con dos restaurantes en el país (Banco Central y Plaza de la Cultura) a los que se les empezó a vender lechuga cortada en cuadros, con un promedio de producción diaria de 50 kilogramos.

Poco a poco y con la apertura de otros restaurantes Mc Donald's, la mentalidad emprendedora del Sr. González le hizo pensar en otros vegetales para esta empresa, razón por la cual inició la industrialización de cebolla y tomate. Así mismo, concibió la idea de vender la propuesta de un producto higiénico y práctico que facilitara la elaboración de comidas rápidas, su buen juicio tuvo tal éxito que pronto la cartera de clientes se engrosó con la llegada de Taco Bell, Spoon y As de Oros.

La experiencia en el extranjero de don José Rafael le ayudó a pensar en nuevos conceptos e innovaciones en la industria de los "fresh cuts" o vegetales cortados y, con la ventaja en ese momento no existía en el país ninguna compañía similar, contrajo así una importante alianza con Hortifruti S.A. (proveedor exclusivo de frutas y vegetales de la Corporación Supermercados Unidos) e inició el negocio de ensaladas preparadas, mismas que hoy se venden en los supermercados costarricenses.

El arranque de esta empresa fue difícil, sobre todo por los recursos limitados y el carácter altamente perecedero de los productos que se procesaban, sin embargo el producto se consolidó en el mercado, y aumentó la demanda de los clientes. Para ese momento, el empeño de la naciente compañía hizo que los clientes solicitaran productos más elaborados, en especial aquellos que conformaban el menú ofrecido por las diferentes cadenas de comida rápida. Pronto se empezó a procesar gallo pinto, escabeche, frijoles molidos y ensalada de repollo preparado, con lo cual se originó la Sección de Cocina, actualmente Sección de Procesos Térmicos de La Empresa.

En 1995, la Compañía era ya una empresa consolidada en el campo de los alimentos procesados, y su demanda crecía cada día más; se diversificaron los productos y se amplió la cartera de clientes: Subway, Rostipollos y Shell son ejemplo de ello. Igualmente, el vertiginoso crecimiento de estas empresas por la apertura de nuevos restaurantes y supermercados impulsó nuevas inversiones en materia de planta y distribución.

Lamentablemente para el mes de febrero de ese mismo año, don José Rafael murió en un accidente. Desde esta fecha continuó con la empresa la Sra. Rosalba Méndez Rojas, quien trabajaba junto a su esposo.

Durante el resto de los años 90s y hasta el año 2005, la empresa continuó creciendo constantemente en un mercado que apenas empezaba a adaptarse a los vegetales frescos, lavados, procesados y listos para consumir. Se iniciaron relaciones con otros clientes importantes como Dennys, KFC y Quiznos.

En Junio de 2005, la Sra. Rosalba Méndez fallece, y es entonces cuando la empresa pasa a manos de sus 3 hijos. Los mismos procedieron a conformar una Junta Directiva que se encargara de dar las principales directrices de la compañía de la mano de un Gerente General que tenía gran experiencia en negocio.

Posterior al año 2010 la Empresa pasa a ser una empresa mediana que mantenía un crecimiento constante superior a un 10% año a año. Este fuerte crecimiento motivó a la dirigencia de la Compañía a iniciar un proceso de internacionalización de la misma.

A partir de 2016, se inician exportaciones esporádicas a Panamá y en 2017 se consolidan relaciones con clientes importantes como McDonalds Panamá, Sysco, Franquicias Panameñas y recientemente, Supermercados El Rey.

Para fortalecer el negocio en Panamá, y solucionar algunas dificultades arancelarias, la empresa espera en 2018 instalar una pequeña planta de proceso en Ciudad de David, Panamá; para con esto fortalecer su presencia en este país.

Actualmente la Empresa tiene 250 colaboradores en total.

2.2 Socios comerciales y clientes

La empresa compete y se desenvuelve en diferentes mercados; uno de sus principales nichos de ventas corresponde al sector de comidas rápidas y food service, y es aquí en donde coloca casi un 40% de sus ventas. Entre los principales clientes se citan McDonalds, Subway, Pizza Hut, KFC y Taco Bell.

Otro 40% de las ventas se da en supermercados, sin embargo aquí la empresa comercializa sus productos con 3 marcas distintas que se detallan a continuación.

La Compañía tiene una alianza con Walmart, y a esta corporación le maquila la marca Hortifruti (marca registrada propiedad de Walmart) con la cual coloca sus productos en los supermercados propios de esta corporación.

Con Automercado tiene otra alianza similar con la cual maquila la marca Verdelli (marca registrada propiedad de Automercado) y que se coloca en todos los Automercados del País.

Finalmente la empresa posee su marca propia que vende en otras cadenas más pequeñas como Mega Super, Perimercados, Cristal, etc.

Un 10% de las ventas de la empresa, corresponden a hospitales públicos y comedores de instituciones públicas y privadas. Al mercado de hospitales se ingresa mediante licitaciones públicas en las cuales la empresa debe competir.

Finalmente, otro 10% de las ventas se coloca en un sector que la empresa denomina Casual Dining, y corresponde a restaurantes como Spoon y Dennys.

2.3 Misión, visión y valores

La empresa posee la siguiente misión y visión según su página de internet visitada en enero de 2018:

2.3.1 Misión

La misión de la Compañía es ser es una empresa agroindustrial, dedicada a elaborar y distribuir productos vegetales higiénicos que faciliten las operaciones diarias de negocios inmersos en el campo de la alimentación y de los consumidores finales en general.”

2.3.2 Visión

Su visión es, “Mediante el perfeccionamiento continuo de sus estándares de calidad, servicio y organización, debe estimular su crecimiento para consolidarse en el año 2020 como la principal industria costarricense enfocada en el campo de los vegetales procesados con un alto valor agregado.”

2.3.3 Valores

Con respecto a los valores, la empresa se rige por el respeto hacia los demás, hacia la organización y hacia uno mismo.

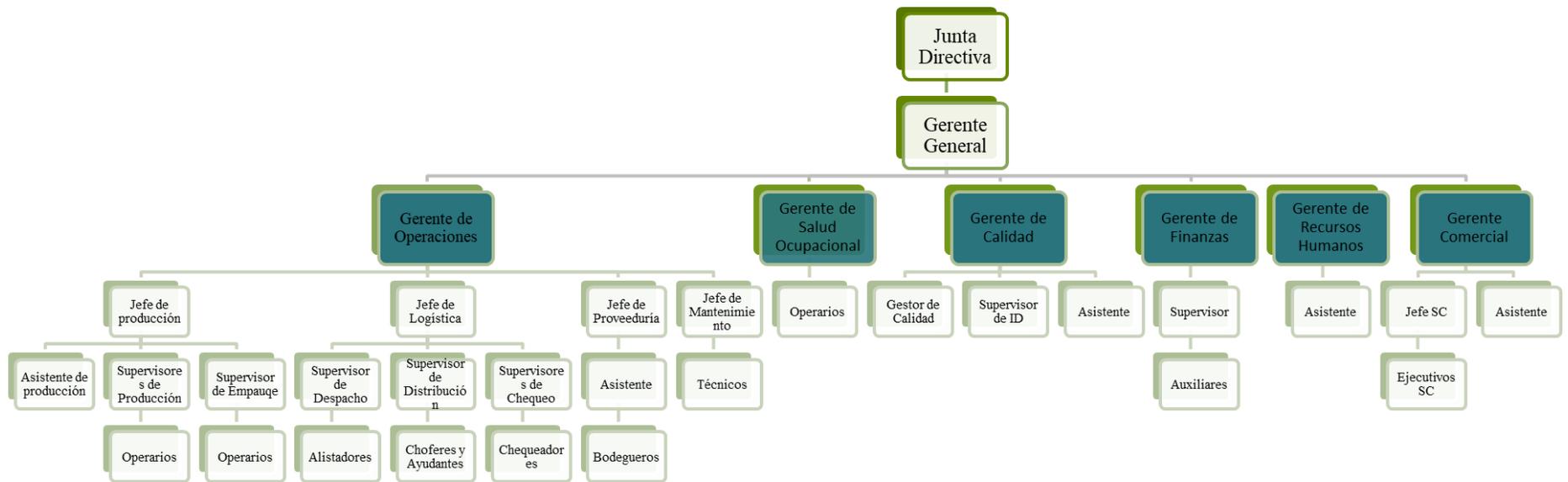
La integridad en todas las acciones del día a día y finamente en la responsabilidad y el compromiso hacia lo interno de la organización y hacia los clientes que son la razón de ser de la empresa.

Tomando en cuenta los tres apartados anteriores, se percibe que la empresa busca convertirse en una organización con presencia regional, moderna y responsable con su alrededor. Tiene ansias de crecimiento sin embargo quiere alcanzar sus metas de manera ordenada y siempre teniendo en cuenta sus clientes.

2.4 Estructura organizacional

La empresa es de capital 100% costarricense y posee la estructura que se muestra en la figura de la siguiente página.

Figura 2.1. Estructura organizacional de la Empresa



Fuente: Departamento de Recursos Humanos de la Empresa

La Empresa está dirigida por una junta directiva que se encarga de dar rumbo a la Empresa y de tomar decisiones estratégicas. Esta junta tiene a su cargo un Gerente General que es la cabeza operativa de la empresa y además administra 6 gerencias.

La Gerencia de Operaciones dispone del personal operativo y es el encargado de cumplir con las actividades primordiales del negocio. Esta gerencia supervisa y organiza las compras de materias primas, las actividades productivas y la logística de la empresa.

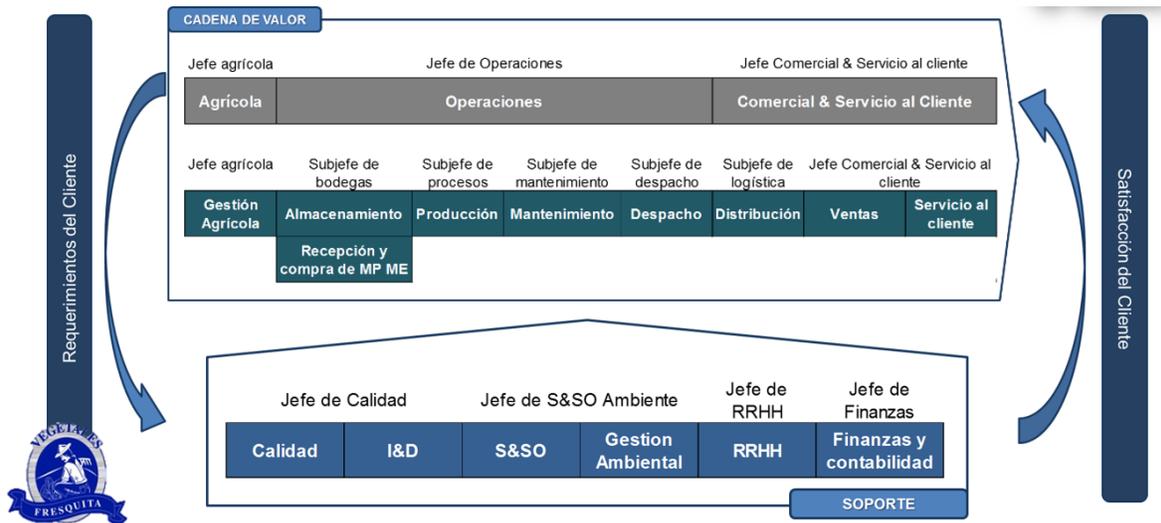
El Gerente de Calidad administra nuevos desarrollos y da servicio a la parte operativa de la empresa. Además es el encargado de asegurar que se cumplan todas las especificaciones que solicitan los clientes.

La Jefatura Financiera asume la responsabilidad de dirigir la estrategia financiera de la empresa y además tiene a su cargo todas las cuentas por cobrar y por pagar de la Empresa.

Las últimas gerencias las componen el Gerente Comercial y la Jefatura de Salud Ambiental. El primero se encarga de todas las relaciones de mercadeo con los clientes y el segundo de todo lo relacionado al ambiente laboral.

Operativamente la empresa funciona tal y como se muestra en la siguiente figura:

Figura 2.2. Diagrama de procesos de la empresa



Fuente: Gerencia General de la Empresa

El diagrama indica cómo se desenvuelve la empresa en su día a día. Las operaciones regulares están enfocadas en gris y representan la cosecha de los vegetales, la transformación de los mismos, y su posterior distribución a los clientes. Estas actividades están dirigidas por una serie de jefaturas operativas que incluyen temas agrícolas, de almacenamiento, producción, mantenimiento, ventas, etc.

Existe una serie de departamentos que dan servicios a las operaciones regulares y estos consisten en:

- **Calidad:** Se aseguran que los productos cumplan con todos los requisitos de los clientes
- **I&D:** Dirige los proyectos nuevos de la empresa y la mejora de los productos actuales

- **S&SO:** Se encarga de la gestión ambiental y en temas de seguridad en la empresa
- **RRHH:** Dirige todos los temas de recursos humanos
- **Finanzas y Contabilidad:** Asume todo el departamento contable así como la gestión financiera de la compañía.

A grandes rasgos, la Empresa funciona centrada en producir lo que sus clientes indiquen. El resto de la organización se desenvuelve alrededor y dando soporte a la producción que se considera el corazón de la organización.

2.5 Unidades de negocio

La compañía posee una unidad de negocio en Costa Rica y otra en Panamá. La primera tiene 26 años de existencia y corresponde al procesamiento y distribución de vegetales en el mercado nacional.

La unidad de negocio en Panamá cuenta con una sociedad y administración separada de Costa Rica. La sociedad fue conformada a inicio de 2017 y desde entonces se encarga de comprar vegetales procesados a la empresa en Costa Rica, exportarlos y distribuirlos en Panamá.

La aceptación del producto en Panamá ha sido bastante buena por lo que los accionistas desean invertir en el negocio de Panamá y construir una pequeña planta de proceso de 300 m². La idea de esta planta es producir algunos productos que no se pueden enviar desde Costa Rica por temas arancelarios o por cortas vidas útiles. Además, se espera que esta planta funcione como centro de distribución en donde se pueda acopiar el producto proveniente de Costa Rica, y posteriormente pueda ser distribuido según la conveniencia de la Compañía en Panamá.

2.6 Líneas de productos

Los principales productos de la compañía se pueden dividir de la siguiente manera:

2.6.1 Ensaladas

Corresponde principalmente a ensaladas elaboradas a partir de hojas vegetales. Aquí se incluyen ensaladas a partir de lechuga, a base de repollo, mezclas con lechugas de colores, ensaladas que incluyen complementos como aderezos, crotones o queso. La gran variedad incluye otras mezclas que corresponden a hojas vegetales cortadas, lavadas y seleccionadas según la preferencia del cliente.

2.6.2 Procesados

Consiste en una amplia línea de vegetales mínimamente procesados y corresponden a todo tipo de tubérculos y vegetales que se lavan, sufren operaciones de cortes, se desinfectan y se empacan en distintas presentaciones para que sean utilizados como materias primas de restaurantes, comedores y hospitales.

Se incluyen productos como brócoli en arbolitos, papa picada empacada al vacío, rodajas de plátano, chile cortado, cebolla en tiras, etc.

2.6.3 Cocidos

Está línea consiste en una serie de acompañamientos de platos en donde se incluyen frijoles molidos, escabeche, remolacha cocinada, ceviche de plátano, ensalada rusa, guacamole y otros productos destinados a vender en supermercados y restaurantes.

2.6.4 Jugos

El principal jugo comercializado es el agua de pipa que se vende como 100% natural en los principales supermercados del país. Además se tienen jugo de naranja y pulpas naturales

2.1.6.5 Granel

La empresa comercializa vegetales a clientes que requieren el producto sin ningún tipo de procesamiento. Aquí se incluyen productos como aguacate, algunas hierbas como menta y hierbabuena, tomate, papa, cebolla y chile dulce.

2.1.7 Competencia y nicho de mercado

En el año 2015 la Empresa se dio a la tarea de realizar un mapeo de su participación nacional en el mercado de los vegetales procesados.

Con la ayuda de información dada por clientes y numerosas entrevistas, la gerencia general de la empresa junto al Departamento Comercial generaron al siguiente diagrama de pastel:

Figura 2.3: Porcentaje de participación de las distintas empresas en el mercado de vegetales procesados



Fuente: Gerencia General de la Empresa.

La figura indica que Fresquita domina el segmento de los vegetales procesados en Costa Rica.

Las principales razones de este liderazgo se deben a la vanguardia en tecnología y a la gran diversidad de productos que la empresa ofrece. Esta amplia gama de vegetales y producto permite que la compañía pueda ofrecerle paquetes muy completos a sus clientes. Esta situación hace que reemplazar a Vegetales Fresquita sea muy difícil para un restaurante.

La distribución de competidores según el sector meta para el año 2017 fue la siguiente según la Gerencia Comercial de la Empresa

Tabla 2.1. Participación porcentual de las distintas empresas en el mercado de vegetales procesados según el tipo de cliente.

Empresa/Sector	Fast Food	Dinnig	Retail	Hospitales	Hotelería
Fresquita	75%	60%	65%	75%	0%
Presto	10%	20%	10%	0%	0%
Fruta Internacional	5%	10%	10%	5%	50%
Frescura Molino	5%	0%	10%	0%	20%
Otros	5%	10%	5%	20%	30%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Departamento Comercial de la Empresa

Tal y como se mencionó anteriormente, la empresa tiene una clara ventaja y liderazgo en los sectores en que compite sin embargo también se ve una clara oportunidad de mercado en el sector de Hotelería, el cual si es explotado por otras empresas.

La empresa estima que el tamaño del mercado de los vegetales procesados, incluyendo aquellos sectores en donde no compite la empresa actualmente, tiene un tamaño que puede situarse entre los 1.000 y 1.500 millones de colones mensuales.

Con respecto a Panamá, la empresa apenas está conociendo el mercado sin embargo el mismo es muchísimo más primitivo en comparación al de Costa Rica. La razón de esto es que el sector alimentario panameño se encuentra mucho menos desarrollado que el costarricense por temas de cultura, de falta de profesionales

dedicados a los alimentos y por la inclinación del mercado a los servicios y no a la producción.

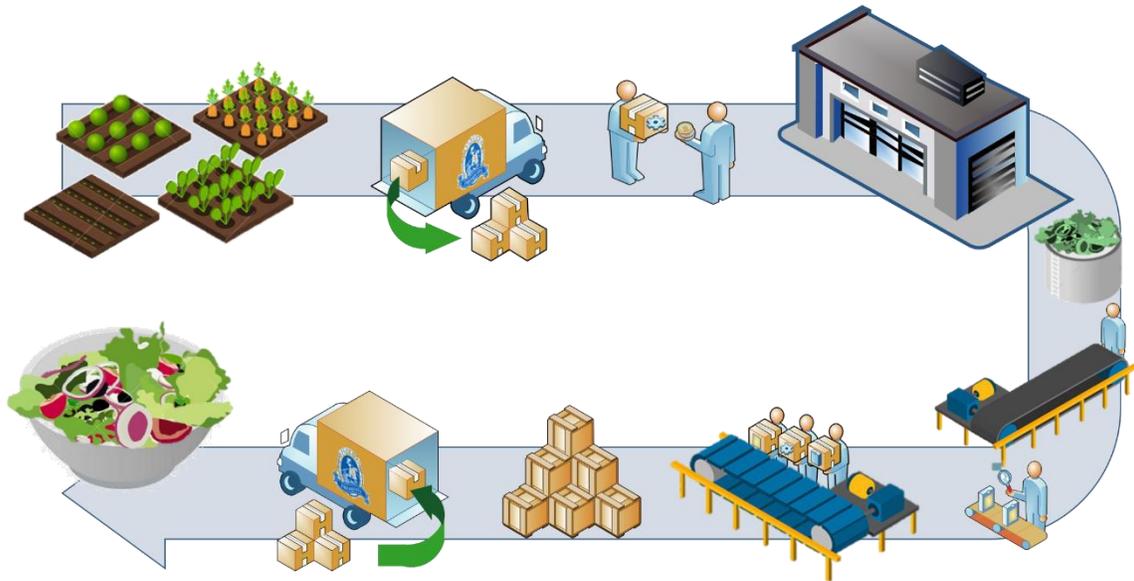
En este momento se conocen de 3 empresas en Panamá que se dedican al procesamiento de vegetales. Las mismas, son empresas que procesan bajo volumen y se estima que entre las 3, venden cerca de \$600.000 mensuales de vegetales procesados.

Lo más interesante de lo anterior es que la Empresa estima que el mercado potencial en Panamá es del mismo tamaño que el de Costa Rica, por lo que la oportunidad en este país es muy prometedora.

2.1.8 Flujo de la operación

El siguiente es un esquema ilustrado del funcionamiento operativo de la empresa para entender mejor lo que existe detrás de la comercialización de los vegetales.

Figura 2.4. Diagrama conceptual del proceso operativo que desempeña Vegetales Fresquita



Fuente: Departamento de Calidad de la Empresa

La operación de la empresa inicia en la programación y en el manejo de las fincas. La empresa no tiene sus fincas propias, sino que genera contratos con productores de vegetales que se dedican a producir para venderle a la empresa.

La Compañía supervisa los campos y además los audita para asegurarse que cumplan con todas las especificaciones de calidad de la empresa y sus clientes requieren.

Los proveedores llevan los vegetales hacia a la empresa y aquí deben pasar un revisión por el Departamento de Calidad. Una vez aprobados son almacenados para seguidamente, ingresas a la programación de la producción. El período que tardan las materias primas en almacenamiento, generalmente no es superior a las 48 horas.

Dentro de la planta de proceso, los vegetales sufren transformaciones físicas, lavados, desinfecciones y secados, para posteriormente ser empacados en las distintas presentaciones que piden los clientes. Todo el proceso de la producción es dirigido por un Departamento de Operaciones, que programa la producción según los pedidos que le pasa el Departamento de Servicio al cliente diariamente.

La mayoría los productos son almacenados por un máximo de 48 horas ya que deben ser despachados en camiones propios hacia los clientes lo más frescos posible. Para esto, la empresa cuenta con una flotilla de 11 camiones que distribuyen en todo el país. Dentro del Valle Central, casi todos los puntos de ventas son visitados 3 veces a la semana mientras que fuera del Valle Central, generalmente los clientes son abastecidos 2 veces a la semana.

2.1.9 Gestión financiera

El proceso financiero de la empresa inicia con la facturación de la materia prima por parte de los proveedores hacia la Compañía. Toda factura es ingresada al sistema por una persona que se dedica exclusivamente a esto. Además, existe otro digitador que se dedica a ingresar facturas de cualquier otro gasto que no sea materia prima.

Estas dos personas ingresan esta información al sistema ERP Exactus de Softland. La mayoría de los proveedores dan crédito a la empresa y se pagan a distintos plazos, siendo la mayoría a 30 días. El software automáticamente lleva un control de todos los pagos así como sus plazos, para posteriormente enviar toda esta información a las dos personas encargadas de programar todos los pagos.

Durante la semana el sistema carga todas las facturas con vencimientos cercanos para cancelar las acumuladas los días viernes de cada semana.

Antes de programar toda factura, la misma se revisa por duplicado y seguidamente se sube a una plataforma del Banco Nacional en donde se agrupan todos los pagos, para posteriormente ser aprobados y efectuados por el Presidente o Vicepresidente de la empresa.

Diariamente se revisan los ingresos y egresos del día anterior para llevar un control de todas las transacciones efectuadas y seguidamente ser archivadas.

A la mayoría de los clientes, se les da crédito a 30 días. El dinero acumulado de la ganancia operativa de la empresa, es guardado en fondos de inversión a largo o corto plazo. Todas las provisiones de efectivo que se hacen para para erogaciones posteriores como pago de impuestos, aguinaldo, pago a la caja, etc; también son guardadas en fondos de inversión.

Existe un comité de crédito y cobro que incluye a la gerencia general, la gerencia comercial, gerencia financiera y los encargados de cuentas por cobrar. Estas personas se reúnen una vez al mes y dan seguimiento y levantan una minuta del estado de cuentas por cobrar. Derivada de esta minuta se generan acciones para mantener la partida de cuentas por cobrar lo más saludable posible.

2.1.10 Métricas financieras utilizadas

Las principales métricas contra las que se rigen las finanzas de la empresa y las cuales revisa el comité de crédito y cobro son:

- Razón circulante
- Prueba del ácido
- Rotación de activos
- Promedio de inventarios
- Periodo medio de cobro y pago
- Razón de endeudamiento

- Margen de utilidad
- Rendimiento sobre la inversión

En el capítulo 3 serán expuestas en detalle las razones de la empresa y además serán analizadas para los últimos 5 años fiscales.

Después de analizar el funcionamiento de La Empresa, la misma se percibe como una organización muy dinámica y en crecimiento constante. Sus operaciones están diseñadas para dar un tiempo de respuesta rápido a todos sus clientes y de igual forma ofrecer un producto fresco y de alta calidad.

En la mentalidad de toda la organización se percibe un enfoque al cliente para lograr la satisfacción de los mismos y tratar de superar las expectativas de estos.

CAPITULO III

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

desarrollar un análisis de la situación actual financiera de la compañía con el fin de determinar cómo se encuentra acorde con la realidad de la industria.

Lo anterior es sumamente importante para el modelo de valoración ya que las condiciones y la estructura financiera de la Empresa son determinantes a la hora de montar los supuestos necesarios que se desarrollaron en el Capítulo 4.

Del análisis efectuado se desprenden una serie de conclusiones y recomendaciones que son válidas para aumentar el patrimonio de los accionistas y que se consideran adecuadas para la mejoría financiera de la Empresa.

3.1 Balance general

En el balance general de la empresa se puede visualizar un resumen de todo lo que posee la empresa, de lo que debe, de lo que le deben y de lo que realmente le pertenece al propietario, en una fecha determinada.

3.1.1 Análisis horizontal del balance general

En el presente análisis se mostrarán los últimos cinco años fiscales (al 30 de setiembre) es decir del 2013 al 2017. En la tabla 3.1 además se incluyen las variaciones porcentuales que se dieron año a año, iniciando por los activos y posteriormente los pasivos y patrimonio de la Compañía.

En la tabla 3.1 se presentan los activos de la empresa.

Tabla 3.1 Activos de la empresa en análisis al 30 de setiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación horizontal.

Balance General al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 (en colones)									
Activos corrientes	Año 2013	Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017	
Cajas	350	88%	657	110%	1.382	85%	2.552	-84%	400
Bancos	61.180	56%	95.472	-51%	46.575	122%	103.478	6%	109.927
Inversiones	97.111	-36%	62.300	50%	93.611	-6%	87.606	105%	179.165
Cuentas por cobrar comerciales	492.413	-6%	464.557	11%	514.204	-4%	491.198	22%	601.109
Otras cuentas por cobrar	15.926	213%	49.779	-82%	8.934	-65%	3.119	253%	10.994
Pagos anticipados	3.001	-4%	2.888	-53%	1.369	492%	8.111	-36%	5.165
Inventarios	81.931	-3%	79.716	-4%	76.359	40%	107.211	-13%	92.844
Depositos en tránsito	242	-100%	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos	-	-	78.304	-	58.931	-	111.273	-	179.926
TOTAL ACTIVO CORRIENTES	752.155	6%	795.111	1%	801.366	14%	915.001	29%	1.180.239
Activos no corrientes									
Equipo de computo	3.693	-65%	1.309	436%	7.024	387%	34.179	35%	46.232
Equipo de planta	28.941	13%	32.809	-3%	31.715	-30%	22.203	4%	23.140
Mobiliario planta	1.480	-2%	1.445	470%	8.238	1074%	96.683	25%	120.969
Maquinaria neto	158.250	13%	178.341	-2%	174.991	157%	449.259	16%	521.589
Edificaciones	443.169	15%	510.373	1%	514.622	108%	1.070.661	4%	1.109.129
Software	7.161	75%	12.531	-31%	8.672	162%	22.743	0%	22.743
Terreno	148.400	0%	148.400	-33%	100.133	0%	100.133	212%	312.266
Equipos de finca	458	-1373%	5.829	-9%	5.281	111%	11.134	1%	11.255
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTES	790.635	13%	891.038	24%	1.103.841	26%	1.389.307	22%	1.695.870
TOTAL ACTIVOS	1.631.190	3%	1.686.149	13%	1.905.207	21%	2.304.308	25%	2.876.109

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

Al observar los activos corrientes durante los años en estudio, claramente se nota que existe un aumento fuerte en los activos durante los últimos dos años. Esto se da principalmente por un aumento en el efectivo disponible en bancos y en inversiones. Además el efecto es aumentado por el hecho de mayores ventas que generaron mayores cuentas por cobrar.

Algo similar sucede en los activos no corrientes ya que estos aumentan más de un 20% a partir del año 2014. Estos aumentos tan fuertes coinciden con la construcción de nuevas edificaciones en estos años y una ampliación de planta durante el año 2015. Esto también se ve reflejado en las partidas de mobiliario y equipo de planta.

La partida de terreno no sufre mayores modificaciones en los primeros 4 años sin embargo en 2017, los socios hacen un aporte de terreno a la Empresa lo que impulsa los activos fijos en gran medida.

Los comportamientos antes mencionados en las partidas de activos, hacen que el activo total tenga un crecimiento importante en los años mencionados logrando incrementos mayores a un 20% durante los últimos dos años en estudio.

Para efectos de la valoración de la Empresa, estos aumentos en los activos, y principalmente en los activos corrientes, son una señal positiva que se traduce en mayores expectativas de flujos venideros.

Además es posible evidenciar un crecimiento importante en la Empresa que nuevamente se ve como un buen indicador para el futuro.

Al utilizar un modelo de descuento de flujos, las perspectivas de flujos y de crecimientos venideros son claves a la hora de calcular el valor del patrimonio. Las tendencias observadas serán positivas a la hora de generar proyecciones y por lo tanto se considera que a empresa tiene buena evidencia de gestión en temas del comportamiento de sus activos.

Con respecto a los pasivos del balance general, a continuación se muestra el detalle numérico de las principales partidas del balance de la empresa según sus cinco años históricos de gestión. Además se incluye un análisis horizontal porcentual de cada partida.

Tabla 3.2. Pasivos de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación horizontal.

Pasivos corto plazo	Año 2013		Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017
Cuentas por pagar	324.600	-11%	290.421	11%	322.642	15%	369.549	19%	440.048
Impuestos por pagar	37.395	48%	55.305	6%	58.715	-38%	36.359	169%	97.738
Retenciones por pagar	3.514	-85%	524	136%	1.236	25%	1.548	14%	1.762
Nominas por pagar	11.553	-97%	341	577%	2.307	390%	11.301	-52%	5.381
Aportes patronales por pagar	-		18.919	-5%	17.918	4%	18.598	45%	26.928
Retenciones a empleados por pagar	-		6.629	-2%	6.514	7%	6.946	80%	12.506
Provisiones patronales por pagar	69.642	28%	88.900	4%	92.202	13%	104.323	1%	105.476
Prestamos a corto plazo	10.653	8%	11.463	41%	16.161	-43%	9.185	221%	29.503
Otras cuentas por pagar					2.716	-28%	1.943	574%	13.098
Pasivos a corto plazo	495.513	0%	497.560	9%	540.020	11%	601.047	33%	796.630
Pasivo a largo plazo									
Prestamos a largo plazo	333.885	-14%	286.508	-5%	270.887	111%	570.494	55%	886.767
Pasivos a largo plazo	333.885	-14%	286.508	-5%	270.887	111%	570.494	55%	886.767
Total pasivos	829.398	-5%	784.068	3%	810.907	44%	1.171.541	44%	1.683.397

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

Al analizar los pasivos se observa que las cuentas por cobrar tienen aumentos fuertes en los últimos años lo que se explica con el aumento de compras a proveedores que se dan por el crecimiento normal de la empresa.

Los préstamos a corto plazo es otra de las partidas interesantes a evaluar ya que en el último periodo en análisis, las mismas aumentan en gran medida.

Dado lo anterior, se muestra un aumento de un 33% del año 2016 al 2017 en los pasivos a corto plazo lo cual indica el mayor endeudamiento en vencimientos a corto plazo lo cual es negativo para el riesgo de la empresa.

Los pasivos a largo plazo están compuestos solamente por los préstamos a largo plazo y cabe destacar el endeudamiento que la empresa adquirió en los periodos

2015 y 2016 con el objetivo de ampliar su capacidad productiva para lograr suplir la demanda de un fuerte crecimiento en ventas.

Todo lo anterior muestra un comportamiento estable de los pasivos totales en los primeros años en estudio y a partir de 2015, un aumento importante debido a las necesidades de expansión de la empresa. Es importante mencionar que la mayoría de la deuda fue adquirida en términos de largo plazo.

El comportamiento observado es claramente justificable para sostener el crecimiento de la Empresa sin embargo se debe mencionar que para efectos de la valoración, eso perjudica a la Compañía ya que en la última etapa del modelo toda deuda con costo debe ser restada.

Si bien es cierto hay un aumento en los pasivos, se considera que el mismo es normal y se ajusta a lo observado en empresas similares. También es importante mencionar que la deuda se considera moderada y no se encuentra en valores riesgosos o que hacen peligrar la sostenibilidad de la Compañía.

En relación al patrimonio, este se analiza en la tabla 3.3 donde se presentan la distribución de mismo.

Tabla 3.3 Patrimonio de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación horizontal.

Patrimonio	Año 2013	Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017	
Capital Social	441.016	0%	441.015	-65%	156.000	0%	156.000	0%	156.000
Aporte de Socios	-	0%	-	0%	285.016	0%	283.621	-40%	169.983
Reserva legal	18.558	0%	18.558	0%	18.558	0%	18.558	0%	18.558
Utilidades acumuladas	31.183	882%	306.234	35%	414.305	40%	581.341	15%	666.290
Dividendos pagados	-	-	18.844	-5%	17.886	63%	29.080	115%	62.629
Utilidades del periodo	151.377	0%	150.816	31%	196.996	-24%	150.411	63%	244.511
Total patrimonio	801.792	13%	902.081	21%	1.094.300	4%	1.132.767	5%	1.192.712
Pasivo y Patrimonio	1.631.190	3%	1.686.149	13%	1.905.207	21%	2.304.308	25%	2.876.109

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

Al analizar el comportamiento del patrimonio, inicialmente se observa que hay una disminución importante del año 2014 al 2015 en el rubro de capital social lo que se debe a una modificación de la partida ya que parte del capital se recalificó como aporte de socios.

Las reservas legales de la empresa se han mantenido constantes a lo largo de los 5 años y con respecto a las utilidades acumuladas, se observa un aumento porcentual continuo de las mismas. Es importante mencionar que estos aumentos van de la mano de las utilidades del periodo y es destacable el hecho de que las utilidades crecieron un 63% del año 2016 al 2017.

Debido al aumento que ha tenido la empresa en las utilidades acumuladas, también se observa un aumento continuo en los dividendos pagados a los accionistas.

A pesar de que el aporte de socios fue necesario para aumentar el endeudamiento de la empresa, se considera que estratégicamente no es beneficioso para los accionistas ya que esto genera que la empresa deba generar más dinero para cubrir el aporte adicional.

El comportamiento que han tenido las utilidades acumuladas demuestra una buena gestión y un desempeño positivo por parte de la empresa en los últimos periodos.

Además se presenta como una buena fuente para proyectar el futuro de la empresa y que es clave en la valoración de la misma.

3.1.2 Análisis vertical del balance general

La siguiente tabla muestra la proporción año a año que cada partida de los activos corrientes cumple sobre los activos corrientes totales. Además indica que proporción cumplen los activos corrientes totales sobre los activos totales. Lo anterior se repite para los pasivos no corrientes.

Tabla 3.4 Activos de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación vertical

Balance General al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 (en colones)											
Activos corrientes	Año 2013		Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017		
Cajas	350	0%	657	0%	1.382	0%	2.552	0%	400	0%	
Bancos	61.180	8%	95.472	12%	46.575	6%	103.478	11%	109.927	9%	
Inversiones	97.111	13%	62.300	8%	93.611	12%	87.606	10%	179.165	15%	
Cuentas por cobrar comerciales	492.413	65%	464.557	58%	514.204	64%	491.198	54%	601.109	51%	
Otras cuentas por cobrar	15.926	2%	49.779	6%	8.934	1%	3.119	0%	10.994	1%	
Pagos anticipados	3.001	0%	2.888	0%	1.369	0%	8.111	1%	5.165	0%	
Inventarios	81.931	11%	79.716	10%	76.359	10%	107.211	12%	92.844	8%	
Depositos en tránsito	242	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	
Otros activos	-	0%	78.304	10%	58.931	7%	111.273	12%	179.926	15%	
TOTAL ACTIVO CORRIENTES	752.155	46%	795.111	47%	801.366	42%	915.001	40%	1.180.239	41%	
Activos no corrientes											
Equipo de computo	3.693	0%	1.309	0%	7.024	1%	34.179	2%	46.232	3%	
Equipo de planta	28.941	4%	32.809	4%	31.715	3%	22.203	2%	23.140	1%	
Mobiliario planta	1.480	0%	1.445	0%	8.238	1%	96.683	7%	120.969	7%	
Maquinaria neto	158.250	20%	178.341	20%	174.991	16%	449.259	32%	521.589	31%	
Edificaciones	443.169	56%	510.373	57%	514.622	47%	1.070.661	77%	1.109.129	65%	
Software	7.161	1%	12.531	1%	8.672	1%	22.743	2%	22.743	1%	
Terreno	148.400	19%	148.400	17%	100.133	9%	100.133	7%	312.266	18%	
Equipos de finca	-	458	0%	5.829	1%	5.281	0%	11.134	1%	11.255	1%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTES	790.635	54%	891.038	53%	1.103.841	58%	1.389.307	60%	1.695.870	59%	
TOTAL ACTIVOS	1.631.190		1.686.149		1.905.207		2.304.308		2.876.109		

Fuente: Departamento Financiero de La Empresa

Al analizar los activos no corrientes, se observa que los mismos están principalmente compuestos por inversiones, cuentas por cobrar e inventarios.

Los datos son similares a lo largo de los periodos en estudio sin embargo se puede resaltar el aumento porcentual que ha tenido la partida de inversiones en el 2017. Con respecto a las cuentas por cobrar, se observa una disminución porcentual conforme aumentan los años y que se debe a una mejor gestión de cobro por parte de la empresa.

El comportamiento anterior se considera adecuado para una empresa industrial y normal para su tipo. Es importante mencionar que la Empresa debe asegurarse de que estas cuentas no crezcan más que las ventas ya que esto podría generar problemas de liquidez e ineficiencias.

La disminución porcentual en las cuentas por cobrar muestra la buena gestión de la empresa y es un indicador que confirma la salud financiera de la misma.

Al analizar el comportamiento total de los activos no corrientes, se observa una disminución porcentual de los mismos con respecto al activo total. Lo anterior indica que los activos fijos de la empresa se han aumentado porcentualmente más que los activos no corrientes. Este mismo comportamiento se corrobora al analizar el aumento porcentual que ha tenido los activos fijos en comparación a los activos totales.

Las partidas que han disparado lo antes mencionado han sido principalmente edificaciones y maquinaria ya que como se dijo en el apartado anterior, durante los últimos 3 años la Empresa ha invertido en ampliar su capacidad de planta.

Lo anterior muestra la estrategia de la Empresa en ampliar su capacidad productiva en vistas del aumento que está teniendo en ventas por lo que se considera saludable y acorde a la realidad de la compañía.

El análisis anterior arroja buenas señales de la gestión de la empresa y confirma su crecimiento y las acciones tomadas para sostener el mismo.

A continuación, la tabla 3.5 muestra el análisis vertical de los pasivos de la empresa comprendidos entre los periodos fiscales del 2013 al 2017.

Tabla 3.5 Pasivos de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación vertical

Pasivos corto plazo	Año 2013		Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017	
Cuentas por pagar	324.600	66%	290.421	58%	322.642	60%	369.549	61%	440.048	55%
Impuestos por pagar	37.395	8%	55.305	11%	58.715	11%	36.359	6%	97.738	12%
Retenciones por pagar	3.514	1%	524	0%	1.236	0%	1.548	0%	1.762	0%
Nominas por pagar	11.553	2%	341	0%	2.307	0%	11.301	2%	5.381	1%
Aportes patronales por pagar	-	0%	18.919	4%	17.918	3%	18.598	3%	26.928	3%
Retenciones a empleados por pagar	-	0%	6.629	1%	6.514	1%	6.946	1%	12.506	2%
Pagos instituciones y asociaciones	26.118	5%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Provisiones patronales por pagar	69.642	14%	88.900	18%	92.202	17%	104.323	17%	105.476	13%
Prestamos a corto plazo	10.653	2%	11.463	2%	16.161	3%	9.185	2%	29.503	4%
Otras cuentas por pagar		0%		0%	2.716	1%	1.943	0%	13.098	2%
Pasivos a corto plazo	495.513	60%	497.560	63%	540.020	67%	601.047	51%	796.630	47%
Pasivo a largo plazo										
Prestamos a largo plazo	333.885	100%	286.508	100%	270.887	100%	570.494	100%	886.767	100%
Pasivos a largo plazo	333.885	40%	286.508	37%	270.887	33%	570.494	49%	886.767	53%
Total pasivos	829.398		784.068		810.907	44%	1.171.541		1.683.397	

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

Al analizar los pasivos a corto plazo, inicialmente se observa una disminución porcentual de las cuentas por pagar durante el transcurso de los años. Las demás partidas se mantienen relativamente estables.

Es interesante destacar el hecho de que los pasivos a corto plazo cada vez tienen una proporción menor que los pasivos a largo plazo en relación a los pasivos totales.

El comportamiento anterior se debe a que el grueso de la deuda obtenida por la empresa en los últimos años, ha sido deuda a largo plazo.

Nuevamente, lo anterior se debe a la estrategia de la empresa en endeudarse a largo plazo con el fin de financiar el crecimiento de la misma. El hecho de convertir deuda de corto plazo en deuda a largo plazo, siempre es una buena señal ya que disminuye el riesgo por falta de liquidez de la empresa.

Tabla 3.6 Patrimonio de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación vertical

Patrimonio	Año 2013		Año 2014		Año 2015		Año 2016		Año 2017	
Capital Social	441.016	55%	441.015	49%	156.000	14%	156.000	14%	156.000	13%
Aporte de Socios	-	0%	-	0%	285.016	26%	283.621	25%	169.983	14%
Reserva legal	18.558	2%	18.558	2%	18.558	2%	18.558	2%	18.558	2%
Utilidades acumuladas	31.183	4%	306.234	34%	414.305	38%	581.341	51%	666.290	56%
Dividendos pagados	-	0%	- 18.844	-2%	- 17.886	-2%	- 29.080	-3%	- 62.629	-5%
Utilidades del periodo	151.377	19%	150.816	17%	196.996	18%	150.411	13%	244.511	21%
Total patrimonio	801.792	49%	902.081	53%	1.094.300	57%	1.132.767	49%	1.192.712	41%
Pasivo y Patrimonio	1.631.190		1.686.149		1.905.207		2.304.308		2.876.109	

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

De lo más destacable a mencionar de la tabla anterior, se encuentra el hecho de que las utilidades acumuladas cada vez acaparan un mayor porcentaje del patrimonio, ubicándose en 56% al cierre del último año fiscal.

Esto muestra el buen desempeño que ha tenido la empresa en su estado de resultados ya que las utilidades netas cada vez impactan más en el patrimonio de los accionistas.

También es importante mencionar que esta partida incide directamente en la valoración de la empresa por lo que el desempeño de la misma es vital dentro del modelo de valoración del patrimonio de los accionistas.

Los dividendos pagados a los accionistas han aumentado un 5% en los últimos 5 años ya que en el año 2014 fue cuando se inició una política de dividendos. Actualmente a los accionistas se les paga un 15% de dividendos sobre las utilidades después de impuestos.

Se debe hacer énfasis en que el patrimonio ha ido disminuyendo su proporción con respecto a los pasivos totales en los últimos 4 años y esto se debe a que el endeudamiento en que la empresa ha incurrido en los últimos años, ha sido mayor que el aumento en el patrimonio. Como se expuso anteriormente, esto se hizo para ampliar sus capacidades de producción y así sostener un crecimiento acelerado sin embargo la empresa debe tener cuidado de que su porción de deuda no siga aumentando porcentualmente ya que esto genera mayor riesgo en la organización.

3.2 Estado de pérdidas y ganancias

El estado de resultados, también conocido como estado de pérdidas y ganancias, es donde se detallan los ingresos, los gastos y el beneficio o pérdida que ha generado la empresa durante un período de tiempo determinado, en este caso de análisis se fijó la fecha anual con corte fiscal es decir al 30 de setiembre de los últimos cinco años (del 2013 al 2017).

A continuación se presenta el estado de resultados de la empresa a partir del año 2013. El mismo será analizado horizontalmente y verticalmente.

3.2.1 Análisis horizontal del estado de resultados

Tabla 3.7 Estado de resultados de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación horizontal. Las cifras se encuentran miles de colones

Detalle	2013	2014		2015		2016		2017	
Ventas	627.788	6%	667.066	8%	721.545	12%	807.482	13%	915.981
Costo de ventas	495.687	7%	529.637	8%	569.571	14%	650.861	9%	711.128
Utilidad bruta	132.102	4%	137.429	11%	151.974	3%	156.621	31%	204.853
Gastos administrativos y ventas	93.089	12%	104.366	3%	107.421	7%	114.477	19%	136.486
Utilidad operacional	39.013	-15%	33.063	35%	44.553	-5%	42.145	49%	62.653
Gastos financieros	8.120	-10%	7.293	-13%	6.348	125%	14.300	-2%	13.999
Ingresos financieros	-		296	-3%	286	-27%	208	139%	497
Otros ingresos gravables	-		443	237%	1.495	-70%	442	63%	718
Otros ingresos no gravables	-		911	-76%	216	917%	2.201	-5%	2.085
Utilidad antes de impuesto	30.893	-11%	27.419	47%	40.203	-24%	30.696	69%	51.955
Impuesto de renta (30%)	9.268	-37%	5.874	105%	12.061	-24%	9.209	69%	15.586
Utilidad neta	21.625	0%	21.545	31%	28.142	-24%	21.487	69%	36.368

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

Al observar la parte superior de la tabla se observa que en los últimos 2 años la empresa ha potenciado su crecimiento logrando aumentos porcentuales mayores al 10%. Esto ha sido consecuencia de una mayor diversificación de productos y clientes que han ingresado a la cartera de la empresa. Además, nuevas estrategias como ventas al estado han impulsado mayores ingresos para la compañía.

En el sector nacional es raro ver empresas maduras que tengan un ritmo de crecimiento tan elevado por lo que este punto da buenas perspectivas para el futuro y además realza la gestión de la empresa.

En el capítulo 4 es clave la proyección de ventas de la empresa y esto incide directamente en los flujos de efectivo y por lo tanto en el valor de la compañía.

Las utilidades porcentuales brutas y operacionales han variado a lo largo de los 5 años sin una tendencia clara, sin embargo en el último periodo de análisis se han

logrado mejores eficiencias operativas y administrativas que han arrojado los mejores resultados que ha tenido la empresa.

Parte de la inversiones que se han realizado en infraestructura durante los últimos dos periodos, obedecen a lograr estas eficiencias y todavía se esperan más modificaciones en plante que continúen con esta tendencia.

En el tema financiero se destaca un fuerte aumento de gastos financieros durante el período 2015 que se dio debido a la inversión en activos a largo plazo.

Posteriormente se analizará el impacto de los gastos financieros en el flujo de la empresa sin embargo se considera que son gastos normales y no tienen un impacto severo en el riesgo o en la continuidad de la empresa.

Al analizar la utilidad neta, se observa que en período del 2015 al 2016, se da una disminución importante de las utilidades que ascienden a más de 20 puntos porcentuales, sin embargo en los períodos 2015 al 2015 y 2016 al 2017, se lograron aumentos mayores a 60 puntos porcentuales, generando una tendencia positiva que será proyectada más adelante.

En empresas del sector industrial, generalmente se obtienen utilidades netas por debajo del 7% por lo que se considera que el nivel de utilidad de la empresa es acorde al mercado en que se desenvuelve sin embargo todavía tiene bastante espacio para la mejora.

3.2.2 Análisis vertical del estado de resultados

Tabla 3.8 Estado de resultados de la empresa en análisis al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017 y su respectiva comparación vertical. Las cifras se encuentran miles de colones

Detalle	2013		2014		2015		2016		2017	
Ventas	627.788	100,0%	667.066	100,0%	721.545	100,0%	807.482	100,0%	915.981	100,0%
Costo de ventas	495.687	79,0%	529.637	79,4%	569.571	78,9%	650.861	80,6%	711.128	77,6%
Utilidad bruta	132.102	21,0%	137.429	20,6%	151.974	21,1%	156.621	19,4%	204.853	22,4%
Gastos administrativos y ventas	93.089	14,8%	104.366	15,6%	107.421	14,9%	114.477	14,2%	136.486	14,9%
Utilidad operacional	39.013	6,2%	33.063	5,0%	44.553	6,2%	42.145	5,2%	62.653	6,8%
Gastos financieros	8.120	1,3%	7.293	1,1%	6.348	0,9%	14.300	1,8%	13.999	1,5%
Ingresos financieros	-	-	296	0,0%	286	0,0%	208	0,0%	497	0,1%
Otros ingresos gravables	-	-	443	0,1%	1.495	0,2%	442	0,1%	718	0,1%
Otros ingresos no gravables	-	-	911	0,1%	216	0,0%	2.201	0,3%	2.085	0,2%
Utilidad antes de impuesto	30.893	4,9%	27.419	4,1%	40.203	5,6%	30.696	3,8%	51.955	5,7%
Impuesto de renta (30%)	9.268	1,5%	5.874	0,9%	12.061	1,7%	9.209	1,1%	15.586	1,7%
Utilidad neta	21.625	3,4%	21.545	3,2%	28.142	3,9%	21.487	2,7%	36.368	4,0%

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

La utilidad bruta observada en la tabla anterior se mantiene alrededor de un 20% sobre las ventas totales durante los primeros 4 años en cuestión, sin embargo en el 2017, hay un repunte que llega hasta 22,4 %. Al igual que se mencionó anteriormente, esto es causa de mayores eficiencias y además es beneficiado por altas ventas que logran diluir costos fijos de operación.

La utilidad operacional se comporta similar a la utilidad bruta ya que es hasta el último año en donde se obtiene un valor más alto que en los años anteriores.

El mismo comportamiento se repite en la utilidad neta ya que la misma oscila entre 2,7 y 3,9 durante los primeros años sin embargo durante el 2017, se alcanza un 4% que no se había logrado alcanzar anteriormente.

Los indicadores anteriores muestran una buena gestión de la empresa que se ha visto reflejada principalmente en los últimos dos periodos. Tal y como se mencionó anteriormente, se han hecho muchas mejorías sin embargo todavía hay bastante espacio para aumentar la rentabilidad de la Compañía.

3.3 Análisis de razones financieras

A continuación se muestra el cálculo de las razones financieras de la empresa en los 5 años analizados.

3.3.1 Índices de estabilidad

Los índices de estabilidad se aprecian en la siguiente tabla.

Tabla 3.9 Índices de rentabilidad al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017.

Índices de estabilidad		2013	2014	2015	2016	2017
Razón circulante	Activo corriente/ Pasivo corriente	1,26	1,6	1,47	1,53	1,5
Prueba del ácido	(Act. corriente - Inv.)/ Pas. corriente	1,07	1,43	1,33	1,36	1,38
Razón de deuda	Pasivo total / Activo total	0,56	0,45	0,43	0,51	0,58
Razón de deuda CP	Pasivo CP/ Pasivo total	0,6	0,62	0,66	0,51	0,47
Índice de edeudamiento	Pasivo Total / Patrimonio	1,26	0,8	0,75	1,02	1,4
Cobertura de Intereses	Utilidad Operación / Gasto Financiero	4,8	4,53	7,01	2,25	4

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

La razón circulante expresa el número de veces o porcentaje en que los activos circulantes cubren el pasivo a corto plazo. Indica el grado en que las deudas de corto plazo se encuentran cubiertas por los activos a corto plazo. A pesar de no existir valores ideales en el índice circulante, Salas (2012) indica que la razón circulante debe ser siempre mayor a uno, con el fin de proveer una protección y garantía razonable a los acreedores de corto plazo. En la tabla anterior se muestra que durante los últimos 4 años la empresa se ha mantenido estable en un nivel entre 1,4 y 1,6 por lo que se considera que mantiene una razón estable y saludable.

La prueba del ácido mide la forma en que activos de mayor liquidez cubren y garantizan a los pasivos circulantes. Debido a que la empresa rota sus inventarios sumamente rápido, esta razón no es vital para la empresa y de hecho es sumamente similar a la razón circulante. De igual manera, en los últimos 4 años se observan buenos resultados estables que rondan valores cercanos a 1,4.

La razón de deuda mide el porcentaje de financiamiento aportado por los acreedores dentro de la empresa. Su resultado expresa qué proporción del activo total ha sido financiado mediante pasivos. En el caso de la Empresa, en los años 2014 y 2015 la razón se mantuvo por debajo de 0,5 y posterior a este año subió de 0,5. La razón de lo anterior se debe al financiamiento en que la empresa incurrió durante el 2015 para la ampliación de sus operaciones y capacidad de planta. A pesar de ser una razón saludable, se considera que este aumento durante los últimos dos años aumenta el riesgo de la empresa.

La razón de deuda a corto plazo indica qué porción de los pasivos corresponde a pasivos de corto plazo. Debido a su rápido vencimiento, los pasivos a corto plazo son más riesgosos por lo que entre menor sea el índice, se considera que se tiene una deuda más “saludable”. En el caso de la Compañía, en los últimos 3 años el índice bajó de 0,66 a 0,47, lo que disminuye el riesgo de la Empresa.

La razón de endeudamiento señala la relación entre los fondos que han financiado a los acreedores y los recursos que aportan los accionistas de la empresa. Dado lo anterior, cuanto mayor sea el resultado de esta razón, se manifiesta que una proporción alta del financiamiento de la empresa proviene de deudas. En la tabla se observa que este dato no ha tenido un comportamiento estable y durante el último año se llegó a un valor máximo de 1,4 indicando que la empresa se encuentra más apalancada que antes.

La cobertura de intereses refleja la capacidad de la empresa para pagar y cubrir la carga financiera del periodo con sus utilidades. Durante el 2013 y 2014 se obtuvieron valores de 4,8 y 4,5 respectivamente. En estos años las utilidades de la

empresa no eran tan altas como las actuales, sin embargo a la vez se tenía una baja presión financiera que favorecía el índice. El año siguiente sube a 7 debido a las altas ganancias de la empresa, sin embargo este alto crecimiento hizo que se necesitara mayor capacidad operativa para soportar un alto crecimiento en ventas. Lo anterior generó una mayor carga de deuda que hizo que el indicador bajara. En el último año la empresa aumentó su nivel de utilidades y es por esto que se volvió a subir el indicador a 4.

3.3.2 Índices de gestión

Los índices de gestión miden el desempeño y la gestión operativa de la empresa en el manejo de sus inversiones. Permiten evaluar la ejecutoria, la eficiencia y el nivel de efectividad alcanzado en la administración de los recursos que posee la empresa para cumplir con su misión y lograr metas estratégicas.

Tabla 3.10 Índices de gestión al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017.

Índices de gestión		2013	2014	2015	2016	2017
Rotación de inventarios	Costo de ventas / Inventarios	24,94	30,57	34,09	24,33	31,41
Periodo medio de inventario	(Inventarios x 360)/Costo de ventas	14,44	11,78	10,56	14,8	11,46
Rotación de CXC	Ventas netas / Cuentas x cobrar	11,65	10,05	9,82	11,51	10,67
Periodo medio de cobro	(Cuentas por cobrar x 360)/ Ventas a crédito	30,91	35,82	36,65	31,28	33,75
Periodo medio de pago	(Cuentas por pagar x 360)/ Compas a crédito	35,43	31,48	37,12	23,18	22,79
Rotación del activo circulante	Ventas/ Activo circulante	6,72	5,87	6,3	6,03	5,42
Rotación del activo fijo	Ventas / Activo Fijo	5,56	5,24	4,58	4,02	3,78
Rotación del activo total	Ventas /Activo total	2,87	2,77	2,65	4,02	2,23

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

La rotación de inventarios mide el número de veces que los activos fueron transformados en ventas y a la vez mide la liquidez de los inventarios. En el caso de la Empresa se observa que se ha mantenido alrededor de 30 lo que considera como un valor alto y muy saludable.

El periodo medio de inventario es una medida complementaria de la rotación, que analiza la gestión y movimiento de los inventarios desde una perspectiva diferente. En este caso se observa que la Compañía se mantiene entre 10,5 y 14,8 lo que indica que este es el periodo de tiempo que los inventarios tardan en la empresa. No hay una tendencia clara sin embargo se considera que los valores son adecuados para la industria de vegetales frescos.

La rotación de cuentas por cobrar evalúa la velocidad con que son transformadas a efectivo las ventas netas a crédito. Mide el número de veces que se cobran los diferentes saldos durante el periodo. En la tabla se observa que los valores han oscilado entre 9,82 y 11,51 sin una clara tendencia sin embargo se consideran saludables y adecuados al mercado en que se desenvuelve la empresa. El periodo medio de cobro señala el número promedio de días que tarda la empresa para cobrar sus ventas a crédito. Durante los años 2014 y 2015 se encontraba en valores superiores a 35 días sin embargo mejoró en 2016 y 2017. Lo anterior muestra una mejora en la gestión de cobro de la empresa.

En cuanto al periodo medio de pago, este representa el plazo promedio que tarda la empresa para pagar sus compras a crédito. Generalmente se busca un valor lo mayor posible con el objetivo de poner a trabajar con el dinero de los proveedores. En este sentido, la empresa ha disminuido el periodo medio de pago desde 37,12 días en 2015, hasta 22,19 días en 2017. Lo anterior indica que la empresa ahora paga más rápidamente sus deudas lo que no necesariamente es bueno ya que no permite administrar el dinero de sus proveedores para el beneficio de la empresa.

La rotación del activo circulante expresa el número de veces que el activo circulante fue transformado a ventas durante el periodo. Una alta rotación indica que el activo es rápidamente convertido a ventas, lo que permite generar liquidez en un corto tiempo. En este caso el índice ha tenido un valor que varía entre 5,42 y 6,72 lo que considera adecuado y saludable.

El índice de rotación del activo fijo mide el grado de efectividad alcanzado por las inversiones en propiedad, planta y equipo, en su función de generar ventas. A pesar de que la empresa ha ido aumentando considerablemente el nivel de ventas, esta razón ha ido bajando hasta ubicarse en 3,78 durante el 2017. La razón de esto es que los accionistas han aportado terrenos a la empresa, lo que ha causado un fuerte aumento de activos que no necesariamente contribuyen a la productividad de la Compañía.

La rotación de activo total toma en cuenta el activo fijo y el circulante, y evalúa el grado de efectividad con que los activos cumplen con su misión de generar ingresos. Según los datos presentados en la tabla, el año con el mejor valor fue el 2016 con un valor superior a 4. Al igual que como se mencionó en la razón anterior, en el 2017 el índice se vio afectado por el aumento en los activos fijos de la empresa.

3.4.3 Índices de rentabilidad

Los índices de rentabilidad son utilizados en la empresa para medir la eficiencia de su operación. Los mismos son mostrados en la tabla 3.11 para los años que van del 2013 hasta el 2015.

Tabla 3.11 Índices de rentabilidad al 30 de septiembre de los años 2013 al 2017.

Índices de rentabilidad		2013	2014	2015	2016	2017
Margen de utilidad bruta	Utilidad Bruta / Ventas	19,39	20,03	20,59	18,98	22,03
Margen de utilidad operativa	Utilidad operativa / Ventas	6	4,8	6,04	5,11	6,84
Margen de utilidad neta	Utilidad neta / Ventas	3,43	3,14	3,81	2,6	3,97
Rend. sobre activos (ROA)	Utilidad operativa / Activo Total	0,18	0,14	0,16	0,13	0,15
Rend. sobre inversión (ROI)	Utilidad neta / Activo total	0,09	0,09	0,1	0,06	0,09
Rend. sobre patrimonio (ROE)	Utilidad neta / Patrimonio	22,3	16,2	18,09	12,96	15,01

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

El margen de utilidad bruta indica la contribución porcentual generada después de cubiertos los costos de ventas. En la tabla anterior se observa que por cada colón de ventas generado se generan 0.20 colones de utilidad bruta en promedio de los últimos cinco años. Es destacable el aumento importante en el MUB ocurrido entre 2016 y 2017 el cual representó un aumento de 3,05% en el margen. Esto debido principalmente debido al aumento en la producción y a eficiencias operativas que ha logrado la empresa.

La utilidad operativa expresa el margen de utilidad derivado de la actividad típica y habitual del negocio sin considerar gastos financieros e impuestos. Por cada cien colones de ventas, en los últimos años se generan 5.75 colones de utilidad promedio. Se observa que para el año 2017 el margen de utilidad de operación es 6.84 y esto equivale a 0,73 puntos porcentuales más que el año anterior. Esta diferencia equivale a más de 143 millones de colones lo que ejemplifica la importancia de este rubro.

La ganancia neta generada por cada cien colones de ventas es de 3.39 colones en promedio en los últimos cinco años. Indudablemente es importante destacar el aumento experimentado entre 2016 y 2017 de 1,73, para situarse en 3.97 colones de utilidad neta por cada cien colones de ventas generadas. La Gerencia General de la empresa indica que este cambio en el último año se ha dado por mayores eficiencias en el proceso y además por un mayor volumen de ventas que ha contribuido a diluir los costos fijos de la empresa.

El rendimiento de operación sobre activos se asocia con la capacidad básica de generación de utilidades por parte de la empresa, debido a que los activos producen la utilidad de operación. En el caso de la Empresa, por cada cien colones invertidos en activos totales, percibe 15 colones en utilidades de operación en los últimos cinco años, que es el mismo dato que para el año 2017. Es decir, el rendimiento sobre la operación es un 15% al cierre del período fiscal 2017.

El rendimiento sobre la inversión es un indicador clave de la eficiencia y eficacia con que la administración ha utilizado sus recursos totales para generar ganancias netas. En el caso expuesto y al igual que en los indicadores anteriores, en el año 2016 se obtuvo un bajo rendimiento sin embargo la empresa ronda un indicador del 10%.

Con respecto al rendimiento sobre el patrimonio, este expresa el rendimiento final que obtuvieron los socios sobre su inversión en la empresa. En este caso, el mejor rendimiento se tuvo en el 2013 y seguidamente disminuyó para aumentar nuevamente hasta un 15% en el 2017.

Derivado del análisis anterior, se resalta el hecho de que la rentabilidad de la empresa ha aumentado considerablemente en los últimos dos años desde el punto de vista de utilidades netas, operacionales y bruta. Lo anterior, producto de estrategias de diversificación, mayores ventas y optimización operativa de planta.

También es importante mencionar que la empresa ha sostenido un crecimiento mayor al 10% durante más de 5 años lo que arroja excelentes indicadores sobre la gestión de ventas y la aceptación del producto por parte de sus clientes. Este crecimiento es sumamente importante en la valoración de la empresa ya que las altas perspectivas de crecimiento impulsan el valor de la compañía.

Los índices de estabilidad de la empresa se comportan de manera estable y se consideran saludables para una empresa de su tipo. Existe evidencia del aumento

en el endeudamiento para cubrir el crecimiento de la Compañía sin embargo el crecimiento es razonable y no se considera que pone en riesgo la Empresa.

CAPÍTULO IV

DESARROLLO DE UN MODELO DE VALORACION FINANCIERA PARA LA EMPRESA MEDIANTE LA METODOLOGÍA DE DESCUENTO DE FLUJOS.

El Capítulo IV tiene como objetivo desarrollar un modelo de valoración financiera mediante la metodología de descuento de flujos para la Empresa tomando en cuentas las dos unidades de negocio que posee en Costa Rica y Panamá.

En este Capítulo se llevan a cabo los pasos explicados en el capítulo I para hacer la valoración de la empresa, comenzando con una descripción del proceso por seguir y continuando con la justificación de las proyecciones de cada uno de los componentes principales para formar los flujos de caja. Dichas proyecciones serán justificadas con hechos de la industria y con las estrategias de la empresa. Una vez obtenidas las proyecciones se ejecutará su descuento y finalmente un análisis de sensibilidad sobre las variables más importantes.

Todo lo anterior se hace con la idea de ofrecerle herramientas a la empresa que colaboren en la toma de decisiones importantes y que tengan que ver con la estructura financiera y con los proyectos en que la empresa ingresa.

4.1 Características del proceso

Antes de empezar con la valoración es importante describir el proceso que se va a seguir. Como primer aspecto se tiene que los datos históricos disponibles para efectuar la valoración son de los últimos 5 años, terminando en septiembre de 2017.

Este modelo se inicia con el estado de resultados histórico, mediante el cual se obtienen datos sobre márgenes y variaciones en las cuentas que serán de suma importancia, ya que normalmente es por medio de los márgenes que se puede

determinar si el comportamiento de la empresa no varía bruscamente durante el periodo de proyección.

Posteriormente se obtienen las razones financieras más importantes para la proyección, que en este caso son las cuentas por cobrar, inventarios y las cuentas por pagar. También se realiza una proyección lineal de otras cuentas relacionada con el capital de trabajo para obtener su variación. Luego se realiza la proyección de las nuevas inversiones, sus fuentes de financiamiento, la depreciación y amortización.

Finalmente, y según se explicó en el capítulo I, se construye un flujo de la siguiente forma:

Figura 4.1. Elaboración del flujo de caja libre a partir de los estados financieros de la Empresa.

Ventas
- Costo de las ventas
- Gastos generales
<hr/>
= Margen operativo bruto
- Amortización
<hr/>
= Beneficios antes de intereses e impuestos
- Impuestos
<hr/>
= Beneficio neto
+ Amortización
- Inversión en Activos Fijos
- Inversión en necesidades operativas de fondos
<hr/>
FCL

Fuente: Elaboración propia con base en la investigación realizada.

Después de obtener los flujos proyectados, se utiliza una tasa de perpetuidad para generar el valor terminal de la empresa, el cual se suma al descuento de los flujos proyectados y se le resta la deuda con costo.

Con lo anterior se obtiene el valor de la empresa, el cual se compara con otros datos de la industria para ver si existe alguna situación por la que el valor difiere mucho del estándar. Si esto sucediera, es necesario revisar las proyecciones o tasas de perpetuidad y liquidez.

Otra medida para corroborar los datos obtenidos puede ser el realizar la comparación contra múltiplos de valoración como lo puede ser el EBITDA.

4.2 Proyecciones de supuestos y escenarios

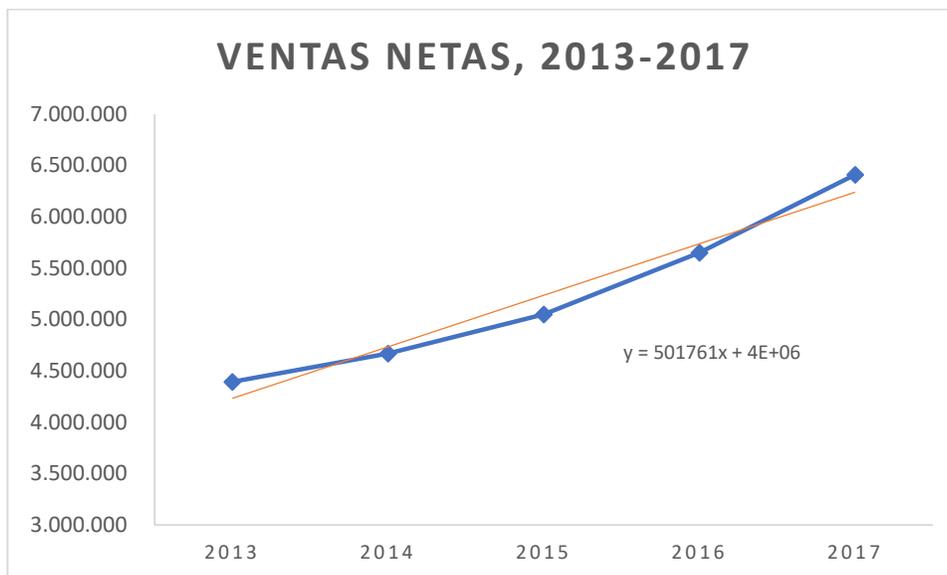
Utilizando los datos históricos, la estrategia de la empresa y la información de la industria se crean las proyecciones para los años 2018 al 2022. La primera variable crítica a proyectar consiste en las ventas.

4.2.1 Proyección del Estado de Pérdidas y Ganancias

4.2.1.1 Proyección de ventas

Las proyecciones utilizadas en este trabajo fueron confeccionadas en conjunto con el personal de ventas de la empresa, basándose en el crecimiento de la industria y en las metas que tiene la Compañía para los próximos años tanto en Costa Rica como en Panamá.

Gráfico 4.1: Ventas históricas de la Empresa en colones, además de su línea de tendencia.



Fuente: Elaboración propia basado en datos de ventas de la empresa

En la tabla 4.1 se proyectan las ventas para los próximos 5 años y la composición de las mismas según el país de venta.

Tabla 4.1 Proyección de ventas para los periodos 2018-2022 tomando en consideración el ingreso a los mercados de Panamá y Nicaragua. Datos en miles de colones

	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas					
Ventas Costa Rica	1.002.999	1.103.299	1.210.319	1.325.299	1.447.227
Ventas Panamá	63.910	85.213	110.777	138.471	166.165
Ventas Nicaragua			63.910	85.213	110.777
Total Ventas	1.066.909	1.188.512	1.385.005	1.548.983	1.724.168
% aumento vs anterior	10,50%	10,21%	10,74%	9,87%	9,54%

Fuente: Elaboración en conjunto con la gerencia de la Empresa

Como se mencionó en el capítulo II, en los últimos 2 años la empresa ha tenido un crecimiento en ventas superior al 10 %. Si bien es cierto, este es un crecimiento ambicioso para años futuros, la empresa cree que puede lograr un aumento en ventas que varía entre 9,7 y 10,5 % durante los próximos 5 años debido al ingreso al mercado panameño y posteriormente al ingreso a Nicaragua.

4.2.1.2 Proyección de costos de ventas

Para la proyección de costos es usual utilizar el margen bruto obtenido de restar las ventas menos los costos, el cual expresado como un porcentaje, puede ser comparado con los valores de la industria o proyectado con las expectativas de la empresa.

La tabla 4.2 muestra los márgenes brutos de los últimos 3 años de la Empresa. Se utilizaron solamente estos periodos ya que en los últimos años la empresa ha hecho cambios en su estructura para mejorar sus costos

Tabla 4.2. Detalle de costo de ventas y utilidad bruta para los últimos 3 años de la Empresa. Datos en miles de colones

Detalle	2015	2016	2017
Ventas	₡ 5.050	₡ 5.652	₡ 6.411
Costo de ventas	₡ 3.986	₡ 4.556	₡ 4.977
Utilidad bruta	₡ 1.063	₡ 1.096	₡ 1.433
% Utilidad bruta	21,1	19,4	22,4

Fuente: Departamento Financiero de la Empresa

Debido a los cambios mencionados, la empresa espera que para los próximos 5 años sus márgenes brutos sean de un mínimo de 21,5% e ir mejorando progresivamente hasta lograr un máximo de 23,2% anual debido a economías de escala y eficiencia en los procesos. Si bien es cierto, la Empresa considera que 23,2 % es un margen ambicioso, está confidente que puede alcanzar ese número en 2 o 3 años.

Tomando en cuenta estos datos, se puede proyectar los siguientes años para obtener la siguiente tabla:

Tabla 4.3 Proyección de porcentaje de utilidad bruta y costos de ventas. Datos en miles de colones

	2018	2019	2020	2021	2022
Costo de Ventas	837.523	922.285	1.070.609	1.192.717	1.324.161
Utilidad Bruta	229.385	266.227	314.396	356.266	400.007
<i>Margen Bruto</i>	21,5%	22,4%	22,7%	23,0%	23,2%

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Actualmente la empresa considera que porcentajes arriba del 20% son favorables sin embargo espera mantener un margen mínimo de 21%. Como se mencionó anteriormente, actualmente la empresa tiene utilidades brutas de 22,5% sin embargo en la elaboración del modelo se quiere trabajar con escenarios ligeramente pesimistas para que no haya duda alguna de la veracidad de los datos.

El margen bruto es vital para la Empresa ya que este les indica los resultados operativos del periodo. Anteriormente también se mencionó que la producción es el corazón de la compañía por lo que el margen bruto es sumamente importante para medir la eficiencia de la producción.

4.2.1.3 Proyección de gastos operativos

Los gastos operativos de la empresa están compuestos principalmente por gastos administrativos, de ejecución y de depreciación. Para la proyección se utilizaron como márgenes de referencia los obtenidos en los últimos 5 años y que fueron analizados en el capítulo anterior.

En el último año se obtuvo un margen de 6,8 %; la Empresa considera que en un escenario muy realista puede asegurar un margen del 6,6% para el 2018 y continuar un leve crecimiento hasta llegar a un tope de 7% como mínimo en el 2022.

Dado lo anterior se puede construir la tabla 4.4 de la siguiente manera:

Tabla 4.4 Proyección de gastos y utilidades operativas en miles de colones

	2018	2019	2020	2021	2022
Gastos operativos proyectados	158.969	186.596	220.216	249.386	279.315
Utilidad de Operación	70.416	79.630	94.180	106.880	120.692
Margen Operativo	6,60%	6,70%	6,80%	6,90%	7,00%

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Tal y como se mencionó anteriormente, en el 2018 se está proyectando un margen operativo menor al obtenido en el 2017. Lo anterior, con la idea de exponer un modelo con resultados ligeramente pesimistas y así evitar inflar el valor de la empresa. Si bien es cierto, los resultados no son malos para la Empresa, la Compañía cree que puede tener mejores márgenes sin embargo prefiere ser pesimista por el momento.

Se plantea que para el 2022 se alcance un 7% de margen operativo sin embargo la empresa cree que podría alcanzar un 8. El hecho de establecer un modelo con

escenarios ligeramente pesimistas no preocupa a la empresa, ya que su principal objetivo con el modelo es actualizarlo año a año con el fin de tomar decisiones y no con la idea de tener una valoración inmediata de la Empresa.

4.2.1.4 Proyección de otros ingresos y gastos

Históricamente la empresa ha tenido un margen constante sobre ventas de gastos financieros de 0,4% por lo que estos egresos se calculan linealmente de la siguiente manera:

Tabla 4.5 Proyección de otros ingresos y gastos en colones

	2018	2019	2020	2021	2022
Gastos Financieros	- 108.228	- 130.487	- 161.312	- 202.569	- 245.725

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Si bien es cierto, la Empresa aspira a disminuir porcentualmente este rubro, considera que para efectos del modelo sería adecuado mantener el valor antes mencionado ya que todavía no tiene claro cuál será el modelo financiero utilizado para disminuir los gastos financieros.

La Empresa ha considerado emitir bonos, emitir acciones preferentes u otros modelos para conseguir capital con un costo menor. Todavía no se tiene claro cuál sería la opción más posible por lo que por ahora se considera adecuado proyectar estos gastos de manera lineal.

4.2.1.5 Margen de utilidad neta

Al realizar la resta de todos los costos antes mencionados a las ventas, y además aplicar el impuesto de ventas aplicable a Costa Rica (30%), es posible obtener la utilidad proyectada neta de la Empresa para los próximos 5 años que se muestra de la siguiente manera:

Tabla 4.6 Proyección de la utilidad neta en miles de colones

	2018	2019	2020	2021	2022
Utilidad antes de Impuesto Renta	- 37.812	- 50.857	- 67.132	- 95.690	- 125.033
Impuesto sobre la Renta	- 11.344	- 15.257	- 20.140	- 28.707	- 37.510
Utilidad Neta	- 26.468	- 35.600	- 46.992	- 66.983	- 87.523
Margen Neto	-2,48%	-3,00%	-3,39%	-4,32%	-5,08%

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Cabe mencionar que la empresa pretende lograr márgenes que se acerquen al 5% en los próximos años. El hecho de proyectar valores que generen márgenes por debajo al 4% obedece al hecho de que el modelo será utilizado para la toma de decisiones por lo que las proyecciones deben mostrar algo similar a la realidad actual de la empresa.

4.2.2 Proyección del Balance General y Capital de Trabajo

4.2.2.1 Capital de trabajo

Como parte del proceso de valoración de la Empresa, la proyección del capital de trabajo financiero, sin incluir el efectivo, se realiza por medio de las rotaciones de cuentas por cobrar y cuentas por pagar. Utilizando la información histórica y con las expectativas de la empresa, se hace una proyección del periodo medio de cobro y periodo medio de pago, para que por medio de las ventas se realice la conversión.

Existen otras cuentas con valores significativos que formen parte del capital de trabajo financiero, estas se proyectarán individualmente para obtener una variación más precisa del capital de trabajo año con año. En la tabla 4.7 se pueden observar las cuentas que componen el capital de trabajo, y su variación histórica.

Tabla 4.7 Variación histórica de las cuentas que componen el capital de trabajo.

Cifras en colones

Capital de trabajo	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
Activo circulante					
Cuentas por cobrar	394.638	475.773	523.138	617.824	612.810
Pagos anticipados	3.001	2.887	1.369	8.111	8.387
Inventarios	97.394	79.716	76.359	107.210	92.844
Total activo circulante	495.033	558.376	600.866	733.145	714.041
Pasivo sin costo					
Cuentas por pagar comerciales	324.599	290.421	322.642	369.428	440.047
Impuestos por pagar	62.831	45.366	79.317	48.395	102.928
Retenciones por pagar	3.513	524	1.236	1.548	1.762
Nominas por pagar	11.552	341	2.307	11.301	5.380
Aportes patronales por pagar	26.118	18.919	17.918	18.598	30.150
Retenciones a empleados por pagar	-	6.629	6.514	6.946	12.505
Provisiones patronales por pagar	69.642	67.154	76.927	104.323	90.217
Prestamos a corto plazo	10.652	11.463	16.161	9.185	29.503
Porcion circulante pasivo LP	-	20.739	19.608	41.296	64.189
Otras cuentas por pagar	12.038	4.320	2.716	1.943	13.097
Total pasivo sin costo	520.945	465.875	545.347	612.964	789.778
Capital de trabajo financiero	- 25.912	92.501	55.519	120.181	- 75.737
Variación capital de trabajo		118.413	- 36.982	64.662	- 195.918

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Se puede observar fácilmente en la Tabla 4.7 que la cuenta más importante de activo circulante corresponde a las cuentas por cobrar. Además de esta, el inventario es el que representa otra partida importante.

En el caso del pasivo sin costo, el grueso está concentrado en las cuentas por pagar y seguidamente en los impuestos y las provisiones por pagar.

Una vez elaboradas las diferencias en ambas cuentas, se obtuvieron las variaciones en el capital de trabajo que posteriormente serán tomadas en cuenta en el modelo seguido del descuento de flujos.

4.2.2.2 Activo Circulante

Se puede observar que la cuenta más importante de activo circulante corresponde a las cuentas por cobrar. El periodo medio de cobro para la empresa en los últimos años ha rondado los 33 días y en el último periodo el mismo fue de 33,75 días. La empresa planea mantenerse en 33 días los próximos años por lo que para las proyecciones se utilizará este mismo dato.

En cuanto al periodo medio de inventario, en los últimos 5 años la empresa ha tenido un promedio de 12,5 días y en el 2017, el mismo fue de 11,46. Según el departamento financiero de la Empresa, este último valor es el que se espera para los próximos años y por lo tanto es el que utilizará para proyectar los inventarios utilizando el costo de ventas.

Otras cuentas más pequeñas son agrupadas y proyectadas linealmente como parte de otras partidas.

Tomando en cuenta los datos anteriores, se puede construir la sección de los activos corrientes del balance general de la siguiente manera:

Tabla 4.8 Proyección del activo corriente de la empresa en colones.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo						
Activo Corriente:						
Efectivo y Equivalentes	¢ 289.492	¢ 293.554	¢ 354.654	¢ 476.955	¢ 553.482	¢ 553.783
Efectivo proveniente de préstamos		¢ 83.200	¢ 151.000	¢ 113.000	¢ 114.800	¢ 81.800
Cuentas por Cobrar	612.810	649.450	715.761	792.634	870.905	954.024
Inventarios	201.234	226.323	249.432	276.221	303.497	332.463
Otros	79.925	87.918	96.709	106.380	117.018	128.720
Total activo corriente	¢ 1.183.461	¢ 1.340.445	¢ 1.567.557	¢ 1.765.190	¢ 1.959.703	¢ 2.050.790

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

La partida de efectivo y equivalentes fue construida tomando en cuenta las utilidades acumuladas proyectadas en los estados de resultados. El efectivo proveniente de préstamos fue construido utilizando cada uno de los préstamos que se proyectó tomar cada año según los requisitos de infraestructura que se determinaron más adelante.

Para la proyección de las cuentas por cobrar y los inventarios, se utilizaron las métricas antes mencionadas y la partida de “otros”, fue proyectada linealmente según historial.

4.2.2.3 Pasivo circulante

Es necesario hacer el mismo proceso para las cuentas de pasivo sin costo para obtener al final la variación anual del capital de trabajo y sumarla al flujo de caja libre. Se comienza con las cuentas por pagar, para las cuales se utiliza el periodo medio de pago histórico para realizar una proyección. En los últimos años el promedio de días de pago ha sido de 23 por lo que este será el dato utilizado para proyectar esta cuenta.

Las provisiones, aportes y nóminas fueron proyectadas linealmente. De igual forma se procedió con préstamos a corto plazo e impuestos. Cabe destacar que los préstamos, al ser deuda con costo, no serán tomados en cuenta para la variación del capital de trabajo ya que posteriormente esta deuda será incluida dentro del modelo.

Dado lo anterior, los pasivos a corto plazo del balance general se proyectan de la siguiente manera:

Tabla 4.9 Proyección del pasivo a corto plazo de la empresa en colones.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cuentas por Pagar	¢ 440.047	¢ 492.007	¢ 607.313	¢ 720.577	¢ 791.732	¢ 867.294
Provisiones, aportes y nominas patronales por pagar	140.017	155.726	169.659	187.154	204.837	223.804
Impuestos por Pagar	102.928	113.358	124.933	138.351	152.012	166.520
Préstamos a corto plazo	29.503	40.619	46.209	50.636	55.181	57.869
Otros	13.097	18.035	20.517	22.483	24.500	25.694
Porción Circulante de la Deuda a Largo Plazo	64.189	75.151	95.046	109.935	125.061	10.778
Total pasivo corriente	¢ 789.781	¢ 894.897	¢ 1.063.677	¢ 1.229.135	¢ 1.353.322	¢ 1.351.958

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Al proyectar los pasivos de manera lineal, asumimos que el modelo logrará reproducir la misma estructura que tiene la empresa en el presente, sin embargo la Compañía, esperaría en los años venideros reducir el peso de sus pasivos a corto plazo y más bien sustituirlos por pasivo a largo plazo.

Nuevamente, lo anterior se hace tomando una en cuenta un escenario ligeramente pesimista en donde la empresa mantiene su estructura de deuda actual sin embargo se esperan mejorías a lo largo de los próximos 5 años.

4.2.3 Proyección del Flujo de Efectivo

4.2.3.1 Flujo de efectivo de las actividades de operación

Mediante la variación año a año de las partidas de cuentas por cobrar, inventarios, otros activos circulantes, cuentas por pagar, impuestos por pagar y otros pasivos

circulantes, se puede generar el flujo de efectivo de las actividades de operación y además obtener el efectivo neto generado por las actividades de operación.

Lo anterior se muestra en la tabla 4.10.

Tabla 4.10 Flujo de efectivo de las actividades de operación. Cifras en colones.

	2018	2019	2020	2021	2022
Flujos de efectivo de actividades de operación					
Utilidad neta del Periodo	251.364	273.644	294.863	307.977	320.312
Ajustes por:					
Gasto por depreciación	¢ 83.356	¢ 99.990	¢ 115.590	¢ 133.390	¢ 152.630
(Aumento) Disminución Cuentas por Cobrar	¢ (36.640)	¢ (66.312)	¢ (76.873)	¢ (78.270)	¢ (83.119)
(Aumento) Disminución Inventarios	¢ (25.089)	¢ (23.109)	¢ (26.789)	¢ (27.276)	¢ (28.966)
(Aumento) Disminución otros activos circulantes	¢ (7.993)	¢ (8.792)	¢ (9.671)	¢ (10.638)	¢ (11.702)
(Aumento) Disminución Cuentas por Pagar	¢ 51.960	¢ 115.306	¢ 113.264	¢ 71.155	¢ 75.563
(Aumento) Disminución Impuestos por Pagar	¢ 10.430	¢ 11.574	¢ 13.418	¢ 13.662	¢ 14.508
(Aumento) Disminución Otros Pasivos Circulantes					
Efectivo neto generado por actividades de operación	¢ 76.026	¢ 128.657	¢ 128.939	¢ 102.022	¢ 118.914

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Se observa que se aplicaron todas las variaciones que toman en cuenta capital de trabajo. Las partidas más importantes incluyen cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar. Estas son las que más impactan en la empresa ya que son cuentas que mueven más dinero en la Compañía.

Si se toma en cuenta el hecho de que la empresa es una procesadora de alimentos que se dedica a comprar materias primas, procesarlas y venderlas posteriormente, es de esperarse que estas cuentas sean la que se les debe poner más atención.

4.2.3.2 Inversiones, depreciación y amortización

En esta sección se realiza la proyección de cuáles serán las nuevas inversiones realizadas por la compañía, principalmente en propiedad, planta y equipo. Al ser una empresa productiva, las inversiones en planta y equipo son vitales para el crecimiento de la organización por lo que la proyección de estas cuentas es vital en el modelo.

El análisis de las inversiones necesarias para el crecimiento que la empresa espera, se realizaron en conjunto con la Empresa y las mismas contemplan el ingreso a los mercados de Panamá y Nicaragua en los años venideros.

El resumen de los montos así como su fuente de financiamiento se indica en la siguiente tabla.

Tabla 4.11 Inversiones en activo fijo que la empresa proyecta para los próximos 5 años así como su manera de financiamiento. Cifras en colones

	Finaciamento	2018	2019	2020	2021	2022
Maquinaria y Equipo	Total	120.000	80.000	50.000	80.000	100.000
	Deuda	12.000	8.000	5.000	8.000	10.000
	CAPEX	108.000	72.000	45.000	72.000	90.000
Edificaciones	Total	100.000	200.000	150.000	150.000	100.000
	Deuda	70.000	140.000	105.000	105.000	70.000
	CAPEX	30.000	60.000	45.000	45.000	30.000
Mejoras de planta y mobiliario	Total	30.000	10.000	20.000	20.000	20.000
	Deuda	-	-	-	-	-
	CAPEX	30.000	10.000	20.000	20.000	20.000
Vehículos	Total	20.000	20.000	40.000	44.000	48.400
	Deuda	-	-	-	-	-
	CAPEX	20.000	20.000	40.000	44.000	48.400
Equipo de Cómputo	Total	2.000	5.000	5.000	3.000	3.000
	Deuda	1.200	3.000	3.000	1.800	1.800
	CAPEX	800	2.000	2.000	1.200	1.200
Software, Página Web, etc.	Total	2.000	5.000	5.000	3.000	3.000
	Deuda	-	-	-	-	-
	CAPEX	2.000	5.000	5.000	3.000	3.000
Total		274.000	320.000	270.000	300.000	274.400
Deuda LP		83.200	151.000	113.000	114.800	81.800
CAPEX		190.800	169.000	157.000	185.200	192.600

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Para la determinación de la depreciación que tendrá la empresa año a año, se tomó como base la depreciación acumulada que tenía la Empresa a septiembre de 2017. A cada una de las inversiones en activo fijo, se les realizó el ejercicio de depreciarlas en línea recta según cada una de las vidas útiles contables que estipula empresa. De esta manera, se logró obtener la depreciación año a año y la depreciación acumulada tal y como se muestra a continuación en la tabla 4.12.

Tabla 4.12 Depreciaciones anuales y acumuladas, así como los activos fijos brutos y netos para los años 2017 a 2022. Cifras en colones.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Depreciación	539453	83.356	99.990	115.590	133.390	152.630
Depreciación Acumulada	539453	622.809	722.799	838.389	971.778	1.124.408
Activo fijo Bruto (acumulado)	2.235.323	2.509.323	2.829.323	3.099.323	3.399.323	3.673.723
Activo fijo Neto	1.695.870	1.886.514	2.106.524	2.260.934	2.427.545	2.549.315

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

La depreciación acumulada suma la depreciación del daño anterior más la depreciación que tuvieron los activos fijos durante el periodo.

El activo fijo bruto suma las inversiones realizadas al activo fijo acumulado, y una vez que se resta la depreciación obtenida en el año, se obtiene el activo fijo neto.

4.2.3.3 Flujos de efectivo de las actividades de inversión

Proyectando las obras en proceso de manera lineal y tomando en cuenta las variaciones en activos mostradas en la tabla 4.12, es posible construir la sección del balance general del activo no corriente para los 5 años venideros. El mismo se muestra en la tabla 4.13.

Tabla 4.13 Activos fijos proyectados según las inversiones planeadas por la empresa para los próximos 5 años fiscales. Cifras en colones.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo No Corriente						
Propiedad, Planta y Equipo	2.217.231	2.509.323	2.829.323	3.099.323	3.399.323	3.673.723
Depreciación Acumulada	(539.453)	(622.809)	(722.799)	(838.389)	(971.778)	(1.124.408)
Obras en Proceso	18.091	22.584	22.635	24.795	27.195	29.390
Total Activos No Corrientes	¢ 1.695.869	¢ 1.909.098	¢ 2.129.159	¢ 2.285.729	¢ 2.454.739	¢ 2.578.705
Total Activos	¢ 2.879.330	¢ 3.249.542	¢ 3.696.715	¢ 4.050.919	¢ 4.414.442	¢ 4.629.494

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Durante el 2018, los aumentos de activos se dan principalmente por el hecho de la modernización de equipos en Costa Rica y por la inversión requerida para expandir las operaciones en Panamá.

En el caso del 2019, las inversiones en activos obedecen principalmente a ampliaciones de capacidad de planta, tanto en Panamá, como en Costa Rica.

Para el 2020, se tienen pensadas inversiones en automatización de planta y además se tiene pensado ingresar al mercado Nicaragüense. Para ingresar a este país, se espera producir desde Costa Rica sin embargo es necesario invertir en logística y en un centro de distribución en el país vecino.

Teniendo en cuenta las variaciones en los activos fijos de la empresa, es posible construir el flujo de las actividades de inversión. Este se centra en la disminución que tendrá el efectivo de la empresa dados los gastos en las inversiones realizadas y el mismo se muestra a continuación.

Tabla 4.14 Flujo de efectivo de las actividades de inversión. Cifras en colones.

	2018	2019	2020	2021	2022
(Aumento) Disminución Obras en Proceso	¢ (4.493)	¢ (51)	¢ (2.160)	¢ (2.400)	¢ (2.195)
(Aumento) Disminución Propiedad, Planta y Equipo	¢ (292.092)	¢ (320.000)	¢ (270.000)	¢ (300.000)	¢ (274.400)
Flujos de efectivo de actividades de inversión	- 296.585	- 320.051	- 272.160	- 302.400	- 276.595

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

El hecho de tener flujos de efectivo negativos en las actividades de inversión indica que las inversiones que la empresa planea llevar a cabo representan una salida de efectivo que posteriormente disminuirá el valor de la empresa.

Si bien es cierto, son salidas muy importantes efectivo, estas inversiones son totalmente necesarias para que la empresa pueda crecer y mantenerse competitiva en su entorno.

4.2.3.2.1 Flujo de caja libre

Con todas las proyecciones realizadas en las secciones anteriores se puede construir el flujo de caja libre, que como se mencionó anteriormente, comienza con el EBIT o utilidades antes de intereses e impuestos y se le adicionan las cuentas que no representan salidas de efectivo y se le restan las que sí lo son.

En la tabla 4.14 se puede observar la proyección de los flujos de caja libre con todas sus partes, comenzando con el EBIT, restándole el impuesto de renta, sumándole la depreciación y amortización, y restándole el cambio en el capital de trabajo y el CAPEX.

Tabla 4.14 Flujo de caja libre de la empresa. Cifras en dólares.

	sep-18	sep-19	sep-20	sep-21	sep-22
EBIT	467.604	523.157	703.580	655.554	728.527
Impuesto de renta (30%)	140.281	156.947	211.074	196.666	218.558
EBIT * (1-T)	327.323	366.210	492.506	458.888	509.969
Depreciación y amortización	83.356	99.990	115.590	133.390	152.630
CAPEX	(190.800)	(169.000)	(157.000)	(185.200)	(192.600)
Cambios en CCT	(9.769)	25.885	9.602	(34.392)	(36.522)
Flujo de Efectivo Operativo	210.110	323.084	460.698	372.686	433.477

Fuente: Elaboración propia con base en estados de resultados de la Empresa

Con todo lo anterior es posible obtener el flujo de caja operativo que ha sido la principal razón por la que se han realizado todas las proyecciones anteriores. Con el flujo de efectivo operativo es posible ir cerrando el modelo de valoración al tomar estos flujos y descontarlos a valor presente utilizando una tasa de descuento apropiada que será detallada a continuación.

4.3 Tasa de descuento

La tasa que se utilizará para descontar los flujos proyectados corresponde al costo de capital promedio ponderado de la Empresa. Para el cálculo del mismo inicialmente se determinó el costo del capital común según la fórmula que se indicó en el capítulo 1. Los insumos que se utilizaron para aplicar la fórmula fueron los siguientes:

Tabla 4.15 Información necesaria para el cálculo del costo de capital común de la empresa

	Descripción	Cálculo	Fuentes de información y fórmulas utilizadas
Rf	Tasa libre de riesgo	2,60%	Bono del Departamento del Tesoro de EEUU a 10 años (https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield)
B _u	Beta Unlevered Food Processing	0,55	Damodaran Unlevered Beta corrected by cash (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
B _L	Beta Levered (apalancado a 58.23%)	1,09	Levered Beta = Unlevered Beta * [1 + (D/E) * (1-Tax Rate)]
ERP	Equity Risk Premium (premio por invertir en acciones)	8,54%	Damodaran Equity Risk Premium, Enero 2018
CRP	Country Risk Premium (Riesgo país)	3,46%	Damodaran Country Risk Premium
Ke	Cost of Equity (Costo del capital común)	15,34%	Ke = RF + BL *(ERP) + CRP

Fuente: Elaboración propia

El costo de la deuda fue calculado realizando un promedio ponderado de las deudas de la empresa y el mismo fue establecido en 10,38%. Una vez aplicado el efecto de la tasa impositiva de la empresa (30%), el costo de la deuda (K_d) tiene un valor de 7,27%.

Ponderando las dos fuentes de financiamiento de la empresa (deuda y capital), es posible establecer el Costo de Capital Promedio Ponderado en un valor de 12,52%.

4.4 Valor terminal y valor patrimonial

El valor terminal de la empresa fue calculado utilizando la fórmula mencionada en el capítulo uno y después de aplicarla el monto obtenido es de 7.249.667 colones.

Para poder obtener el valor de la Compañía se debe traer a valor actual el valor terminal, y seguidamente, se le debe adicionar los flujos descontados obtenidos para los años 2018 a 2022. Ambos ejercicios deben realizarse utilizando el WACC como tasa de descuento.

La suma anterior corresponde a un monto de 5.677.234 colones. Para obtener el valor patrimonial de la Empresa, al monto anterior se le debe restar el saldo de la deuda con costo al cierre del año fiscal 2017 (916.269 colones). Finalmente es posible obtener el valor del patrimonio de los accionistas que asciende a 4.760.965 colones.

Finalizado el modelo es fácil notar que el valor de la empresa depende de muchas variables. Entre estas, la estructura de deuda, los márgenes operativos, los flujos y el apalancamiento de la Compañía se encuentran entre los más importantes. Para los accionistas, es de su interés que la empresa tenga la mejor combinación de todas estas variables para maximizar el valor de la Organización.

Uno de las funciones del Gerente Financiero de la Empresa y de la cúpula de la Compañía es asegurarse que está óptima estructura esta activa, para que de esta manera los accionistas puedan aumentar su patrimonio. Probablemente la estructura de la empresa actual no se acomoda idealmente, sin embargo es responsabilidad de sus directores la ejecución de reformas para ir modificando aspectos que aumentan el valor de la Compañía.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Seguidamente se presentan las principales conclusiones y recomendaciones que se analizaron y recopilaron durante la elaboración del proyecto.

5.1 Conclusiones

Existen distintas metodologías para la valoración de una empresa. El descuento de flujos implica una de las más utilizadas, confiables y robusta ya que consiste en identificar cuál será la generación de dinero por parte de la empresa en el futuro. Para lograr proyectar los flujos de una empresa en años venideros, se necesita realizar un amplio análisis de la Compañía que conlleva gran cantidad de trabajo. Toda valoración que se haga de una empresa tendrá muchas variaciones dependiendo de quién la haga. Se deben realizar gran cantidad de suposiciones y proyecciones que varían según la percepción que se tenga de la organización que se está evaluando. De esta manera, la valoración de una empresa mediante el descuento de flujos no puede establecer un valor fijo para una compañía, sino que más bien da un resultado que puede situarse dentro de un ámbito de valores.

La valoración por descuento de flujos implica un análisis extenso de la empresa que toma en cuenta indicadores operativos y financieros, así como el análisis integral de los resultados de la empresa en años anteriores. Toda esta información debe ser procesada y analizada para posteriormente realizar proyecciones y supuestos de los flujos venideros en los siguientes años. Esta elaboración de flujos se considera como el corazón del modelo ya que una empresa obtiene su valor por el dinero que alcanzan estos flujos. Posterior a todo esto se debe de realizar una serie de procedimientos para traer a valor actual los flujos proyectados y las perpetuidades obtenidas.

Debido a la gran cantidad de supuestos y proyecciones que se deben realizar, se dice que el descuento de flujos es una de las metodologías que implica más trabajo a la hora de realizar una valoración. No obstante, todo este análisis respalda una valoración más confiable en comparación a otras metodologías.

El Costo Promedio Ponderado de Capital es vital a la hora de la valoración de una empresa ya que dependiendo de la estructura de capital que tenga la compañía, así será sus fuentes de financiamiento y la porción de la empresa que le pertenece a cada una de estas fuentes. Dado que es tan importante, pequeñas variaciones en el mismo, generan grandes cambios en el valor de la compañía. Dado lo anterior, las empresas tienen grandes oportunidades si logran optimizar el valor de este rubro ya que así se asegurarán mayor valor del patrimonio de la compañía que al final es el principal interés de los accionistas.

Existen muchas variables que impactan el valor de una empresa. Para efectos de la investigación realizada y del proyecto llevado a cabo, los márgenes de ganancia obtenidos en los distintos niveles del estado de pérdidas y ganancias son un factor clave ya que derivados de estos se obtienen los flujos de efectivo de la empresa. También se encontró que las altas inversiones en que debe incurrir la Compañía para sustentar su crecimiento en los próximos años, también tienen un impacto importante dentro de los flujos y por ende en el valor de la organización.

Una vez analizados los flujos de efectivo, existen otras variables claves en el modelo. Entre estas, la estructura de financiamiento y deuda es primordial ya que generalmente entre más deuda tenga la empresa, menor es su valor y mayor es el riesgo de la misma. No obstante, para la mayoría de compañías, la deuda es necesaria ya que hace que la empresa pueda disponer de recursos frescos para su crecimiento.

La Empresa analizada se desenvuelve en distintos mercados en donde comercializa vegetales procesados. Tienen gran presencia en los principales Super Mercados de país utilizando distintas marcas privadas. Además de esto, es un socio comercial

importante de muchas marcas de gran reconocimiento en el ámbito de Food Service. El hecho de tener gran cantidad de productos, y una alta diversidad de clientes, disminuye el riesgo de la organización. Si bien es cierto tiene distintos competidores, ninguno se encuentra en todos los nichos en donde se desenvuelve la Empresa.

El hecho de que el cliente más grande represente menos de un 20% de las ventas totales, implica una buena distribución de sus ventas. El hecho de que la empresa quiera disminuir este porcentaje aún más, incide positivamente en el riesgo de la Compañía. Lo anterior, pensando principalmente en las implicaciones que puede tener el posible escenario de perder una venta así de importante.

La diversificación anterior, está respaldada por el hecho de iniciar operaciones en Panamá ya que esto colabora en disminuir el riesgo de vender en un solo país. La estabilidad fiscal de Costa Rica, el alto costo de las materias primas, insumos, etc; hacen que sea un país cada vez más difícil para el sector industrial, por lo que la internacionalización de la Compañía es un factor clave para asegurar la continuidad de la misma.

La posibilidad de expandirse a Panamá y Nicaragua, representa una gran oportunidad para la Empresa ya que son mercados en donde la competencia es limitada y se presentan clientes potenciales muy similares a los de Costa Rica. Actualmente, el crecimiento por país en Latinoamérica está liderado por Nicaragua y Panamá entre otros, por lo que estos se presentan como países sumamente atractivos para iniciar operaciones.

La Empresa cuenta con una estructura formal, ordenada y acorde a las funciones que realiza. Su estructura operativa se centra en la producción de alimentos y posee una serie de departamentos que dan soporte a esta acción principal. Se considera que la empresa no tiene una estructura administrativa y de costos fijos costosa, lo que colabora a que sea competitiva en el tema de precios.

La compañía se percibe como dinámica, en crecimiento y dedicada a elaborar los productos que sus principales clientes demandan. Existe una perspectiva de acercamiento al cliente que pone a estos como su principal razón de ser. Se considera que estos puntos son fortalezas importantes de la Empresa y que sus clientes valroan.

El comportamiento de los activos en el balance general de los últimos 5 años evidencia una importante inversión en equipos e infraestructura que se da con el objetivo de aumentar la capacidad productiva de la Compañía. Lo anterior va de la mano con un aumento de los pasivos que se da con el objetivo de financiar las inversiones en activos a largo plazo.

En una empresa industrial, en donde las utilidades se tienen en función al volumen y no en función a márgenes altos, el costo de los materiales es vital. En el caso de la Empresa analizada, las materias primas representan una porción muy importante de sus egresos por lo que es fundamental para la Compañía lograr mantener estos costos estables.

Se resalta el hecho de que la rentabilidad de la empresa ha aumentado considerablemente en los últimos dos años desde el punto de vista de utilidades netas, operacionales y bruta. Lo anterior, producto de estrategias de diversificación, mayores ventas y optimización operativa de planta. En el futuro, la empresa espera continuar una estrategia de optimización de costos y de su estructura para seguir mejorando estos índices.

También es importante mencionar que la empresa ha sostenido un crecimiento mayor al 10% durante más de 5 años lo que arroja excelentes indicadores sobre la gestión de ventas y la aceptación del producto por parte de sus clientes. Este crecimiento es sumamente importante en la valoración de la empresa ya que las altas perspectivas de crecimiento impulsan el valor de la compañía.

Los índices de estabilidad de la empresa se comportan de manera estable y se consideran saludables para una empresa de su tipo. Existe evidencia del aumento en el endeudamiento para cubrir el crecimiento de la Compañía sin embargo el crecimiento es razonable y no se considera que pone en riesgo la Empresa.

Para sostener el crecimiento y la rentabilidad mencionada, la empresa ha invertido en optimizar sus operaciones productivas. Todavía existe un espacio para la mejora por lo que la mejora continua es uno de los aspectos que se ha hecho común en el léxico de la Empresa.

Existe una brecha entre el período medio de pago y el período medio de cobro de la empresa. El hecho de tener una diferencia de más de 8 días genera un importante impacto negativo en el flujo de la empresa. Es importante mencionar que este impacto en el flujo incide en la valoración de la empresa y corresponde a un área de mejora que hay que ponerle atención.

La Empresa posee una alta rotación de inventarios lo que indica que la Compañía convierte rápidamente sus inventarios en ventas. Lo anterior es beneficioso para los flujos de efectivo actuales y venideros en los próximos años. Además esta rotación rápida hace que la empresa pueda ofrecer a sus clientes productos frescos y acorde a lo que ellos necesitan. Otro de los beneficios de una alta rotación de inventarios es que se disminuye el espacio necesario para el almacenamiento de materias primas y producto terminado.

Para los años venideros, la empresa espera continuar un fuerte ritmo de ventas que se acerca al 10% y difiere en gran medida de la realidad nacional. La razón de estas proyecciones es que la Compañía observa gran demanda de sus productos en el futuro cercano y además está planeando ingresar dos nuevos mercados en donde se observan grandes oportunidades.

Para expandir las operaciones de la empresa en Panamá y Nicaragua, la misma tiene que incurrir en gran cantidad de inversión que afecta negativamente los flujos de efectivo de la empresa y por ende el valor de su patrimonio.

La Empresa actualmente tiene un costo de la deuda antes de escudo fiscal de 10,38%. Si bien en cierto no es un endeudamiento alto para la realidad nacional, existe una oportunidad de mejora importante.

5.2 Recomendaciones

Aunque el cliente más grande de la Empresa representa menos de un 20% de sus ventas, es todavía un monto muy considerable por lo que la Compañía debe buscar diversificar aún más su cartera de clientes con el fin de disminuir el riesgo del impacto que podría tener en las finanzas el hecho de perder una venta de tal magnitud. Esta diversificación no necesariamente tiene que venir de nuevos clientes; perfectamente la empresa puede investigar si a otros clientes actuales puede ofrecerle más productos o servicios que vayan a engrosar la venta de estos. Además el hecho de ingresar a un nuevo país hace que se abran las oportunidades a buscar clientes similares a los importantes que la empresa ya tiene en Costa Rica.

Actualmente la Empresa tiene gran fortaleza en los vegetales procesados y esta ha sido su bandera a lo largo de muchos años. Además, esta categoría ha sido la que generó el crecimiento más importante y dio a conocer la Organización. En su momento la Empresa era la única en este sector, sin embargo en la actualidad cada vez hay más competencia de procesadores de vegetales. Uno de los productos que ha tenido mayor aceptación y crecimiento en los últimos años, es el agua de pipa. La Empresa ha observado que los jugos naturales han resultado muy atractivos para la población costarricense producto de tendencias de consumo más sanas. A raíz de todo esto, se recomienda invertir más en desarrollos de este tipo. Se

considera que la Empresa debería explorar esta posibilidad y aprovechar toda la experiencia que tiene en vegetales para innovar en el sector de jugos y así alcanzar mayores ventas.

La compañía se considera líder en el sector en el que se desempeña por lo que debe continuar diversificando su portafolio de productos e invirtiendo en investigación y desarrollo con el objetivo de permanecer a la vanguardia en el mercado nacional.

La mayor proporción de la deuda a largo de la Empresa tiene un vencimiento dentro de los próximos 5 años. Si bien es cierto, en los últimos años la Empresa ha logrado transformar una proporción importante de deuda a corto plazo en deuda a largo plazo, la Compañía debería buscar un refinanciamiento de deuda. La idea con este re financiamiento sería lograr plazos todavía más largos que los actuales y a la vez intentar que la mayor parte posible de la deuda sea a largo plazo. Lo anterior, con el objetivo de disminuir el riesgo de la Compañía y lograr un flujo más sano que a largo plazo pueda influir en el valor del patrimonio para los accionistas debido a mayores flujos de efectivo que sean incentivados por menores gastos financieros.

La Compañía tiene un promedio de costo de financiamiento por deuda de 10,38%. Si bien es cierto no es un costo alto para la realidad de las empresas pequeñas y medianas en Costa Rica, si se considera que existe todavía un margen de mejora en este rubro. Adicional a la renegociación de plazos de deuda que se mencionó anteriormente, la Empresa podría negociar una consolidación de deudas en un solo crédito con el fin de obtener una tasa menor además de lo mencionado anteriormente. Esta medida podría disminuir el costo de la deuda y por ende tener un efecto sumamente positivo en el valor del patrimonio que se expuso en el modelo anteriormente presentado.

En adición a las últimas dos recomendaciones, se considera que la Empresa podría investigar la opción de fuentes de financiamiento que no impliquen pagos de intereses o creación de deuda. En las empresas industriales existen muchas

alternativas a fuentes de financiamiento convencionales y una alternativa podría ser la venta de acciones o levantamiento de capital. Se considera que la Compañía debería hacer una seria investigación en cuáles serían las fuentes de financiamiento que más favorecen a la empresa con el objetivo de potenciar los flujos y el valor de la Empresa.

Existe una diferencia negativa importante entre las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar. Esta diferencia implica más de 50 millones de colones en saldo negativo que se tienen que cobrar dentro del flujo de la Empresa. Se considera que toda organización debería tratar de tener plazos de cobro menores a los plazos de pago y este caso no se está cumpliendo. Debido a lo anterior, se recomienda negociar periodos medios de cobro con sus proveedores a más largo plazo con el objetivo de aumentar el plazo de cuentas por pagar por lo menos a 31 días. La medida anterior tendría un efecto positivo en el flujo de la empresa y por ende potenciaría el valor del patrimonio de los accionistas. Lo más importante es que financieramente la empresa no tendría tanta demanda de dinero por efectos negativos del diferencial mencionado y así se podrían destinar estos fondos a otras inversiones.

Anteriormente se mencionó que las materias primas compradas a productores vegetales son claves en la estructura de costos de la Empresa. Tomando en cuenta que los clientes de la Compañía solicitan precios fijos a lo largo del año, la empresa también debe tener gran estabilidad de costos para sus materias primas. Se recomienda elaborar contratos a largo plazo para asegurar precios fijos que no vayan a impactar negativamente en los costos de la Compañía. Es clave el análisis profundo de estas negociaciones ya que impactan en la columna vertebral de la empresa. Se considera que se pueden explorar otras herramientas para manejar la estabilidad mencionada por lo que también se podría investigar la opción de incursionar en swabs, opciones o futuros para asegurar precios bajos en las compras de la Empresa a largo plazo

En los últimos 3 años la empresa ha invertido en infraestructura y equipos de proceso con el fin principal de ampliar su capacidad productiva. Además de ampliar sus volúmenes de producción, estas acciones han tenido un segundo efecto positivo que ha sido la optimización de procesos que se ve reflejada en las utilidades de la Empresa. El hecho de tener mayores espacios, mejores equipos y flujos en línea, han hecho que los tiempos productivos bajen, generando gran cantidad de eficiencias productivas. Lo anterior se ha visto reflejado positivamente en los costos de la empresa por lo que se considera que se debe continuar invirtiendo en infraestructura de producción con el fin de disminuir costos operativos y aumentar la eficiencia de la empresa. Además se debe incentivar la inversión en tecnología que pueda aumentar la calidad de sus productos y disminuir costos operativos.

La Empresa debe aprovechar el modelo propuesto en este proyecto para realizar distintos escenarios de ventas e inversión. Debe realizar supuestos que le permitan evaluar factores que inciden en el valor de la empresa ya que este será el principal objetivo de sus accionistas. Debe utilizar el modelo para evaluar futuras inversiones y analizar si las mismas son positivas para el interés de generar valor a la organización. Se considera que la empresa debe modelar si las inversiones requeridas para ingresar a otros países generan las ventas necesarias para cubrir estas inversiones.

La Empresa ha experimentado gran demanda de dinero para invertir en los últimos 3 años debido al crecimiento que ha tenido la Organización. La manera en que la empresa tradicionalmente ha obtenido este dinero es mediante deuda hipotecaria. Para que estas hipotecas tengan el respaldo adecuado que solicitan las entidades financieras, los accionistas de la Empresa han aportado gran cantidad de activos a la Compañía. Los accionistas no han realizado evaluaciones para determinar el costo de oportunidad que significa aportar estos activos. Es recomendable que la empresa y sus dueños evalúen seriamente cuál es la manera de conseguir inversión que resulta más conveniente para todas las partes y que genera un mayor rendimiento para los accionistas.

El modelo expuesto en este proyecto fue elaborado utilizando escenarios económicos y de ventas ligeramente pesimistas. Es recomendable realizar el modelo expuesto con distintos escenarios más pesimistas y optimistas. El hecho de realizar esto podría complementar de manera importante el proyecto. Aún más importante que el proyecto, es el hecho de que el objetivo del modelo es ayudar a la empresa a la toma de decisiones. Si se tienen a la mano distintos escenarios más positivos y negativos, se presenta más información más útil y completa.

Es muy claro que la gran mayoría de empresas privadas están hechas para generar riqueza para sus accionistas. Como se mencionó anteriormente, la estructura financiera y operativa que tiene la empresa, presenta muchísimas variables que inciden en el valor la Organización. En el presente proyecto se pudo evidenciar que muchas de estas variables no están acomodadas de la manera correcta para optimizar el valor de la Compañía. Algunas acciones como re negociación de deuda, re negociación de plazos con proveedores y otras, podrían darle un mayor valor al patrimonio de los accionistas. Esta re estructuración podría implicar un bajo costo en recursos sin embargo podría tener una retribución muy grande. El hecho de realizar este análisis sería sumamente beneficioso para la Empresa y además ofrecería todavía más herramientas para el Departamento Financiero.

Este proyecto presentó un modelo de valoración mediante el descuento de flujos. Las valoraciones dependen en gran medida de la persona y de la metodología que se utilice. Para tener una mayor certeza en los supuestos aquí realizados, la Empresa podría correr una nueva valoración utilizando otra metodología. Esto ayudaría a corroborar los resultados del modelo presentado y así tener mayor confianza en las decisiones que puedan tomarse a raíz del modelo.

BIBLIOGRAFÍA

Libros

Besley, S., Brigham, E. (2001). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Editorial McGraw Hill.

Fernández, Pablo. (2004). *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor*. España. Gestión 2000.

Gitman, L. (2007). *Principios de Administración Financiera*. México: Pearson Educación.

Gitman, L., y Joehnk, M. (2009). *Fundamentos de Inversiones*. Ciudad de México: Pearson Educación de México.

Gitman, L., y Zutter, C. (2012) *Principios de Administración Financiera*. Ciudad de México: Pearson Educación

Higgins, R.C. (2004). *Análisis para la dirección financiera*. Chile: Editorial Mc Graw Hill.

Jenkins, K. (2012) *Valoración de empresas por flujo de caja descontado*. Editorial Altair, Valencia

Ketelhöhn, W., Marín, J., y Montiel, E. (2004). *Inversiones: Análisis de Inversiones Estratégicas*. Bogotá: Grupo Editorial Norma

Ketelhöhn, W., y Montiel, E. (2008). *Fusiones y Adquisiciones en la Práctica*. Ciudad de México: Cengage Learning Editores.

Ross, S., Westerfield, R., y Jordan, B. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Ciudad de México: Mc. Graw Hill

Ross, S., Westerfield, R., y Jaffe, J. (2010, Novena Edición). *Finanzas Corporativas*. Ciudad de México: Mc Graw Hill

Salas, T. B. (2016). *Análisis y Diagnóstico Financiero*. San José: Ediciones Guayacán.

Sanjurjo, M., Reinoso, M. (2003). *Guía de valoración de empresas*. España: Prentice Hall.

Sapag, N. e. (2000). *Preparación y Evaluación de Proyectos*. Chile: Editorial Mc Graw Hill.

Fuentes de internet

Ahorro Corporación Financiera S.V.B., S.A. Notas para el análisis. Valoración bursátil. <http://www.ahorro.com/iwpdf/guias/guia-valor.pdf>. Recuperado el 29 de noviembre de 2017.

Altair. Valoración de empresas por flujos de caja descontados. http://www.altairconsultores.com/images/stories/publicaciones/LIBRO_VALORACION.pdf. Recuperado el 7 de noviembre de 2017.

Briceño, P. El análisis de sensibilidad. <http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2011/03/el-analisis-de-sensibilidad-pa.html>. Recuperado el 1 de diciembre de 2017.

Damodaran, A. Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. Stern School of Business. Julio 2010. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>. Recuperado el 1 de octubre de 2017.

Food and Agriculture Organization of the United Nations [FAO]. (1997). *El estado Mundial de la Agricultura y la Alimentación*. Recuperado el 16 de enero 2018, de FAO: <http://www.fao.org/docrep/017/w5800s/w5800s.pdf>

Universidad Autónoma de México (2017) E-Journal. Revista Especializada de formato electrónico. Recuperado el 1 de noviembre del 2017 de: <http://www.ejournal.unam.mx/>

Tesis

Barboza, M. (2016). *Propuesta de un modelo para la valoración financiera del patrimonio de la empresa INTESOFT S.A.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Castro, E. (2011). *Implementación del modelo de opciones reales para la valoración de proyectos en el complejo inmobiliario los Delfines Golf & Country Club del grupo Barceló.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Fallas, M. (2012). *Valoración patrimonial de Computín mediante el análisis de flujos de efectivo.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Fraile, D. (2016). *Modelo para análisis y valoración financiera, de compra de farmacias en el sector farmacéutico costarricense para una cadena de retail.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Gómez, L. (2013). *Valoración financiera del patrimonio de una empresa orientada al análisis de suelos y materiales de construcción.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Moralez, L. (2014). *Modelo para la valoración financiera de la Empresa Construcciones Hermanos Porras, S.A., por medio de un análisis de la situación*

actual e histórica para poder agilizar las tomas de decisiones para el negocio, brindando información eficiente en el momento preciso. Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Sanchez, M. (2013). *Modelo para la Valoración de Basic Pallets Ltda.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Wong, V. (2012). *Valoración de la empresa Soluciones Tecnológicas Proyectadas por medio del modelo: descuento de flujos de caja.* Trabajo final de graduación, Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Costa Rica.

Otras referencias

Betas por Sector (2012) obtenido de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Documento sin nombre. Notas importantes para el cálculo del Beta, Alpha y Delta, obtenido de: <http://www.capitales.com/costarica/fondos/notas.php>.

Hutcherson, L. (2006) "Valoración Accionaria Inmobiliaria Enur S.A.", obtenido de: <http://www.elfinancierocr.com/accesolibre/2006/diciembre/31/596 analisis1.pdf>

Proaño, B., Salgado J. (2005) Propuesta Metodológica de Valoración de Empresas aplicada a Grandes Empresas en el Ecuador Adaptación de los Modelos Z" de Altman y Flujos de Caja Descontados. Universidad del Azuay. Ecuador, obtenido de <http://www.uazuay.edu.ec/bibliotecas/admin/valoracion.pdf>.

Peñaranda, F. (2011), Avalúo Edificio Forum Torre G, piso 7, Cocosa Constructora Costarricense.

