

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**“VALORACION FINANCIERA DE LA EMPRESA LA
FABRIL S.A.”**

TESIS DE GRADO

Previa a la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

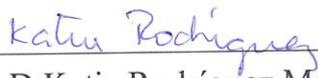
Presentado por:

LILIANA GISELLA ROCA MEZA

Guayaquil – Ecuador

2014

TRIBUNAL DE TITULACIÓN



Ph.D Katia Rodríguez Morales

PRESIDENTE DEL TRIBUNAL



M.Sc. Washington Macías Rendón

DIRECTOR DE TESIS



Ph.D. Eliczer Campos Cárdenas

REVISOR 1



M.Sc. José de la Gasca Guerra

REVISOR 2

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, me corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la
ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL



Liliana Gisella Roca Meza

AGRADECIMIENTO

A Dios, por permitir que alcance una más de mis metas, y darme la fortaleza necesaria y su eterna guía para alcanzar todo lo que me propongo.

A mis padres, Isabel y Franklin, por todo su amor, confianza, apoyo y constante sacrificio por darme lo mejor, y lograr hacer de mí una buena persona y profesional.

A mi Director de tesis, M.Sc Washington Macías, por su excelente asesoría y valiosos conocimientos en el desarrollo de esta tesis, que me permitieron culminarla con éxito.

A mis entrañables amigas Betsy, Diana, Pierina, y Letty, con las que juntas vivimos millón experiencias en las clases de maestrías, y que de una u otra forma supieron apoyarme en todo momento.

Y un agradecimiento especial a mi novio, Fabián Castillo, por estar conmigo en los momentos más importantes de mi vida, brindándome siempre su apoyo y amor incondicional.

INDICE GENERAL

TRIBUNAL DE TITULACIÓN	ii
DECLARACIÓN EXPRESA	iii
AGRADECIMIENTO	iv
INDICE GENERAL	v
RESUMEN	vii
INDICE DE GRÁFICOS	viii
INDICE DE CUADROS	ix
1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 ANTECEDENTES	1
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	2
1.3 OBJETIVOS.....	3
1.3.1 Objetivo General.....	3
1.3.2 Objetivos específicos	3
1.4 JUSTIFICACIÓN	3
2. REVISION DE LITERATURA.....	5
2.1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	5
2.1.1 Definición de valoración	5
2.1.2 Objetivos de la valoración	6
2.1.3 Relación objetivo-valoración	6
2.2 MÉTODOS DE VALORACION DE EMPRESAS	6
2.2.1 Métodos basados en el balance	7
2.2.2 Método de múltiplos o comparables.....	8
2.2.3 Métodos de descuento de flujo de fondos	10
2.2.4 Método de opciones reales	12
2.3 BENEFICIOS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	12
3 METODOLOGÍA	16
3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO.....	16
3.2 DESCRIPCION DEL MODELO DE VALORACIÓN SELECCIONADO.....	16
3.2.1 Flujos de caja esperados	17
3.2.2 Ahorro fiscales por intereses	17
3.2.3 Tasas de descuentos	18

3.3 FUENTES DE INFORMACIÓN	19
4. ANÁLISIS DE LA FABRIL S.A.....	20
4.1 ANÁLISIS EXTERNO.....	20
4.1.1 Contexto macroeconómico.....	20
4.1.2 Sector palmicultor	27
4.1.3 Industria manufacturera	29
4.1.4 Sector manufactura de aceites y grasas.....	29
4.2 ANÁLISIS INTERNO.....	32
4.2.1 Actividad y productos.....	33
4.2.2 Mercados y competencia.....	36
4.2.3 Operaciones.....	37
4.2.4 Análisis FODA y riesgos de la empresa.....	39
4.2.5 Estrategias.....	41
4.2.6 Evolución de cifras financieras.....	42
4.3 ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS	56
4.4 ESTIMACIÓN DE LAS TASAS DE DESCUENTO.....	58
4.5 ESTIMACIÓN VALORES RESIDUALES.....	61
4.6 ANÁLISIS DE ESCENARIOS	62
5. VALORACIÓN FINANCIERA DE LA FABRIL S.A.....	65
6. CONCLUSIONES.....	67
REFERENCIAS.....	69

RESUMEN

En el mundo de las finanzas corporativas es de suma importancia evaluar los efectos que tienen las distintas decisiones tomadas en la creación de valor en las empresas, a partir de esta premisa nació la idea de elaborar la presente tesis, con el fin de determinar la gran utilidad que representa la valoración de empresas como herramienta para la medición de creación de valor. Es así, que el presente trabajo tiene como objetivo principal aplicar la metodología de valoración de empresas en La Fabril S.A., industria ecuatoriana con amplia trayectoria empresarial.

El trabajo se ha dividido en cinco capítulos. En el capítulo uno se detalla la trayectoria de La Fabril S.A. y por qué la misma necesita integrar en su planificación financiera la herramienta de valoración de empresas. En el capítulo dos se pretende entender la valoración de empresas en su conjunto, incluyendo definiciones, objetivos y explicando detalladamente cada uno de los métodos de valoración existentes, exponiendo sus ventajas y desventajas. En el capítulo tres justificamos el método de valoración escogido, siendo éste el de flujos de caja descontados bajo el enfoque APV, por considerarlo el más idóneo y completo. En el capítulo cuatro se realizó un análisis detallado de la situación macroeconómica, sectorial e interna de la empresa La Fabril S.A., el cual incluyó un estudio del contexto macroeconómico del país, del sector palmicultor, de la industria manufacturera de aceites y grasas, además de un análisis exhaustivo de la empresa: productos, mercados, operaciones, riesgos, estrategias y evolución de sus cifras financieras en los últimos cinco años; en este capítulo se incluyó la estimación de flujos futuros, tasas de descuentos, valores residuales y un análisis de escenarios. Finalmente en el capítulo cinco se realizó la aplicación del método seleccionado a la situación de La Fabril S.A. a cada uno de los escenarios que está expuesto la empresa.

De esta manera, en el caso de La Fabril S.A. su valor financiero oscila entre los 220 y 740 millones de dólares, obteniendo un promedio ponderado que supera los 380 millones de dólares.

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4. 1 Producto Interno Bruto - Variación anual.....	22
Gráfico 4. 2 Evolución de la inflación anual del Ecuador (Porcentajes)	23
Gráfico 4. 3 Evolución mercado laboral en Ecuador - Nivel Urbano	23
Gráfico 4. 4 Evolución tasas de interés (Porcentajes)	25
Gráfico 4. 5 Evolución Balanza Comercial Ecuatoriana (Millones de US\$)	26
Gráfico 4. 6 Variación anual de los Índices de Precios Internacionales	27
Gráfico 4. 7 Ingresos principales actores sector aceites y grasas (Millones de US\$).....	30
Gráfico 4. 8 Composición ventas por líneas de negocio	36
Gráfico 4. 9 Evolución autoabastecimiento de aceite de palma	39
Gráfico 4. 10 Evolución de ingresos (Millones de US\$).....	43
Gráfico 4. 11 Evolución volúmenes vendidos (toneladas métricas)	43
Gráfico 4. 12 Evolución de costo de ventas (Millones de US\$).....	44
Gráfico 4. 13 Evolución de gastos operacionales (Millones de US\$).....	45
Gráfico 4. 14 Evolución de márgenes brutos y operativos.....	46
Gráfico 4. 15 Evolución de gastos financieros (Millones de US\$).....	46
Gráfico 4. 16 Evolución utilidad neta (Millones de US\$).....	47
Gráfico 4. 17 Evolución y composición de activos (Millones de US\$).....	48
Gráfico 4. 18 Evolución y composición de activos corrientes (Millones de US\$)	48
Gráfico 4. 19 Evolución de activos fijos (Millones de US\$).....	49
Gráfico 4. 20 Evolución y composición de activos no corrientes (Millones de US\$)	50
Gráfico 4. 21 Evolución y composición de pasivos (Millones de US\$)	51
Gráfico 4. 22 Evolución y composición de pasivos corrientes (Millones de US\$).....	51
Gráfico 4. 23 Evolución y composición de pasivos no corrientes (Millones de US\$).....	52
Gráfico 4. 24 Evolución y composición del patrimonio (Millones de US\$).....	52
Gráfico 4. 25 Evolución estructura de capital (Millones de US\$).....	53
Gráfico 4. 26 Evolución endeudamiento (Millones de US\$).....	54
Gráfico 4. 27 Evolución EBITDA (Millones de US\$).....	54
Gráfico 4. 28 Evolución de coberturas (Veces)	55
Gráfico 4. 29 Evolución de rentabilidad.....	55
Gráfico 4. 30 Evolución de índices de solvencia, liquidez y endeudamiento	56

INDICE DE CUADROS

Cuadro 2. 1 Beneficios y desventajas de los diferentes métodos de valoración	15
Cuadro 4. 1 Participación principales actores mercados aceites y grasas	31
Cuadro 4. 2 Marcas y productos Línea de Alimentos	33
Cuadro 4. 3 Marcas y productos Línea Higiene y Cuidado Personal	34
Cuadro 4. 4 Marcas y productos División Panificación	35
Cuadro 4. 5 Composición ventas por tipo de mercado	37
Cuadro 4. 6 Índices de rentabilidad empresas del sector	56
Cuadro 4. 7 Supuestos para la proyección de flujos de caja	57
Cuadro 4. 8 Flujos de caja proyectados a 5 años	58
Cuadro 4. 9 Ahorros fiscales proyectados por 5 años	58
Cuadro 4. 10 Cálculo costo deuda	59
Cuadro 4. 11 Cálculo Costo patrimonial	61
Cuadro 4. 12 Cálculo valor residual flujos	62
Cuadro 4. 13 Cálculo Valor residual ahorro fiscales	62
Cuadro 4. 14 Supuestos escenario optimista	63
Cuadro 4. 15 Supuestos escenario pesimista	64
Cuadro 5. 1 Cálculo valor financiero La Fabril S.A. (Escenario esperado)	65
Cuadro 5. 2 Cálculo valor financiero La Fabril S.A. (Escenario optimista)	65
Cuadro 5. 3 Cálculo valor financiero La Fabril S.A. (Escenario Pesimista)	66
Cuadro 5. 4 Valor financiero ponderado de La Fabril S.A.	66

1. INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES

La Fabril S.A. es una empresa ecuatoriana que inició sus operaciones industriales en 1966 como comercializadora de algodón en rama, para luego extenderse al sector agroindustrial en 1978 como refinadora de aceites y grasas vegetales. Muy pronto, en 1981 se orientó al manejo autónomo de sus materias primas, integrando al grupo dos compañías dedicadas a la producción y extracción de aceite de palma. En 1983 incluyó dentro de sus planes industriales la producción de jabones de lavar. En 2002, adquirió el negocio de aceites y grasas de Unilever Best Foods, que incluyó la unidad productiva de las marcas de aceite La Favorita, La Favorita Light, Criollo, La Favorita Achiote y las marcas de margarina Marva y Hojaldrina, entre otras. En 2006 incursiona en proyectos de generación de biocombustible, materializándose en el 2011 con la primera exportación, de gran escala, de biodiesel a Perú. Finalmente, en el año 2013 realizó una importante inversión, adquiriendo las marcas Ninacuro.

La empresa está verticalmente integrada y cuenta con todo el proceso de la cadena productiva: posee tres grandes plantaciones de palma, seis extractoras, doce centros de acopio¹, y además una fábrica para la producción de envases plásticos. Como parte de su planificación estratégica, en el 2009 la empresa ejecutó el proyecto de “Unificación de plantas y optimización de procesos” con el objetivo de incrementar su capacidad de producción mediante la generación de economía de escalas, actualización tecnológica de procesos, y optimización del recurso humano, lo que le permitió lograr mejoras en su estructura de costos respecto al mercado mundial.

Todo esto ha llevado a que La Fabril S.A. sea una de las industrias con mayor trayectoria en el ámbito empresarial en el sector de aceites y grasas comestibles del país y se convierta en un actor muy importante en la industria de oleaginosas latinoamericanas; además de tener una gran participación en el mercado de productos para limpieza del hogar y cuidado personal, y en el mercado de biocombustibles.

Las ventas de la empresa en el año 2009 llegaron a ser de US\$ 327 millones, en el año 2013 ascendieron a US\$ 469 millones, lo cual equivale a una tasa de crecimiento de más del 43% durante dichos años y a un promedio de crecimiento anual del 9,53%. En cuanto a márgenes de rentabilidad operativos y netos, La Fabril se ubica por encima de los

¹ A través de su relacionada Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A.

demás competidores del sector (Danec, Ales, Epacem). La empresa también cuenta con una importante participación en el mercado internacional: exporta más de 120 millones de dólares al año lo que equivale al 26% de sus ventas, siendo sus principales mercados: Colombia, Perú, Estados Unidos, Venezuela, entre otros.

La estructura actual de capital de la empresa está compuesta por US\$ 99 millones de deuda financiera y US\$ 97 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.02 entre ambas fuentes de fondos. Una importante fuente de fondos de La Fabril S.A. es el Mercado de Valores ecuatoriano, donde ha incursionado con dos Titularizaciones de flujos futuros, tres Emisiones de Obligaciones y cinco programas de Papel Comercial llegando a obtener hasta 50 millones de dólares de obligaciones en circulación, lo cual es fiel reflejo del prestigio con el que cuenta la empresa en el mercado inversor.

Gracias a todo lo expuesto anteriormente, La Fabril en los últimos 5 años se ha ubicado en el top 15 de las empresas más grandes del país, según rankings publicados en revistas de alto prestigio en el país: Ekos, América Economía, Gestión y Vistazo.

1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

El problema que llevó a la realización del presente trabajo se relaciona con las dificultades con que se encuentran los administradores financieros para evaluar los efectos que tienen las distintas decisiones tomadas en la creación de valor en las empresas. La valoración de empresas es un tema de interés para los administradores financieros y es fuertemente recomendada por especialistas (Damodaran, Fernández, Koller, Titman) como una vía para la medición de creación de valor.

Cuando los interesados deciden aplicar la herramienta de valoración de empresas se encuentran con dificultades metodológicas, como por ejemplo, cuál de los distintos métodos deben utilizar; también se tropiezan con dificultades estructurales, pues la aplicación de esta herramienta requiere de un trabajo muy integrado entre todas las áreas de la empresa.

Con los antecedentes expuestos en el punto 1.1 resulta fácil determinar que La Fabril S.A. es una empresa ecuatoriana con amplias posibilidades de crecimiento y desarrollo, catalogándola con toda certeza como un ente generador de beneficios futuros para sus accionistas. Pero todas estas presunciones no son suficientes para que los accionistas puedan determinar si su empresa tiene un alto valor y tampoco les permite determinar si las decisiones que se han tomado han creado o destruido valor para su

empresa. Para ello deben arrancar de un punto de partida y establecer el método idóneo que les permita contestar una de las preguntas más importante en el ámbito financiero y empresarial ¿Cuál es el valor financiero de La Fabril S.A.?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo General

Determinar el valor financiero de la empresa La Fabril S.A.

1.3.2 Objetivos específicos

Entender la valoración de empresas en su conjunto: definición, objetivo, métodos.

Definir el método de valoración a emplear y describir detalladamente su proceso y factores que en él intervienen.

Analizar la situación macroeconómica, sectorial e interna de la empresa La Fabril S.A.

Aplicar el modelo de valoración escogido a la situación de La Fabril S.A. para determinar su valor.

1.4 JUSTIFICACIÓN

En el mundo de las finanzas corporativas, el análisis del valor económico se ha convertido en un referente principal, con base en el cual se analizan las principales decisiones financieras de la empresa: inversión, financiación y retribución de capital (Lubian y De Luna, 2001).

La valoración de empresas es una herramienta financiera de gran utilidad a nivel empresarial, siendo sus principales usos: operaciones de compra-venta, procesos de fusiones y adquisiciones, obtención de financiamiento, planificación estratégica, y sobretodo identificar fuentes de creación, transferencia y destrucción de valor. Por todo esto, la valoración de empresas se convierte en un elemento fundamental para la toma de decisiones.

La Fabril S.A. es una de las industrias ecuatorianas con mayor trayectoria en el ámbito empresarial, interesada en seguir creciendo y convertirse en la empresa símbolo de la industria ecuatoriana. La empresa, con miras a alcanzar su misión, ha realizado onerosas inversiones tanto en tecnología como en desarrollo y adquisición de marcas, lo que le permite competir eficientemente tanto en el mercado local como en los mercados de exportación. Para esto ha recurrido a varias fuentes de financiamiento. En este sentido

resulta de vital importancia que los accionistas puedan determinar si las decisiones tomadas y/o las inversiones realizadas agregan valor a la empresa.

Por todo lo expuesto anteriormente, considero que es sumamente importante que La Fabril S.A. implemente un adecuado método de valoración que se ajuste a las características propias de este tipo de industrias, con el fin de determinar el valor razonable de la empresa, a su vez que le permita determinar si la misma está creando o destruyendo valor.

2. REVISION DE LITERATURA

2.1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Antes de intentar determinar el valor de una empresa es muy importante tener claro en qué consiste la valoración de empresas, cuáles son sus objetivos y las distintas situaciones a las que se enfrenta un valuador.

2.1.1 Definición de valoración

La valoración de empresas es un proceso por medio del cual se pretende estimar el valor económico de las empresas, proceso fundamentado en aspectos técnicos y subjetivos.

Sarmiento (2002) define la valoración como un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio de la empresa, además que se considera un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa.

La valoración es un proceso subjetivo, en la medida que se deben emitir opiniones y juicios de valor ya sean que estén lo suficiente o insuficientemente fundamentados. De acuerdo con López y De Luna (2001) “una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración”.

Para Fernández (2008) la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejoras con la experiencia.

Muchos autores y analistas conceptualizan sobre si la valoración de empresas es una ciencia o un arte. Para algunos la valoración de empresas como ciencia combina la observación de una serie de factores internos y externos que afectan el ente económico, el sector a que pertenece y en general al entorno macroeconómico; y la utilización de una serie de técnicas cuantitativas de análisis asociadas con la estadística, la economía y las finanzas. Como arte, la valoración de empresas combina la experiencia, conocimiento, juicio y olfato de quien valora para identificar los aspectos críticos o relevantes relacionados con factores internos y externos (Barreneche y Arenas, 2007).

Hay que tener presente que para realizar correctamente una valoración no solo debemos contar con información financiera transparente y precisa, sino que debemos tener un amplio conocimiento sobre la empresa, negocio o inversión que se intenta valorar, y el entorno en que estos se desenvuelven.

2.1.2 Objetivos de la valoración

Existen diversas razones para determinar el valor de una empresa, Fernández (2008) menciona entre las principales:

- Operaciones de compra-venta: Para el comprador le indicar el máximo precio a pagar; y para el vendedor el mínimo precio a vender.
- Apertura de capital: Para justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
- Decisiones estratégicas: Para determinar si es conveniente seguir en el negocio, fusionarse, vender, o comprar nuevas empresas. Así como decidir si se debe mantener, potenciar o abandonar productos, líneas de negocio, clientes, etc
- Planificación estratégica: Para identificar las fuentes de creación o destrucción de valor, así como el impacto de las decisiones tomadas en dichas fuentes.
- Sistemas de remuneración basados en creación de valor: Para cuantificar la creación de valor atribuible a cada directivo evaluado.
- Herencia y testamentos: Para determinar el valor de los activos que van a sucederse.

2.1.3 Relación objetivo-valoración

La estimación del valor de una empresa va a depender de quien lo valora y qué objetivo busca con la misma. Fernández (2008) lo ejemplifica de la siguiente manera: “Una gran empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente desea comprar otra empresa nacional, ya conocida, para entrar en nuestro mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan sólo valorará la marca, pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales, ya que están en situación de continuar produciendo. De acuerdo con el punto de vista del primero, se trata de determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor, se trata de saber cuál será el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Estas dos cifras son las que se confrontan en una negociación, en la cual finalmente se acuerda un precio que está generalmente en algún punto intermedio entre ambas.”

2.2 MÉTODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

Debido a la importancia de la valoración de empresas y sus diferentes propósitos se han desarrollado varios métodos de valoración. Basado en Álvarez, García y Borraez

(2006), Fernández (2008), Pereyra (2008), Titman (2008) y Jenkins (2012) a continuación detallamos los más destacados.

2.2.1 Métodos basados en el balance

Estos métodos tradicionalmente han sido los más empleados en la valoración de empresas. La idea central de estos métodos consiste en tratar de estimar el valor de mercado de los activos, así como de los pasivos de una empresa para que por diferencia, se pueda determinar el valor de su patrimonio. Por ello el punto de partida en la aplicación de estos métodos es siempre el balance general de la empresa.

Entre estos métodos se encuentran: el valor contable, el valor contable ajustado, el valor liquidación y valor sustancial.

2.2.1.1 Valor contable

Es la versión más sencilla, se presupone simplemente que el valor en libros de una empresa es un buen estimado de su valor de mercado, el cual se verá reflejado entre el neto de activos menos los pasivos de la organización. (Jenkins, 2012)

2.2.1.2 Valor contable ajustado

El propósito de éste método es subsanar la debilidad de la valoración puramente contable, aproximando la situación patrimonial de la firma a la realidad del mercado. Se le añade el valor adicional que presumiblemente genera el “goodwill” de la compañía, es decir, su capacidad de generar valor más allá de lo que el simple valor de mercado de sus activos y pasivos refleja. Las fuentes de valor pueden incluir, entre muchas otras, marcas reconocidas, reputación, tecnología, conocimiento del mercado, mejores prácticas administrativas, operativas u organizativas, una localización ventajosa, acceso a recursos escasos, es decir, las fuentes de ventaja competitiva de la empresa. (Pereyra, 2008 y Jenkins, 2012)

2.2.1.3 Valor de liquidación

Parte del supuesto que la empresa cesará sus actividades, por lo que sus recursos serán vendidos de manera inmediata en el mercado, y a la vez las obligaciones de la firma también serán efectivizadas de forma inmediata. Para calcular el valor de la empresa a través de este método se considera el valor contable ajustado menos los gastos de

liquidación de la empresa, entre los principales gastos de liquidación que se tiene son gastos fiscales, indemnizaciones a empleados, gastos legales entre otros. Así, puede argumentarse que el valor de liquidación del patrimonio representa el valor mínimo que podría alcanzar una compañía. (Pereyra, 2008 y Jenkins, 2012)

2.2.1.4 Valor sustancial

Se refiere a la inversión que debería realizarse para instalar una nueva empresa en idéntica situación a la que se está valorando, siempre bajo el supuesto de empresa en marcha, normalmente se excluyen del valor sustancial los bienes que no sirven a la explotación. (Pereyra, 2008)

2.2.2 Método de múltiplos o comparables

Los métodos vistos en el apartado anterior hacían referencia a un concepto estático de la firma: el balance general. En este segundo apartado se verán métodos basados en conceptos dinámicos, basados en el estado de resultados de una empresa. El estado de resultados es el reflejo de los hechos contables que afectan a la firma durante un período de tiempo, de donde se tomarán los llamados *múltiplos*.

La valoración por múltiplos consiste en comparar los resultados de valoraciones de empresas del mismo sector o un sector similar, para calcular el valor de la empresa que se está evaluando. En ocasiones puede ser útil valorar una empresa a través de su comparación con otra u otras de similares características y pertenecientes al mismo sector de actividad. Evidentemente esto requiere poseer una información amplia sobre transacciones habidas en el mercado y sobre datos referentes a un gran número de empresas. Sin embargo, aunque dichos datos no sean fáciles de obtener, cada vez más dicha información está disponible para el experto, dado el número creciente de operaciones que se realizan y el avance tecnológico de los sistemas de información.

Los múltiplos comparativos mayormente usados son el múltiplo de beneficios PER², el múltiplo de EBITDA³ y el múltiplo de Ventas.

2.2.2.1 Múltiplo PER

² Price/Earnings Ratio: Relación Precio/Beneficios

³ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization: beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

Quizás el múltiplo más utilizado para la valoración de compañías y que aparece con enorme frecuencia en las publicaciones financieras, es la relación precio/ganancias (el price/earnings ratio). Para estimar el valor del patrimonio de una empresa mediante la utilización de este múltiplo, se toma la relación conocida P/E de una cierta empresa para la que esos valores se conocen (o el promedio de una muestra de empresas) y se multiplica ese indicador por las utilidades (earnings) de la empresa de interés para obtener un estimado del valor de su valor patrimonial. Es importante notar que el P/E, cuando menos en su forma más tradicional, se utiliza para estimar el valor del patrimonio de la empresa. Para tener el valor total de la compañía es necesario añadir el valor de mercado de la deuda. La explicación radica en el hecho de que las utilidades netas después de impuestos representan la retribución que reciben los accionistas de la compañía después de haber retribuido a los proveedores de fondos de deuda, y por lo tanto desde una perspectiva puramente formal, ese indicador siempre debería calcularse como el precio de mercado de las acciones de una empresa dividido por sus utilidades netas. Es fácil demostrar que la relación P/E de una empresa es función de sus oportunidades de crecimiento futuro, de la rentabilidad de esas oportunidades, del nivel de apalancamiento y del riesgo del negocio. Por lo tanto, cuando se utiliza el P/E para valorar una empresa (y en general cualquier otro múltiplo), se asume implícitamente que la o las empresas de las que se ha tomado el múltiplo de referencia y la empresa que se está valorando tienen similares oportunidades de crecimiento, similar rentabilidad futura esperada y parecidos niveles de deuda y de riesgo comercial. Es decir, son comparables. (Jenkins, 2012)

2.2.2.2 Múltiplo de EBITDA

En buena teoría, la relación P/EBITDA debería utilizarse para estimar el valor total de una empresa (es decir, la suma de su valor patrimonial y el valor de mercado de la deuda pendiente). Esto por cuanto las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones se utilizan para retribuir a ambos los proveedores de capital y los proveedores de deuda. Es uno de los múltiplos más utilizados en la actualidad, ya que no se encuentra afectada por políticas de amortización o depreciación. (Jenkins, 2012)

2.2.2.3 Múltiplo de Ventas

Este método de valoración consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número, el cual es obtenido a través de datos históricos ya sea de empresas de la industria o de la información histórica de la propia empresa. Existe relación históricamente entre la rentabilidad de las empresas y este ratio, no va más allá del simple hecho de que en general si una empresa vende más, en condiciones normales, será más rentable y por ende valdrá más. (Fernández, 2008)

2.2.3 Métodos de descuento de flujo de fondos

Son métodos dinámicos que toman en consideración el valor del dinero a través del tiempo y que permite evaluar el efecto concreto de muchas variables en los rendimientos y comportamientos futuros. Estos métodos consisten en estimar el valor presente de los flujos de caja que una compañía generará en el futuro. En particular, se estiman esos flujos de efectivo (los del periodo de planeación y el valor residual) para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo asociado con esos flujos y encontrar así el valor intrínseco de la compañía. El valor intrínseco es en tal sentido un valor normativo (el valor de mercado que “debería” tener la compañía si el mercado la valúa correctamente).

Una característica de la técnica del descuento de flujos es que combina información financiera con información del mercado de capitales. La primera proviene de los estados contables de la firma, como los balances, el estado de resultados y el estado de evolución del patrimonio neto, lo cual permite apreciar cómo ha sido el *management* de los activos y pasivos. La segunda se refiere a la volatilidad de las acciones de la firma, el rendimiento que se espera del mercado accionario en su conjunto, el rendimiento libre de riesgo, etc.

Existen dos métodos para valorar empresas a través de descuentos de flujos: el de Flujo de caja libre (FCF) y del Valor Actual ajustado (APV)

2.2.4.1 Flujo de caja libre (FCF free cash flow)

El flujo de caja libre es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos; es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto la necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras.

Por este método se realiza el descuento de los flujos de caja libres utilizando el coste promedio ponderado de los recursos (WACC por sus siglas en ingles). El *wacc* se

calcula ponderando el coste de la deuda y el coste de las acciones en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando a la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

Este método tienen sentido si la estructura financiera y el riesgo de la inversión son relativamente estables en el tiempo. Sin embargo, los analistas suelen tener que estimar el valor de una empresa que está pasando por algún tipo de transición, y en estos casos se espera que la estructura de capital cambie. En efecto, a menudo se compran empresas empleando una elevada proporción de deuda, que se va devolviendo con el tiempo hasta que la empresa alcanza lo que considera una estructura de capital apropiada. En estos casos, la asunción de un *wacc* fijo es inapropiada, y se recomienda el uso del método APV. (Fernández, 2008 y Titman,2007)

2.2.4.1 Valor actual ajustado (*APV adjusted present value*)

En este método, el cálculo del valor de la empresa se realiza sumando dos valores: por una parte, el valor de la empresa suponiendo que la empresa no tiene deuda y, por otra, el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda. El valor de la empresa sin deuda se obtiene mediante el descuento del flujo libre de caja, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda; esta tasa es conocida como *no apalancada* y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital. El valor actual de los ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, y se produce específicamente por el menor pago de impuestos que realiza la empresa debido a los intereses correspondientes a la deuda en el periodo; para hallar el valor actual de los ahorros fiscales habrá que calcular primero los ahorros por este concepto para cada uno de los años, multiplicando los intereses de la deuda por la tasa impositiva, una vez tengamos estos flujos habrá que descontarlos a la tasa que se considere apropiada; aunque la tasa de descuento a utilizar en este caso es un tema algo conflictivo, muchos autores proponen utilizar el coste de mercado de la deuda.

La ventaja del APV frente a los demás métodos, es que permite separar el valor creado por las decisiones de financiamiento del valor creado por la operación de la firma, es decir, el valor creado por sus activos. (Fernández, 2008)

2.2.4 Método de opciones reales⁴

Esta es de las últimas metodologías desarrolladas con respecto a la valoración de activos, aunque no por esto quiere decir que sea la mejor o más ajustada. Se basa en hacer un paralelo entre las opciones financieras, las cuales dan la posibilidad al tenedor de ejecutar una transacción o no hacerlo, y las empresas cuyos dueños tienen la posibilidad de liquidarlas o mantener la inversión.

La clave para valuar a la empresa como una opción se encuentra en la capacidad de discernir una simple correspondencia, entre las características de la empresa y las de una opción. De este modo, el valor de los activos operativos es semejante al precio de la acción; el período que la empresa espera antes de tomar una decisión es semejante al tiempo de expiración de la opción de compra; la incertidumbre acerca del valor de los activos operativos es capturado por la varianza de los retornos, y es análoga a la varianza de los retornos de la acción.

Llegados a este punto se utiliza un modelo de valoración de opciones. Básicamente hay tres métodos: el de Black y Scholes, el binomial y el basado en la simulación Montecarlo. El más común de utilizar en este tipo de casos es el primero. (Barrechene y Arenas, 2007 y Benítez 2013)

2.3 BENEFICIOS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Una vez descritos las principales características y fundamentos de los diferentes métodos de valoración, resulta importante detallar los beneficios y desventajas que ofrecen cada uno de ellos, con el fin de que nos ayude a determinar cuál método es el más idóneo para determinar el valor económico de la empresa La Fabril S.A.

Los métodos basados en el balance son métodos estáticos de valoración, y en consecuencia posee grandes debilidades en un mundo dinámico como el que nos movemos.

Entre sus debilidades cabe destacar la no contemplación de los futuros ingresos de la organización, la desestimación del valor tiempo del dinero y el desconocimiento del impacto de variables claves como la estacionalidad de ingresos y egresos de fondos. Omite además la reacción de la competencia y el comportamiento del mercado, absorbiendo todas

⁴ La oportunidad de toma de decisión sobre activos reales (aprovechamiento o descarte), entiéndase proyectos o empresas, se denomina opción real. Guevara y Méndez (2009)

las debilidades que la contabilidad actual posee como el desconocimiento de variables humanas relevantes como el conocimiento de las personas o el grado de compromiso de éstas. Además dependerá, muchas veces significativamente, de prácticas contables que no dejan de ser arbitrarias.

Sin embargo, justo es destacar sus fortalezas, y entre ellas la principal, por supuesto, que es sumamente sencillo lo que permite rápidamente tener un marco de referencia del valor de la firma, ya que la información organizada gracias a la partida doble, reflejará la situación económica de la empresa a un momento específico, y eso sin duda es una muy buena primera aproximación.

Los métodos de múltiplos o comparables, su importancia radica en la facilidad de cálculo, característica que ha generado una amplia utilización de este método para fijar rápidamente un parámetro indicativo del valor de una empresa. Son especialmente útiles cuando un gran número de firmas comparables están siendo comercializadas en mercados financieros y el mercado las valora correctamente en general. Es mucho más probable que una valoración por comparables refleje el ánimo actual del mercado, pues se trata de un intento de medir el valor relativo y no el intrínseco de un activo.

El principal problema en la utilización de múltiplos para valorar empresas consiste en lograr encontrar empresas “comparables” de las que se puedan extraer esos múltiplos para ser aplicados a la valoración de una empresa de interés. En nuestro medio esto puede ser especialmente difícil en la práctica dado que son muy pocas las empresas de capital abierto de las que se podrían extraer esos múltiplos. La utilización de múltiplos extraídos de empresas en otros países con mercados financieros más desarrollados (por ejemplo, Estados Unidos) también tiene problemas dado que los diferentes tratamientos contables entre naciones (por ejemplo, métodos de depreciación, créditos por inversión, métodos de valoración de inventarios, revaloración de activos, contabilidad de inversiones temporales y permanentes) podrían provocar que la utilización de un múltiplo particular no sea del todo adecuado. Además la facilidad con la que se puede armar una valoración por comparables, es decir, calcular un múltiplo y un grupo de firmas comparables, puede también resultar en estimaciones inconsistentes de valor, donde variables claves como el riesgo, crecimiento o potencial de flujo de caja son ignoradas.

En general, se puede argumentar que la utilización de un múltiplo es mejor cuando lo que se está valorando es ordinario y cuando existen disponibles benchmarks comparables. Es menos adecuado cuando lo que se quiere valorar es inusual o cuando no

existen múltiples de empresas realmente comparables en las dimensiones que se han anotado arriba.

Los métodos de descuento de flujo de fondos son métodos dinámicos que consideran que una empresa tiene valor en medida que sea capaz de generar un flujo de caja líquido para sus propietarios. Estos métodos tiene a su favor los siguientes factores: se basa en flujo de caja y no en magnitudes contables, recoge información tanto del balance como del estado de resultados, permite reflejar con mayor precisión circunstancias coyunturales (interna y externa) que pueden afectar el valor de la empresa, valora el efecto de diferentes estructuras de capital, considera el valor temporal del dinero, incorpora un análisis más detallado del riesgo. Una ventaja adicional de este método es que permite observar claramente los factores que generan o destruyen valor, convirtiéndose en una herramienta de gran utilidad para la toma de decisiones.

Su inconveniente estriba en la subjetividad que requiere la estimación de los flujos futuros. Otra de las desventajas es que su cálculo es complejo y exige que su elaboración se encargue a personas con el más alto nivel de comprensión de los factores internos y externos que afectan a la empresa.

La valoración de empresas a través del método de opciones permite ver, que incluso, empresas que están en problemas por tener un valor actual neto negativo tienen algún valor, de todas formas, definido como el valor de la opción en caso de que el escenario económico llegara a cambiar. En este caso, la aplicación práctica de este método es indicada en estas situaciones de empresas en dificultades, donde el valor actual neto es limitado. Otra ventaja es que considera el valor de la flexibilidad de realizar o no un proyecto en la valoración de una empresa. Además permite evaluar a empresas con altos niveles de apalancamiento o financiamiento, lo cual ayuda ya que en otros métodos de valoración esto puede causar complicaciones al momento de encontrar el valor de la empresa para los accionistas.

Por otro lado no es muy conveniente valuar acciones con este modelo, puesto que las acciones apalancadas es una secuencia de opciones relativas, incluyendo opciones sobre opciones (debido a que la deuda se paga y se vuelve a contraer). Para solventar el mencionado inconveniente se puede considerar a la deuda como una emisión de bono cupón cero que representaría todas las deudas que se pagaría y se volvería a contraer.

El modelo conlleva una gran complejidad en su desarrollo, pero la relación de las variables se cree que darán un resultado más real, ya que considera su nivel de riesgo derivado del apalancamiento financiero que cada empresa posee.

En el cuadro 2.1 se resumen los principales beneficios y desventajas de cada uno de los métodos descritos en los párrafos anteriores.

Cuadro 2.1 Beneficios y desventajas de los diferentes métodos de valoración

Métodos	Tipos	Beneficios	Desventajas
Contables	Valor contable	Muy sencillo y de fácil aplicación Justificación con documentos Rápido de valor de referencia	Se basa 100% en contabilidad que puede ser parcial No considera los posibles flujos futuros No considera el valor de dinero en el tiempo No considera estructura de capital
	Valor contable ajustado	Fácil aplicación	No considera los posibles flujos futuros Subjetividad en la valoración Dificultad en realizar ajustes
	Valor de liquidación	Fácil aplicación	Representa el valor mínimo de la empresa Subjetividad en la valoración Dificultad en determinar valores de liquidación
	Valor sustancial	Fácil aplicación Considera valores reales de activos y pasivos	No considera los posibles flujos futuros Dificultad en determinar valores de liquidación
Múltiplos	Múltiplo PER	Facilidad de cálculo Refleja la percepción del mercado Muy útil para empresas de capital abierto	Ratio influenciado por distintas prácticas contables Supone que el beneficio es perpetuo y constante Válido solo a empresas en mercado de capitales desarrollados
	Múltiplo de EBITDA	Facilidad de cálculo Puede comparar empresas de diferentes países Independiente del grado de apalancamiento	Ratio influenciado por distintas prácticas contables Supone que el beneficio es perpetuo y constante Dificultad para encontrar empresas 100% comparables
	Múltiplo de Ventas	Facilidad de cálculo Ventas más difíciles de manipular Puede utilizarse en empresas con resultados negativos	No refleja la capacidad de la empresa en el manejo de su estructura de costos, gastos y mejora en los márgenes. Dificultad para encontrar empresas 100% comparables
Flujos Descontados	Flujo libre de caja	Considera perspectivas de crecimiento de la empresa Considera el valor del dinero en el tiempo Incorpora un análisis detallado del riesgo Identifica factores creadores de valor	Complejidad en el cálculo Subjetividad en la valoración Supone una estructura de capital y costo deuda constante No considera el ahorro fiscal generado por la deuda financiera
	Valor presente ajustado	Considera perspectivas de crecimiento de la empresa Considera el valor del dinero en el tiempo Incorpora un análisis detallado del riesgo Considera una estructura de capital variante Considera el ahorro fiscal generado por la deuda financiera Separa los efectos financieros de los efectos operativos	Complejidad en el cálculo Subjetividad en la valoración Uso de varias tasas de descuento
Opciones reales	Modelo Black and Scholes	Recomendado para valorar empresas con altos niveles de financiamiento. Considera altas volatilidades en las variables de la fórmula de aplicación Se incorpora factores de riesgo a la valoración de la empresa. Puede utilizarse en empresas con resultados negativos	Para empresas que no poseen alto grado de financiamiento no es un modelo adecuado. Se debe tener información suficiente de la empresa que se va a valorar así como una base de datos adecuada. El modelo conlleva una gran complejidad en su desarrollo Asume una única fecha de ejercicio lo que la hace diferente de las situaciones reales.

Fuente: Elaboración propia con base en Fernández (2008), Preyra (2008) y Jenkins (2012)

Como hemos podido comprobar existe una gran variedad de métodos de valoración a nuestra disposición. Depende de nosotros el determinar, en cada caso concreto, dependiendo de las características peculiares de cada empresa, el más idóneo.

3 METODOLOGÍA

3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

A partir de todo lo expuesto en el capítulo 2 he considerado que el método de valoración más idóneo para estimar el valor económico de la empresa La Fabril S.A., es el método de descuento de flujo bajo el enfoque del Valor actual ajustado (APV adjusted present value).

Descarto los otros métodos ya que tienen falencias relevantes, así tenemos, los métodos basados en el balance y el método de múltiplos se basan en cifras contables, las cuales muchas veces están expuestos a normas contables arbitrarias, además que se basan solo en cifras históricas sin considerar las perspectivas de futuro; en cuanto al método de opciones reales me pareció muy complicado y que no se ajustaba a la realidad y factores que afectan a la empresa a analizar.

El método de flujo de fondos descontados parece ser el método más adecuado conceptualmente para valorar una empresa, dado que percibe a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y por ello la valora en la medida que sea capaz de generar dichos flujos para sus propietarios, lo que nos obliga a introducirnos en el detalle de las cifras, forzándonos a un estudio línea por línea.

Otro factor que me llevó a inclinarme por este método es que toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo, además que considera la estructura de capital de la empresa y toma en consideración los riesgos a que se expone la compañía.

De este método se critica la subjetividad al momento de proyectar los flujos y al determinar las tasas a descontarlos; pero ésta se puede minimizar soportando los supuestos en adecuados análisis macroeconómicos, a nivel de industria y a nivel empresarial.

En cuanto a elegir el enfoque APV frente al de los flujos libres de caja fue debido a que el primero considera el ahorro fiscal a causa de un menor pago de impuestos por tomar deuda financiera, además que permite separar el valor creado por las decisiones de financiamiento del valor creado por la operación de la firma, es decir, el valor creado por sus activos.

3.2 DESCRIPCION DEL MODELO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

Los componentes y pasos a seguir para la implementación del modelo de descuento de flujo mediante el enfoque APV, se desarrollarán en este apartado.

3.2.1 Flujos de caja esperados

Los flujos de caja desapalancados se obtienen tomando el beneficio operativo después de impuestos, al que se le agrega las amortizaciones (pues no consumen fondos), se le deduce los aumentos en activos fijos y se le añade o deduce, según corresponda, las variaciones en el capital de trabajo. Es decir, que es el exceso de flujo de caja generado por una empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los suministradores de capital, a saber, accionistas y acreedores. Representa el flujo de fondos que genera la empresa, con independencia de cómo es financiada. Y esta es la razón por la cual debe observarse cuidadosamente que, como es considerado después de impuestos, el tributo que se le deduce no es necesariamente igual al tributo pagado, sino que este último se calcula sobre el resultado operativo, es decir el impuesto que la empresa hubiera pagado si no hubiese financiado parte de sus aplicaciones con capital de terceros.

Los flujos de caja esperados pueden ser separados en dos periodos: el llamado periodo de planificación y posterior a este, donde se estima el valor residual.

En el periodo de planificación se realizan proyecciones explícitas y detalladas de los flujos de caja de la empresa durante un número limitado de años, por lo general 5 años.

El valor residual, es el valor del cash flow esperado por la empresa después del período explícito de la proyección. Existen varias formas de estimarlo, una muy usual es utilizar el modelo de crecimiento de Gordon que consiste en calcular ese valor como una perpetuidad en la que se asume que la empresa continuará creciendo indefinidamente a un cierto ritmo; más específicamente, se toma el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año n y se asume que ese flujo crecerá de manera perpetua al ritmo de crecimiento antes indicado, de esa forma, el valor residual sería el valor presente de esa serie de flujos de caja. Para estimar el valor residual, también se utilizan algunas veces múltiplos de utilidades o valor contable del patrimonio, aunque estos métodos no pueden recomendarse por la dificultad de encontrar un múltiplo que se pueda considerar apropiado.

3.2.2 Ahorro fiscales por intereses

El concepto de ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, y se produce específicamente por el menor pago de impuestos que realiza la empresa debido a los intereses correspondientes a la deuda en cada periodo. Para hallar el

valor de los ahorros fiscales se multiplica los intereses de la deuda por la tasa impositiva. Se deben calcular los ahorros fiscales del periodo de planificación y los del valor residual.

3.2.3 Tasas de descuentos

Las tasas de descuento a elegir dependen del flujo que vayamos a actualizar, así tenemos:

Los ahorros fiscales se descuentan a la tasa del coste de la deuda, este se obtiene tomando un promedio ponderado del coste de todos los pasivos financieros que tiene la empresa.

Los flujos de caja desapalancados se descuentan utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda, esta tasa es conocida como *no apalancada* y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital. Esta tasa se puede obtener a partir del modelo de valuación de activos de capital (CAPM por sus siglas en inglés) a través de una ecuación sencilla, se suma al rendimiento libre de riesgo, una prima por el riesgo que se corre invirtiendo en dicho activo, variando la prima de riesgo según la beta desapalancada de la empresa.

Teniendo claro cada uno de los componentes, a continuación se resume en 7 pasos el cálculo del valor de la empresa a través del modelo de descuento de flujo mediante el enfoque APV

1. Realizar un análisis del sector externo e interno donde se desenvuelve la empresa, esto con el fin de estimar con mayor precisión flujos futuros, tasas de crecimientos, escenarios.
2. Estimar los flujos de caja desapalancados
3. Estimar el valor residual
4. Descontar los flujos y el valor residual a la tasa de los recursos propios desapalancados
5. Estimar los ahorros fiscales
6. Descontar los ahorros fiscales a la tasa del coste de la deuda
7. Por último, sumar los valores obtenidos del descuento de los flujos de caja, el valor residual y de los ahorros fiscales

Es muy importante realizar un análisis de escenarios, alterando algunos de los factores claves (tasa de crecimiento, costes de deuda, etc), con el fin de profundizar en el riesgo que la empresa se enfrenta.

3.3 FUENTES DE INFORMACIÓN

Las fuentes de información que utilizaremos para la aplicación de este método serán las siguientes:

Para el análisis externo se utilizarán fuentes secundarias información publicada en las páginas web de las siguientes instituciones: Banco Central del Ecuador (BCE), Instituto Nacional de Estadísticas y Censo (INEC), Superintendencia de Compañías (SIC), Servicio de Rentas Internas (SRI), Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera (ANCUPA), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), así como artículos en periódicos y revistas relacionados al tema.

Para el análisis interno se utilizarán fuentes primarias como los reportes de gestión, informes de mercadeo y presentaciones de perfil corporativo.

Para la determinación de los flujos de caja y valor residual se utilizarán fuentes primarias como los Estados Financieros históricos y Presupuestos comerciales y de capex.

Para la determinación de las tasas de descuentos se recurrirá a los Informes de endeudamiento de la empresa e información publicada en páginas web, esta última para consultas betas desapalancadas, prima de riesgo y tasa libre de riesgo.

4. ANÁLISIS DE LA FABRIL S.A.

4.1 ANÁLISIS EXTERNO

Luego de la desaceleración mostrada por la economía ecuatoriana en el año 2013, producto en gran medida al menor dinamismo de la demanda externa y la volatilidad de los mercados financieros, se estima que en el presente periodo recupere una tendencia ascendente llegando a alcanzar una tasa de crecimiento a nivel agregado superior al 4%⁵. La demanda interna se sostiene apoyada en la elevada inversión pública prevaleciente, y los desequilibrios que se observan, particularmente en el comercio exterior, se están corrigiendo con medidas que incentivan la producción de la industria local.

Dado el crecimiento sostenido de la capacidad de compra de la población ecuatoriana, la demanda de sectores relativos a las necesidades básicas del consumidor, muestra una tendencia al alza favoreciendo la actividad de las empresas partícipes de las cadenas de producción de estos sectores. Este es el caso de la industria alimenticia en la cual se observa un sostenido crecimiento en los resultados alcanzados en los diferentes partícipes de la cadena de valor, desde las unidades de producción hasta las cadenas de distribución.

4.1.1 Contexto macroeconómico

Según informe de las Naciones Unidas, la economía mundial tuvo un crecimiento moderado de apenas un 2,1% en 2013. Mientras la mayoría de las economías desarrolladas continuaron enfrentándose con el desafío de implementar políticas fiscales y monetarias adecuadas para enfrentar las secuelas de la crisis financiera, varias economías emergentes, que ya tuvieron una desaceleración importante en los últimos dos años, hallaron nuevas turbulencias tanto domésticas como internacionales en 2013. Sin embargo, algunos síntomas positivos han emergido recientemente. La zona euro finalmente ha salido de una prolongada recesión y el producto interno bruto (PIB) comenzó nuevamente a crecer; la economía de los Estados Unidos de América continúa recuperándose; y algunas grandes economías emergentes, incluyendo China, parecen haber evitado una desaceleración mayor e incluso podrían fortalecer su crecimiento. El producto bruto mundial (PBM) se espera crezca en un 3.0% y un 3.4% en 2014 y 2015, respectivamente.

⁵ FMI pronostica 4.2% y Cepal 4.5%

La CEPAL manifiesta que en el año 2013, América Latina y El Caribe (ALC) registró un crecimiento modesto de 2,6%, cifra inferior al 3,1% de 2012. En el informe del FMI titulado Perspectivas económicas: Las Américas, publicado el 24 de abril en Lima, Perú, se proyecta que el crecimiento regional será de 2,5% en 2014. El débil crecimiento de la inversión y la demanda moderada de las exportaciones de la región frenaron la actividad en 2013, al igual que los cuellos de botella del lado de la oferta cada vez mayores en varias economías. Para 2015, el FMI proyecta un repunte moderado, al 3%.

Por su parte, en el 2013, la economía ecuatoriana presentó un crecimiento real de 4.5%, casi 2 puntos porcentuales por encima del promedio de la región (2,6%). El crecimiento de 2013, supera el crecimiento previsto por la CEPAL (3,8%) en 0,7 puntos porcentuales.⁶ Se espera que la economía ecuatoriana en el 2014 crezca más del 4%.

Legislación ecuatoriana

El Gobierno durante los últimos años ha promovido reformas legales en temas tributarios y de producción como el Código de la Producción, Ley de Regulación y Control del Poder de Mercado o Antimonopolio, Ley de Aguas y Distribución de Tierras, Ley Orgánica Reformatoria a la Ley de Minería, a la Ley Reformatoria para la Equidad Tributaria en el Ecuador y a la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno, Ley Orgánica de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social, dentro de las más destacadas. Actualmente, se está discutiendo las leyes y regulaciones en materia económica, en junio de 2013, el Gobierno anunció una reforma a la Ley de Abono Tributario para mitigar los impactos por la renuncia a las preferencias arancelarias andinas (ATPDEA). Adicionalmente, en julio de 2013, la Asamblea Nacional aprobó el proyecto de Ley Orgánica de Incentivos para el Sector Productivo, que busca fomentar la producción nacional, la productividad y competitividad así como impulsar la inserción estratégica del país en la economía mundial mediante incentivos a los exportadores del país, en sectores preferentes según el cambio deseado en la Matriz Productiva.

Producción Nacional ⁷

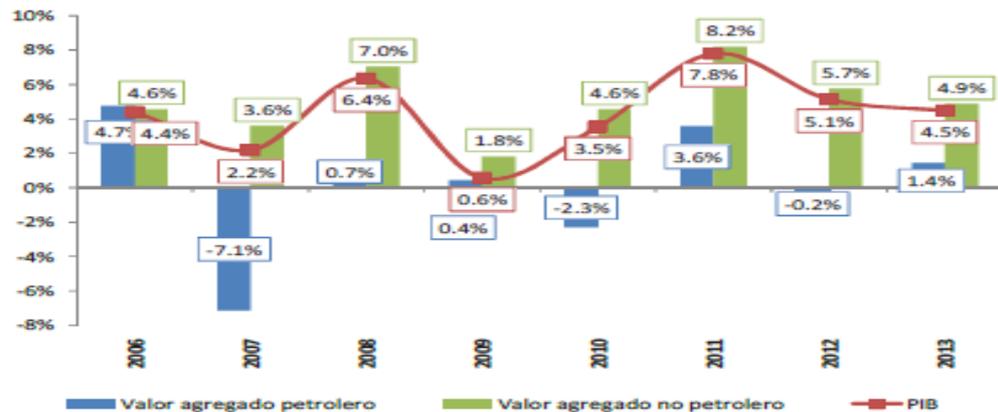
Durante el año 2013, la economía ecuatoriana presentó un crecimiento real de 4,5%. Al igual que en los últimos 9 años, el valor agregado no petrolero impulsó la

⁶ Ministerio Coordinador de la política económica, Indicadores macroeconómicos Abril-2014

⁷ Ministerio Coordinador de la política económica, Indicadores macroeconómicos Abril-2014

actividad económica en 2013, contribuyendo a la variación anual del PIB con el 4,15%; mientras que el sector petrolero contribuyó con el 0,15%, y otros elementos del PIB con el 0,19%.

Gráfico 4. 1 Producto Interno Bruto - Variación anual



Fuente: Ministerio Coordinador de la Política Económica

Inflación.⁸

En julio de 2014, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró las siguientes variaciones: 0,40% la inflación mensual; 4,11% la anual y 2,31% la acumulada; mientras que para el mismo mes en el 2013 fue -0,02%, la inflación mensual; 2,39% la anual y 0,92% la acumulada.

Las divisiones de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas; y, la de Transporte fueron las que más contribuyeron a la variación del mes de julio del IPC. Además la variación mensual de estas divisiones fueron de 0,69% y de 0,58%, en su orden.

El valor de la canasta familiar básica se ubicó en 637,00 dólares, mientras que el ingreso familiar (1,6 perceptores) en 634,67 dólares, esto implica una cobertura del 99,63% del costo total de dicha canasta.

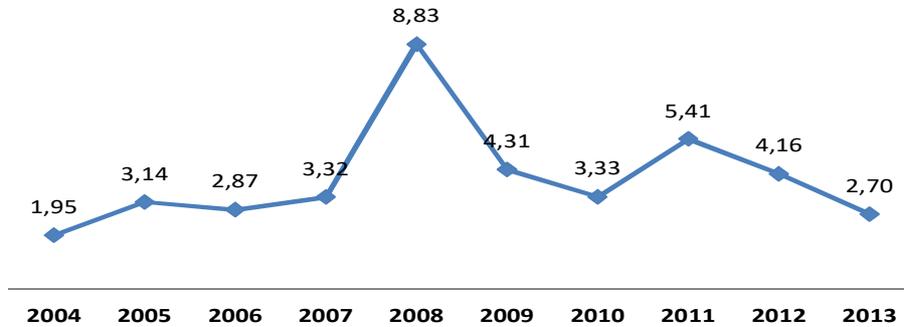
El Índice de Precios del Productor (IPP) fue de 1.746,50; mostrando una variación mensual de 0,90% frente a -0,34% alcanzado en el mismo mes del año anterior, a su vez la variación anual del IPP es de 3,84%, el año anterior la cifra alcanzó el 1,13%.

Finalmente, el índice de intermediación (IBRE-I) en el mes de análisis es de 100,88; lo cual representa una variación en el último mes de -1,87%, frente al 4,95% del mismo mes del año anterior.

⁸ Instituto Nacional de Estadística y Censos – Informe inflación julio-2014

Si analizamos los niveles de inflación de los últimos 10 años, encontramos que se ubican muy por debajo del 5% (excepto en el 2008)

Gráfico 4. 2 Evolución de la inflación anual del Ecuador (Porcentajes)

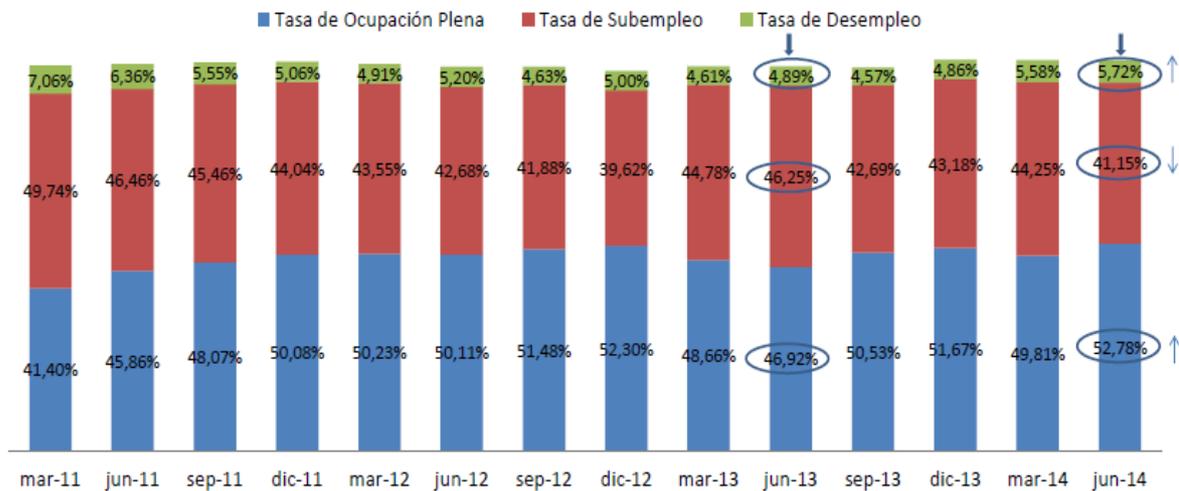


Fuente: Banco Central del Ecuador

Empleo, Subempleo y Desempleo⁹

En junio 2014, a nivel urbano, la tasa de ocupados¹⁰ plenos se situó en 52,78%, mientras que la tasa de subempleados¹¹ en 41,15%.

Gráfico 4. 3 Evolución mercado laboral en Ecuador - Nivel Urbano



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

⁹ Instituto Nacional de Estadísticas y Censo – Informe desempleo Junio-2014

¹⁰ Población constituida por personas ocupadas de 10 años y más que trabajan, como mínimo, la jornada legal de trabajo y tienen ingresos superiores al salario unificado legal y no desean trabajar más horas (no realizaron gestiones), o bien que trabajan menos de 40 horas y sus ingresos son superiores al salario unificado legal y no desean trabajar más horas (no realizaron gestiones).

¹¹ Personas que trabajaron o tuvieron un empleo durante el período de referencia considerado, pero estaban dispuestas y disponibles para modificar situación laboral a fin de aumentar la duración

Comparado con junio 2013 la tasa de ocupación plena aumentó casi 6 puntos porcentuales. Si se realiza la comparación entre marzo de 2011 y junio 2014, se observa que existe un cambio en la estructura del mercado laboral. Así, en marzo de 2011 la mayor parte de la Población Económicamente Activa (PEA) estaba en el subempleo (49,74%), y solo el 41,4% eran ocupados plenos. En junio de 2014, la tasa de ocupación plena supera en 11,6 puntos porcentuales a la tasa de subempleo.

En cuanto al desempleo se observa que durante el último año la tasa de desocupación experimentó un incremento de casi un punto porcentual al pasar de 4,89% en junio de 2013 a 5,72% en el mismo mes de 2014. Al analizar la evolución de este indicador desde marzo de 2011 (7,06%), se evidencia una reducción de 1,34 puntos porcentuales. A nivel geográfico Machala es la ciudad con menor desempleo con el 3,08%, seguida de Cuenca (3,37%), mientras que Guayaquil y Ambato tienen las mayores tasas de desempleo 6,97% y 5,04%, respectivamente. Según el INEC, los cambios de este indicador entre junio de 2013 y 2014 no son estadísticamente significativos en ninguna de las ciudades.

Sistema financiero ¹²

El volumen de crédito del sistema financiero nacional entre enero y marzo de 2014, se ubicó en USD 6.518 millones, equivalente a un incremento de USD 784 millones y un ritmo de crecimiento de 13,7% en relación al mismo período de 2013. Por otro lado, en lo que se refiere a nivel de participación en el mercado de crédito, el sistema financiero privado mantuvo una participación de 84,7%, BIESS (Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social) de 10,5% y el resto de la banca pública 4,7%. De manera particular, el sistema financiero privado (incluido BIESS), presenta una variación positiva de 16,27% en términos anuales (USD 885,65 millones). Por otro lado, en lo que se refiere al volumen de crédito del Sistema Financiero Público se presenta una desaceleración en la concesión de crédito de -34,7% en términos anuales (USD 100,75 millones).

A nivel de segmento de crédito del sistema financiero nacional, el productivo mantiene la primera posición dentro del total del crédito colocado en el periodo enero-marzo del 2014, en segunda posición se encuentra el segmento de consumo, el volumen de crédito del segmento microempresarial se ubica en la tercera posición y en última posición se encuentra el crédito de vivienda.

¹² Ministerio Coordinador de la política económica, Indicadores macroeconómicos Abril-2014

En lo relacionado a las tasas de interés, tanto activas como pasivas, permanecieron fijas hasta abril 2014, a partir de mayo 2014 han variado de forma mensual. El spread de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de junio 2014 fue de 3.00%.

Gráfico 4. 4 Evolución tasas de interés (Porcentajes)

TASA DE INTERES ACTIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES												
Segmento	jun-11	dic-11	jun-12	dic-12	jun-13	dic-13	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14
Segmento Corporativo	8,17	8,17	8,17	8,17	8,17	8,17	8,17	8,17	8,17	8,17	7,64	8,19
Productivo empresarial	9,53	9,53	9,53	9,53	9,53	9,53	9,53	9,53	9,53	9,53	9,46	9,54
Productivo Pymes	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20	11,20	11,08	11,28
Consumo	15,91	15,91	15,91	15,91	15,91	15,91	15,91	15,91	15,91	15,91	15,96	15,99
Vivienda	10,64	10,64	10,64	10,64	10,64	10,64	10,64	10,64	10,64	10,64	10,92	10,89
Microcrédito Minorista	28,82	28,82	28,82	28,82	28,82	28,82	28,82	28,82	28,82	28,82	28,40	28,54

TASA DE INTERES PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO												
Plazo en días	jun-11	dic-11	jun-12	dic-12	jun-13	dic-13	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14
30-60	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	4,05	4,03
61-90	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	4,52	4,73
91-120	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93	4,93	5,33	5,36
121-180	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,66	5,84
181-360	5,65	5,65	5,65	5,65	5,65	5,65	5,65	5,65	5,65	5,65	6,30	6,29
>360	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	7,30	7,19
General	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	4,53	5,11	5,19

Fuente: Banco central del Ecuador

Balanza Comercial ¹³

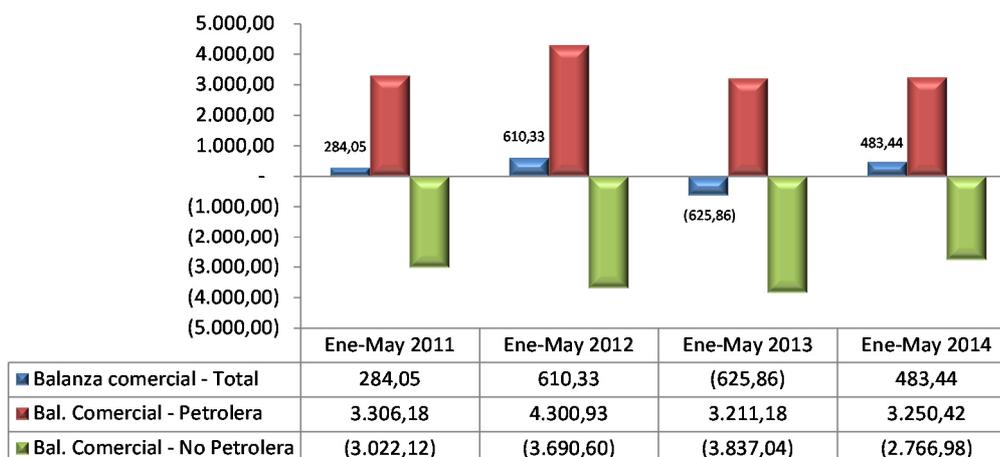
La Balanza Comercial durante el período enero-mayo 2014, registró un superávit de USD 483,44 millones, resultado que al ser comparado con el obtenido en el mismo período del año 2013, que fue de USD -625,86 millones, significó una recuperación del comercio internacional ecuatoriano de 177,2%.

La Balanza Comercial Petrolera, en el período enero-mayo de 2014 presentó un saldo favorable de USD 3.250,42 millones; 1,2% más que el superávit obtenido en los cinco primeros meses del año 2013 que fue de USD 3.211,18 millones, debido a un aumento en el volumen exportado de 7,5%, a pesar de que el precio promedio del barril exportado cayó en 2,2%.

Por su parte la Balanza Comercial no Petrolera, registrada entre los meses de enero y mayo de 2014, disminuyó su déficit en 27,9%, frente al saldo contabilizado en el mismo período del año 2013, al pasar de USD -3.837,04 millones a USD -2.766,98 millones.

¹³ Banco Central del Ecuador – Informe evolución de la Balanza Comercial Enero-Mayo 2014

Gráfico 4. 5 Evolución Balanza Comercial Ecuatoriana (Millones de US\$)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Inversión extranjera directa¹⁴

El flujo neto de la inversión extranjera directa en Ecuador alcanzó US\$ 725,1 millones durante el 2013, lo que significó un incremento de US\$ 140,4 millones en relación al 2012 (US\$ 584,6 millones) y también fue superior al 2011 (US\$ 643,6 millones).

La mayor colocación de recursos se hizo en el sector de explotación de minas y canteras, con US\$ 252,9 millones, a continuación se ubica industria manufacturera (US\$ 137,9 millones), servicios prestados a las empresas (US\$ 115,2 millones), comercio (US\$ 106,8 millones), el sector construcción (US\$ 68,7 millones), electricidad, gas y agua (US\$ 39,2 millones) y agricultura, caza y pesca (US\$ 25,45 millones).

Los países que más invirtieron en Ecuador en el 2013 fueron: Uruguay (US\$ 115,2 millones), China (US\$ 94,3 millones), México (US\$ 91,0 millones), España (US\$ 70,8 millones), Italia (US\$ 60,7 millones), y Panamá (US\$ 53,9 millones).

Precios internacionales de materias primas¹⁵

Según el Fondo Internacional, los mercados de futuros muestran la mayoría de los precios de los *commodities* en declive o permanecer planos en los próximos 12 meses (desde abril 2014), con excepción del gas natural, el café y el trigo. Se espera que los precios del gas natural se eleven en los próximos meses para ayudar a reemplazar los

¹⁴ Banco Central del Ecuador – Informe Inversión extranjera directa Primer trimestre 2014

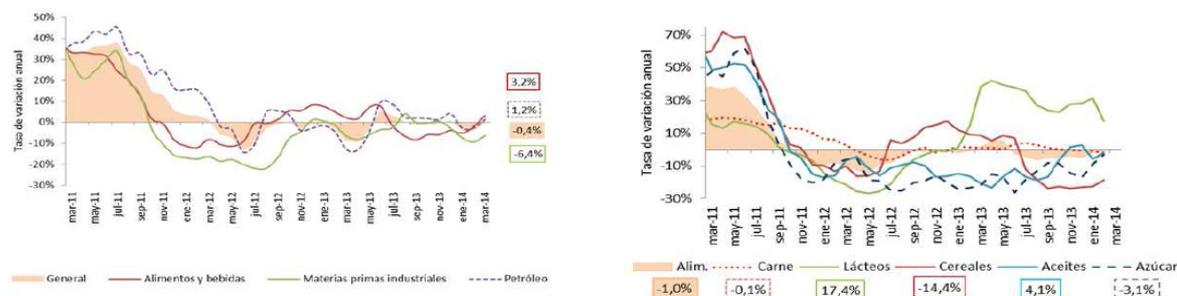
¹⁵ Ministerio Coordinador de la política económica, Indicadores macroeconómicos Abril-2014

inventarios agotados, lo que refleja la demanda estacional. Los precios de futuros de cobre y oro siguen mostrando estabilidad.

Los precios del café podrían aumentar en un 6% en los próximos 12 meses, ya se espera que las condiciones meteorológicas adversas que restringirá la oferta. Respecto a los precios del trigo se estima un aumento en alrededor del 7% para el próximo mes de abril, debido a preocupaciones de suministro en los EE.UU. y la región del Mar Negro.

El índice de la FAO¹⁶ del precio de los alimentos alcanzó un 2.3 % más que en febrero de 2014. El aumento se debió en gran medida a las condiciones meteorológicas adversas que afectaron a algunos cultivos y a las tensiones geopolíticas en la región del mar Negro, destacándose un incremento en el azúcar y los cereales.

Gráfico 4. 6 Variación anual de los Índices de Precios Internacionales



Fuente: Ministerio Coordinador de la Política Económica

La economía ecuatoriana durante el año 2013, presentó un escenario estable, fundamentado en los indicadores macroeconómicos y las perspectivas de crecimiento de los organismos especializados, sin embargo, el Gobierno anunció la eliminación de los subsidios de gas y gasolina, lo que modifica el comportamiento de los agentes económicos en el largo plazo, específicamente a partir del año 2016, cuando se prevé el cambio.

4.1.2 Sector palmicultor

En conexión con la cadena de oleaginosas se encuentra el sector palmicultor como uno de los principales proveedores de materia prima. Esta actividad además impulsa el entorno económico de extensas zonas del Ecuador, no solo por el cultivo de esta

¹⁶ *Food and Agriculture Organization: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura*

oleaginosa perenne, sino por los negocios que surgen alrededor de la misma. Se calcula que el sector genera 77.143 empleos directos y 60.000 empleos indirectos¹⁷

El sector se encuentra en constante desarrollo, estando conformado por más de 7 mil palmicultores, de los cuales el 87% cuentan con superficies de menos de 50 hectáreas¹⁸, y cuya producción es absorbida por 42 plantas extractoras de aceite rojo y 5 extractoras de aceite de palmiste. Como ente aglutinador de los productores de palma se encuentra la Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera (ANCUPA), que actúa como motor de organización, capacitación, transferencia tecnológica, investigación y promoción, y cuenta además con un brazo comercializador: la Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma y sus Derivados (FEDAPAL). Adicionalmente, se encuentra la Asociación Ecuatoriana de Extractores de Palma y sus Derivados (AEXPALMA) que agrupa a empresas extractoras de aceite de palma del Ecuador con participación minoritaria en la industria refinadora de aceites.

La superficie cultivada de palma aceitera se estimaba en 280 mil Ha en el año 2013, mostrando un incremento anual de 7%¹⁹ y con un significativo nivel de concentración en la provincia de Esmeraldas principalmente (que representaba 61% del total), a la que se suman cultivos localizados en Los Ríos, Sucumbíos, Orellana, Pichincha y Santo Domingo. En el año 2013, la producción de aceite crudo de palma alcanzó 500 mil TM aproximadamente, de las que 43,25% se destinaron al consumo interno y la diferencia a la exportación. La producción de aceite crudo de palma aceitera se ha incrementado en 87% durante los últimos 14 años al pasar de 267 mil TM en 1999 a 499 mil TM en 2013²⁰, estimándose que actualmente se producen 506 mil TM de aceite crudo de palma²¹, de las cuales cerca de la mitad son consumidas localmente y la diferencia se destina a exportación.

Respecto a los precios de comercialización, cabe indicar que el precio internacional del aceite de palma reflejó variaciones importantes durante los últimos años, con una tendencia creciente en el 2007 hasta alcanzar en marzo de 2008 un pico de US\$1.249 por tonelada que luego se redujo a US\$ 488 en noviembre de 2008, retomando posteriormente el comportamiento creciente hasta febrero de 2011 cuando llegó a US\$ 1,292 a partir de lo

¹⁷ Fedapal: ¿Qué significa el cultivo de palma para el país?

¹⁸ www.hoy.com.ec (edición 28 de Marzo de 2012)

¹⁹ www.hoy.com.ec (edición 28 de Marzo de 2012)

²⁰ Fedapal: Producción, consumo y excedente de aceite de palma

²¹ www.ecuadorinmediato.com (edición 26 de Mayo 2014)

cual se evidenció una disminución paulatina, cerrando el año 2011 en US\$ 1.027 y el año 2012 en US\$ 776; en 2013 retomó su comportamiento creciente cerrando el año con un precio de US\$ 847,50. Al 22 de agosto de 2014 su precio se ubica en US\$ 685.²²

A pesar que el Ecuador es un país exportador de aceite crudo de palma en cerca del 50% de su producción (alrededor de 250.000 toneladas son exportadas), lo cual no representa ni el 5% de la producción mundial liderada por Malasia e Indonesia. Por esta razón, dado el excedente de producto exportado en el Ecuador y que su producción no es relevante en la oferta mundial, el mercado local se rige bajo el movimiento del precio internacional de aceite de palma

4.1.3 Industria manufacturera

De acuerdo a las cifras preparadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), uno de los segmentos que mantiene una importancia significativa dentro de la estructura económica del país es el de “Manufactura”(sin incluir refinación de petróleo), con una contribución al Producto Interno Bruto (PIB) de 12% en el ejercicio 2012, y mostrando un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía total que resultó en un crecimiento promedio de 4.7% desde el año 2007, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento promedio de 4.3% en igual lapso. En el año 2010 el PIB del sector tuvo una variación real de 5.1%, mientras que en el año 2011 aumentó a 5.7%, tendencia que continuó en el ejercicio 2012 en que se alcanzó un crecimiento real de 5.6% (versus 5.1% para el total de la economía), mientras en los tres primeros trimestres de 2013 se registraba una expansión de 3.7% respecto a la producción del sector en igual lapso del año previo (4.0% para el PIB total). Proyecciones oficiales preveían un crecimiento de 4.7% en el 2013 para el total de la economía y de 5.8% para el sector Manufactura.

4.1.4 Sector manufactura de aceites y grasas

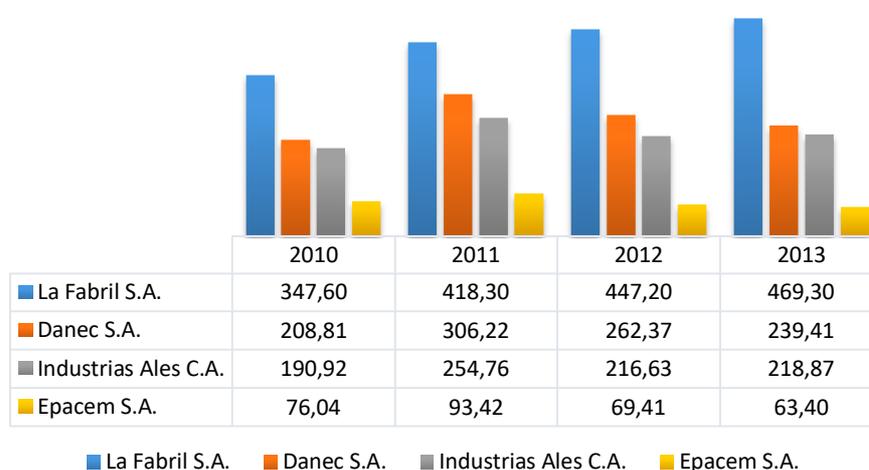
El rubro “Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal” está comprendido dentro del grupo “Industria Manufacturera” (se excluye la refinación de petróleo), y según cifras del BCE ha reportado una producción en los tres últimos años que significó alrededor de 3,7% respecto a la producción total de la industria manufacturera, y una tasa de crecimiento real anual de 0,4% en promedio durante los tres últimos años.

²² Ancupa: Estadísticas

Según cifras del Censo Económico 2010 llevado a cabo por el INEC, el total de ingresos anuales por ventas de la actividad “Elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal” superaban los US\$ 900 millones, correspondientes a un total de 51 empresas.

Los principales actores de este sector están dados por industrias como La Fabril S.A. (con ventas de US\$ 469 millones en el año 2013, incluyendo ingresos por productos de limpieza), Industrial Danec S.A. (US\$ 239,41 millones), Industrias Ales C.A. (US\$ 218,87 millones) y Epacem (US\$ 63,4 millones).²³

Gráfico 4. 7 Ingresos principales actores sector aceites y grasas (Millones de US\$)



Fuente: www.ekosnegocios.com

Adicionalmente, y considerando la importancia que tiene para esta actividad económica, el análisis del sector incluye la cadena de oleaginosas, que constituye un importante *clúster*²⁴ en la economía nacional por su volumen económico, consumo y comercio, lo que le da un peso significativo en la conformación de la canasta familiar, haciendo que las decisiones sobre estas actividades sean de gran sensibilidad política. La cadena de oleaginosas incluye la extracción, refinación y procesamiento industrial de aceites y grasas vegetales (como son los aceites comestibles, mantecas, margarinas industriales y de mesa, jabones de lavar y de tocador, productos de limpieza, balanceados, biodiesel y otros). Las etapas principales de esta cadena incluyen la producción primaria de

²³ www.ekosnegocios.com

²⁴ Concentraciones de empresas e instituciones interconectadas en un campo particular para la competencia

los insumos agrícolas, el procesamiento de éstos para obtención de subproductos y el procesamiento industrial para la obtención del producto final de consumo.

Los elementos que actúan como eje aglutinante de sus distintos eslabones en esta cadena son aceite y grasa crudos extraídos en ambos casos de distintas fuentes primarias agropecuarias (como son grano o fréjol de soya, pepa o semilla de algodón, semilla de girasol, fruto y almendra de la palma), y que se constituyen en materia prima fundamental para los procesos industriales posteriores que terminan en la obtención de productos intermedios (aceites crudos en bruto, oleína, estearina, aceites refinados y sebos) y cuyo fin en la cadena lo constituyen fundamentalmente los aceites comestibles líquidos o sólidos que pueden ser puros o mezclados, las margarinas y las mantecas. Adicionalmente, de los procesos mencionados se puede generar también materia prima para la elaboración de biocombustibles.

Según información de participantes de la industria, el tamaño estimado del mercado en el país de varios de los productos de consumo final generados por esta industria alcanzó en el año 2012 cifras importantes según el siguiente detalle: aceites comestibles US\$265 millones, margarinas de consumo US\$62 millones, mantecas de consumo US\$50 millones, margarinas de panificación US\$22 millones y mantecas de panificación US\$28 millones.

El mercado de grasas en Ecuador cuenta con la presencia de 4 participantes principales. En primer lugar está La Fabril S.A. con el 51% de participación, misma que mantiene una fortaleza industrial dado su alto nivel de investigación y desarrollo. En segundo lugar se encuentra DANEC S.A. ocupando el 22% de participación presentando como su mayor fortaleza una integración vertical del 100%. A estas empresas, le sigue industrias ALES C.A. con el 10% de participación en el mercado desarrollando un modelo mixto. Finalmente, el 1% restante corresponde a EPACEM que se destaca por poseer su propia provisión de materia prima.

Cuadro 4. 1 Participación principales actores mercados aceites y grasas

Linea de Negocio	Tamaño Mercado (Millones de dólares)	Participaciones de mercado (porcentajes)			
		La Fabril S.A.	Danec S.A.	Industrias Ales C.A.	Epacem S.A.
Aceites comestibles	265,23	64,60	22,60	9,00	0,80
Margarinas de consumo	62,28	10,62		3,30	
Mantecas de consumo	50,10	14,80	50,80	26,90	7,10
Margarinas de panificación	22,03	71,20	14,60	7,10	
Mantecas de panificación	27,91	59,00	15,70	7,30	
Total	427,55	50,88	21,75	10,06	1,33

Fuente: Informe participaciones de mercado de La Fabril S.A.

Cabe mencionar que las empresas productoras de aceite y sus fracciones se dedican a la siembra, cosecha, extracción y procesamiento con miras de satisfacer la demanda y necesidades de los clientes locales e internacionales de grasas, aceites comestibles y jabones en barra.

Por otro lado, el mercado local de biodiesel depende de las políticas públicas para su inicio y desarrollo. Mediante Decreto Ejecutivo 1303 de septiembre de 2012 se estableció que en un plazo de 8 meses el diésel Premium, usado en el sector automotor y comercializado en las gasolineras del país, tenga una mezcla del 5% de biocombustible vegetal de producción nacional, que se incrementará de forma gradual hasta llegar al 10%.²⁵

Se ha indicado que la implementación del plan se iniciará en una ciudad piloto (Guayaquil) para luego expandirse a la región Costa y después a todo el país. Se estima que esta fase piloto requeriría un abastecimiento de 80 mil TM anuales de aceite crudo de palma con lo cual el mercado local no se vería afectado en abastecimiento dado el excedente existente y que en la actualidad se exporta. El plan contempla que luego de 5 años cuando esté implementado en todo el país, cerca de 200 mil TM anuales de aceite crudo de palma se destinarían a biodiesel, para lo cual se planea fomentar nuevos cultivos de palma aceitera que permitan seguir exportando aceite crudo de palma, generando divisas y asegurando la provisión propia de biodiesel. En previsión de esto, el Decreto 1303 dispone que en un plazo no mayor de 2 meses, los Ministerios de Agricultura y Ambiente expidan el mapa de zonificación agroecológica para el cultivo de palma aceitera.

4.2 ANÁLISIS INTERNO

La Fabril S.A. es una de las empresas manufactureras más grandes del Ecuador, con operaciones en su línea actual de negocios desde hace más de cuatro décadas en el cantón Montecristi de la provincia de Manabí, donde se encuentran sus oficinas centrales y mantiene sus plantas industriales. Se dedica principalmente a la fabricación de aceites y grasas vegetales comestibles, productos de limpieza, e ingredientes para la industria alimenticia. Siendo una organización productiva orientada a la integración vertical, ha invertido desde hace algunos años en las áreas agrícola y agroindustrial, generadoras de sus principales materias primas para lo cual mantiene plantaciones de palma e industrias

²⁵ www.revistaelagro.com (edición 21 de Mayo de 2014)

extractoras de aceites crudos de palma y palmiste. Adicionalmente, cuenta con acciones en diversas compañías dedicadas a la actividad agroindustrial y de generación energética.

4.2.1 Actividad y productos

La Fabril S.A. se dedica a la fabricación de grasas y aceites vegetales comestibles, y de productos de aseo y cuidado personal; también produce insumos para panificación, e ingredientes para la industria alimenticia: pastelería, galletería, helados y coberturas, sustitutos de chocolates, aceites para frituras, conservas y pinturas; y biocombustibles. Es así que la empresa divide sus productos en las siguientes unidades de negocio: Consumo Masivo, Panificación, Industriales y Producción Bioenergética.

Consumo masivo

Alimentos: La tecnología aplicada a los procesos de refinación ha permitido considerables cambios para lograr productos acordes a las tendencias del mercado. Hoy el énfasis está en los aspectos nutricionales y funcionales, por eso se pone especial atención en no generar ácidos TRANS y en preservar el contenido de pro vitaminas y antioxidantes naturales, los triglicéridos poliédricos y los productos secundarios de oxidación son objeto de un estricto control en el proceso de sus productos. Adicionalmente, en el año 2013, la empresa lanzó su nueva línea de caldos para cocinar bajo la marca “La Favorita”.

Cuadro 4. 2 Marcas y productos Línea de Alimentos

LINEA ALIMENTOS	Aceites	La Favorita tradicional
		La Favorita vida
		La Favorita omega
		La Favorita DHA
		La Favorita achiote
		Girasol
		Girasol Oliva
		Livian
		Maizol
		La Perla
		Criollo
		Sabroson
		Sabrofrito
		Sabrosalsa
	Margarinas	Girasol
		Klar
		Ricamesa
	Mantecas	Marva
		La sabrosa
	Caldos concentrados	La Favorita
Coberturas	Coberchoc crema	
	Coberchoc gotas	

Fuente: Tríptico Mercado La Fabril S.A.

Higiene y cuidado personal: La Fabril S.A., representa una de las industrias más importantes en la producción de jabones de lavar y tocador. En los últimos tiempos ha ido expandiendo sus líneas a desinfectantes, suavizantes de ropa, detergentes en polvo y líquidos y línea de cuidado capilar. Hoy en día la visión es desarrollar y relanzar una innovadora amplia gama de productos de limpieza en general, rentable, con altísimos estándares de calidad. De esta manera, se desea fortalecer y crear marcas de liderazgo, con la misión de suministrar insumos para la higiene industrial, familiar y personal, de una manera eficiente, en las mejores condiciones de rentabilidad, calidad, atractivo visual, precio, fácil manipulación y amigables con el medio ambiente. En Julio del 2013, la empresa adquirió las marcas de los productos Ninacuro.

Cuadro 4. 3 Marcas y productos Línea Higiene y Cuidado Personal

LINEA HIGIENE Y CUIDADO PERSONAL	Jabones de lavar	Lavatodo 6
		Bluyinero
		Machete
		Perla
		Perla bebé
	Jabones de tocador	Defense
		Jolly
		Duet
		Ninacuro
	Detergentes líquidos	Ciclón
		Perla bebé
		Perla secret
	Detergentes en polvo	Ciclón
	Desinfectantes	Olimpia
Suavizantes	Perla soft	
Capilares	Jolly	

Fuente: Tríptico Mercado La Fabril S.A.

Panificación:

La panadería industrial ha tenido un vertiginoso desarrollo en los últimos años con productos que combinan textura, formas y colores. La Fabril S.A. tiene una amplia experiencia en simular procesos de fabricación de postres y panes industriales donde la grasa es fundamental en la lubricación, la textura y la sensación gustativa, es así que ofrece una gran variedad de combinaciones de grasas, además de un amplio rango de grasas para rellenos pasteleros basados en fracciones de palma y palmiste.

Cuadro 4. 4 Marcas y productos División Panificación

UNIDAD PANIFICACIÓN	Mantecas	Especial
		Sabropan
		Panpan
	Margarinas	Marva
		Marva crema
		Fabripan
		Hojaldrina
	Aceites	Desmold
	Coberturas	Coberchoc crema
		Coberchoc gotas
	Postre de leche	Maestro

Fuente: Tríptico Mercado La Fabril S.A.

Industriales:

La Fabril S.A. tiene una amplia experiencia en la elaboración de productos industriales hechos a la medida, los cuales son altamente valorados por sus clientes debido a su alta funcionalidad y la moderna tecnología que hay detrás de ellos. Entre estos productos se encuentran: aceites de alta estabilidad, aceites para atún en lata, para frituras, grasas para heladería, galletas multiusos, confitería, chocolatería, sustitutos lácteos, grasas culinarias, cremas vegetales, alimento animal, bases para jabón de lavar y de tocador, detergentes industriales, ingredientes para elaboración de pinturas, fertilizantes y lubricantes.

Producción bioenergética

La Fabril ha exportado 16,6 millones de galones a EE.UU., Alemania y Perú, desde el 2005. Y hoy quiere convertirse en el principal proveedor del país.

En su línea de biocombustibles ha incluido procesos industriales relacionados con el ambiente, como la producción de biodiesel a partir de ácidos grasos libres y el de elaboración de biofertilizantes generados como coproductos de la refinación de aceites.

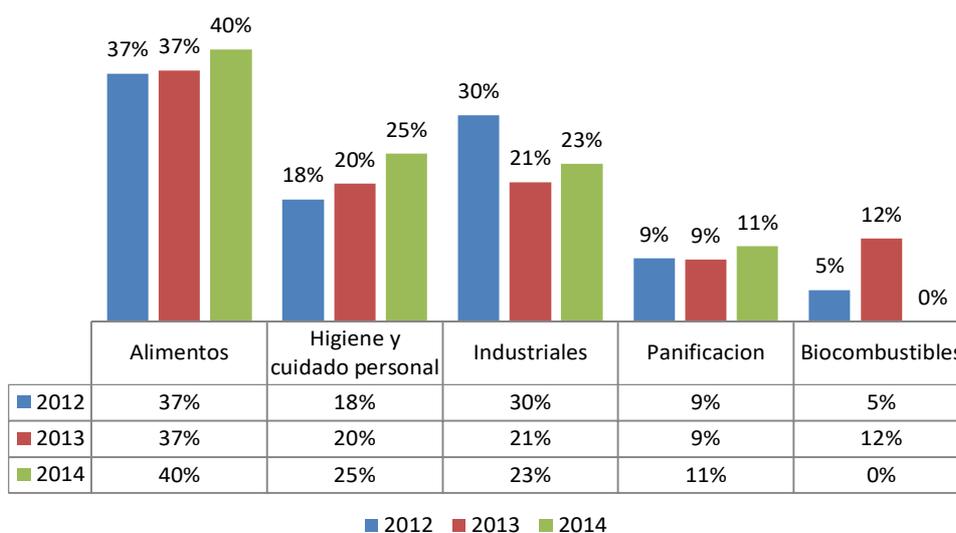
Entre las perspectivas optimistas de la empresa se encuentra seguir con las exportaciones de biodiesel a Perú, y posiblemente comenzar a vender dentro de Ecuador con el impulso de disposiciones gubernamentales para mayor consumo de biodiesel.

A pesar de que en Ecuador, La Fabril S.A. no tiene competencia en la producción y comercialización de biodiesel, las ventas del 2014 se han visto fuertemente afectadas por el ingreso a Perú del biodiesel argentino, el cual está subsidiado por el gobierno argentino y además al estar fabricado en base a aceite de soya, cuyo costo ha disminuido, hace imposible competir con él.

Participación de las ventas por línea de negocio

En la actualidad, la línea de negocio que más aporta a las ventas de la compañía es la Línea de alimentos con un 40%; le sigue Higiene y cuidado personal con un 25%, cabe resaltar que esta línea está creciendo considerablemente en su participación; en tercer lugar se ubica línea de industrias con un 23%.

Gráfico 4. 8 Composición ventas por líneas de negocio



Fuente: Informe ventas La Fabril S.A. Junio-2014

4.2.2 Mercados y competencia

Mercado local y clientes

La Fabril S.A. dispone de agencias de ventas en las principales ciudades del país que le permiten atender a más de 50 mil puntos de venta a nivel nacional. Mantiene definida políticas de crédito a su cartera de clientes que incluyen plazos de pagos entre 8 a 45 días, otorgando a determinados clientes descuentos por pagos al contado, pagos anticipados y condiciones de pago especiales. Dentro de su cartera de clientes se encuentran las principales cadenas de autoservicios como Corporación Favorita²⁶, Corporación El Rosado²⁷, Almacenes Tía, Mega Santa María, empresas industriales como Unilever Andina, Levapan, Sállica del Ecuador, Pronaca y grandes distribuidores como M.Roman Distribuidora, Imelda de Jaramillo y Distrioriente.

²⁶ Con sus cadenas Supermaxi, Gran Akí y Akí.

²⁷ Cadenas Mi comisariato

Mercado exterior y clientes

En la actualidad La Fabril S.A., es considerado el más grande exportador de aceite y grasas comestibles en Ecuador. Esto ha sido posible a la eficiente estructura de costos y al encontrarse cerca del puerto de Manta. Las exportaciones representan alrededor de un 25% de las ventas de La Fabril S.A.

Cuadro 4. 5 Composición ventas por tipo de mercado

Tipo de mercado	2011	2012	2013	2014
Mercado local	76%	72%	74%	80%
Mercado exterior	24%	28%	26%	20%

Fuente: Informe ventas La Fabril S.A. Junio-2014

Los principales países a los cuales Fabril destina sus exportaciones son: Estados Unidos, Colombia, Venezuela, Chile, China, Argentina, México, Brasil, etc. Siendo sus principales clientes: Pasternak Baum, Axian Source, Despan, Carcill Internacional, Empresas Carozzi, Colgate-Palmolive, Arcor S.A., Valebron, Unilever Internacional, Hada, Nestlé

Competencia

La Fabril S.A. de acuerdo a la actividad que realiza, participa en el mercado de grasas y aceites; productos de aseo y cuidado personal; y biocombustibles.

El liderazgo principal de La Fabril S.A se encuentra en la producción de aceites vegetales liderado por una de las marcas más reconocidas en el país como es el aceite La Favorita. En margarinas y mantecas comestibles su principal competencia es Unilever.

Como productor de jabones de lavar y detergentes líquidos, La Fabril S.A. se encuentra liderando la posición de ventas en el sector ofreciendo productos diferenciados que satisfacen las cambiantes necesidades del consumidor Ecuatoriano. En jabones de tocador, detergente en polvo, desinfectantes y suavizantes, su principal competencia es Unilever, Colgate Palmolive, entre otros.

Adicionalmente, la empresa es líder en las grasas de panificación, teniendo como competencia principal a Danec y Ales

4.2.3 Operaciones

Instalaciones y capacidades

En la actualidad, La Fabril S.A. tiene su oficina principal en Montecristi, Manabí y mantiene sucursales en Manta, Quito, Guayaquil, Santo Domingo, Ambato, Cuenca, Tulcán, Machala e Ibarra. Además, la planta principal de la empresa se encuentra en Montecristi, donde se concentra la producción de alimentos y la refinería de última generación de aceite. Hay una planta en Guayaquil de soporte para la de Manta.

Como parte de su planificación estratégica, la empresa ejecutó el proyecto de “Unificación de plantas y optimización de procesos” con el objetivo de incrementar su capacidad de producción mediante la generación de economías de escala, actualización tecnológica de procesos y optimización del recurso humano. La unificación consistió en el traslado de las plantas de envasado y empaque de la ciudad de Guayaquil a Montecristi, la concentración de producción de alimentos y la instalación de refinería de última generación en la planta de Montecristi. Las ampliaciones efectuadas en su capacidad de refinación permiten lograr mejoras en su estructura de costos respecto al mercado mundial. La importante diversificación de sus productos y la creación de otros nuevos -no sólo para consumo interno sino para exportación- evidencian la estrategia y su continuo crecimiento.

Respecto a la actividad de biodiesel, La Fabril tiene la única planta en el país que exporta desde el año 2004. Actualmente la empresa posee dos refinerías (en Manta y Guayaquil) con una capacidad instalada de hasta 144 mil toneladas de biodiesel al año, de las que se registra una producción de 50 mil, que se vende a Petroperú.

Cabe recalcar que la planta en Montecristi es reconocida por ser una de las más avanzadas tecnológicamente en la Región Andina y América Latina²⁸, dado sus procesos altamente automatizados, llegando a costos altamente competitivos en el mercado mundial. Además, los procesos de producción son flexibles, permitiéndole manufacturar 7 diferentes tipos de productos al mismo tiempo, obteniendo ahorros en costos de producción.

Integración vertical

La Fabril S.A. está verticalmente integrado y cuenta con todo el proceso de la cadena productiva: posee tres grandes plantaciones de palma, cinco extractoras²⁹, y además una fábrica para la producción de envases plásticos.

²⁸ Revista Vistazo, edición No 1106 de Septiembre del 2013 (Pág. 259)

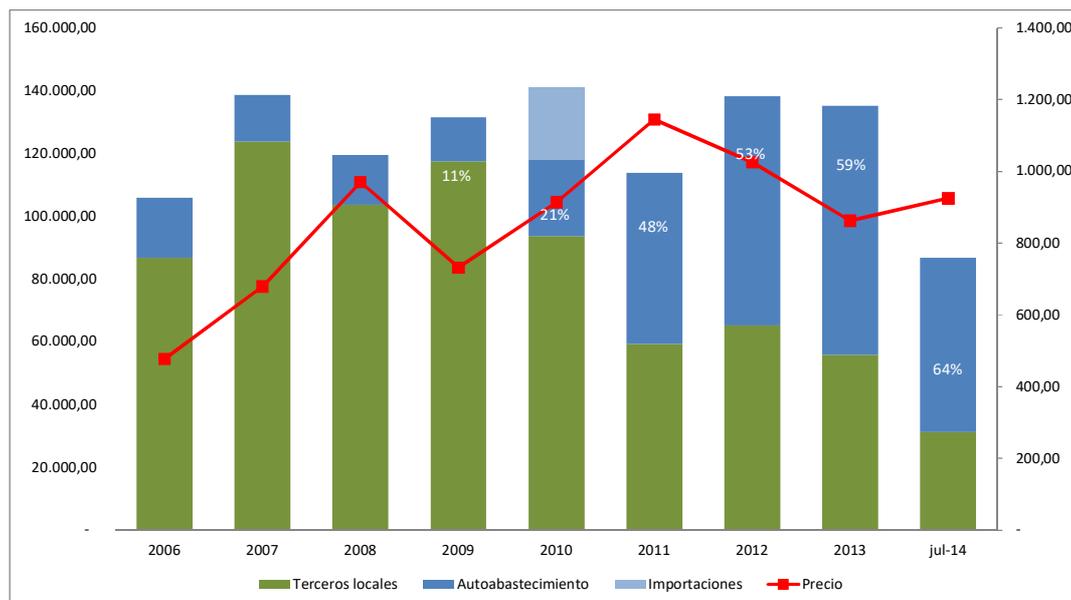
www.revistalideres.com (edición 22-10-2013)

www.americaeconomia.com.ec (edición 06-05-2014)

²⁹ A través de su relacionada Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A.

El autoprovisionamiento local de su principal materia prima (aceite crudo de palma) logrado por medio de sus propias extractoras y centros de acopio construidas en el año 2011 en la zona de mayor producción de palma (Quinindé – La Concordia), le han permitido aumentar acentuadamente su capacidad de autoabastecimiento, que pasó de 11% en el 2009 hasta llegar a 64% a julio 2014, mientras que el 36% es comprado localmente de diferentes extractoras.

Gráfico 4.9 Evolución autoabastecimiento de aceite de palma



Fuente: Informe de autoabastecimiento de materia prima a julio/2014

4.2.4 Análisis FODA y riesgos de la empresa

Fortalezas

- Principal empresa del Sector de Aceites y Grasas y entre las 15 más grandes del Ecuador
- Empresa integrada verticalmente (autoprovisión de materia prima hasta un 65%)
- Procesos industriales con alto nivel de tecnología reconocidos en la región
- Marcas con un alto posicionamiento en el mercado (líderes) y reconocida trayectoria internacional
- Diversificación de portafolio (local y exterior)
- Procesos bajo distintas normas de calidad (ISO, INEN, BPM, HACCP)
- Trabaja con su propia fuerza de distribución y ventas

Debilidades

- Empresa de capital cerrado que limita el crecimiento a la emisión de deuda.
- Gran dependencia de materias primas sujetas a volatilidad de precios que afectan rentabilidad.

Oportunidades

- Introducción de nuevos productos de las líneas de Alimentos, Hogar y Cuidado Personal
- Crecimiento en industria alimenticia local (atuneras, snack, etc.)
- Mayor consumo de productos de mayor valor agregado (HCP, industriales)
- Disposición gubernamental de consumo de biodiesel
- Restricción de importaciones abrió la oportunidad de fabricar productos de higiene y cuidado personal para multinacionales que no tienen su producción en el país
- Crecimiento de la economía ecuatoriana mayor consumo interno
- Mejoramiento de la economía internacional fomenta mayores exportaciones
- Inflación con tendencia a disminuir: mayor poder adquisitivo
- Cambio matriz productiva: crecimiento industria nacional

Amenazas

- Requerimiento de materias primas importadas (Soya/Girasol) y la volatilidad de sus precios
- Competencia con Multinacionales (Unilever, Colgate-Palmolive) que poseen infraestructura global
- Legislación tributaria muy cambiante y Ley de Poder de Mercado
- Incremento de aranceles a productos exportados / materia prima importada
- Aumento de tasas interés: mayor gasto financiero
- Subsidio al biodiesel argentino, principal competidor para el biodiesel ecuatoriano

Ventajas competitivas

Dado a las estrategias de mercado implementadas por la empresa, La Fabril S.A., ha logrado ser el primero en sacar al mercado:

- Mantecas 100% vegetal, sin sabor, en empaques reutilizables.

- Aceite para consumo en fundas.
- Aceite de soya TRIREFINADO, especial para el enlatado de atún.
- Margarinas de mesa sin materias primas hidrogenadas.

Es así que en los últimos años, La Fabril S.A. creció hasta ser una de las 10 empresas más grandes del país, teniendo en Montecristi el mayor Complejo Refinador Oleaginoso de la Región Andina. Además, hoy en día, La Fabril S.A. es la primera firma en América del Sur en utilizar la tecnología de “Sublimación” en la refinación de aceites, lo que conserva los compuestos benéficos que tienen los aceites naturales y elimina los ácidos grasos trans.

Riesgos

El riesgo principal de La Fabril S.A. se relaciona a los precios de sus materias primas de aceites vegetales.

Alrededor de un 30% corresponde a aceites de soya y girasol que son importados por la empresa a través de sus proveedores Cargill (Alemania y Estados Unidos) y Empremar (Uruguay) desde el cono Sur (Bolivia, Argentina y Paraguay). El precio de estas dos materias primas se rige en el mercado internacional. Para mitigar este riesgo, La Fabril S.A. mantiene excelentes relaciones comerciales con sus proveedores, con los cuales mantiene un intercambio de información constante referente al mercado exterior, lo cual le permite implementar estrategias adecuadas en posiciones en mercados de futuros.

En lo que corresponde a la materia prima de aceites de palma y palmiste, alrededor de un 65% de esta materia prima es autoabastecida por las empresas relacionadas en el Ecuador, mientras que el restante es comprado a terceros locales. Existe un riesgo relacionado a las operaciones y producción de las empresas relacionadas que le proveen de materia prima. Esto está ligado a cambios climáticos y plagas en las plantaciones de palma, lo cual podría afectar los precios y abastecimiento continuo del aceite de palma.

4.2.5 Estrategias

Las estrategias de La Fabril S.A. durante los últimos años, se han basado en realizar inversiones con el fin de tener instalaciones productivas con la última tecnología existente en refinación y fraccionamiento, lo que le permitirá competir eficientemente en los próximos años tanto en el mercado local como en los mercados de exportación

aprovechando la economía de escala de su tamaño asegurando los mejores costos de conversión de la región.

En lo que respecta a las estrategias actuales de la empresa, se puede mencionar que La Fabril S.A., basa sus planes estratégicos en lo siguiente:

Estrategia comercial: En el mercado local, la empresa impulsará su crecimiento en sus marcas de Higiene y Cuidado Personal, especialmente las que han presentado mayor crecimiento en los últimos meses como Detergente en Polvo, Desinfectantes, Jabones de tocador y la nueva línea de cuidado capilar. La restricción de importaciones en el Ecuador está abriendo la posibilidad a negocios de maquilas con las principales multinacionales de productos de Hogar y Cuidado Personal (que no tienen su producción en Ecuador) para desarrollar negocios de alto margen.

Por el lado de aceites y grasas, se espera continuar acaparando mercado en la línea de Margarinas y la nueva línea de cubos de cocinar. Referente al mercado de Exportaciones, apegados al plan estratégico de la empresa, se espera incrementar las ventas de grasas de valor agregado a los mercados no tradicionales de la empresa como USA, Brasil, México, entre otros. En los Estados Unidos se está ingresando al mercado con productos orgánicos con la marca “Organic from the farm” la cual estará disponible en las cadenas de retail SAMS CLUB.

Estrategia operativa: dentro de sus principales estrategias operativas se destaca el impulso de La Fabril USA, empresa filial de Fabril Ecuador creada con el objetivo de captar y atender de manera más eficiente a los clientes ubicados en USA y México (Norteamérica), con la ventaja principal de poder contar con producto en bodega cerca de los destinos de los clientes. Fortalecimiento de plan de autoabastecimiento de materia prima aceite crudo de palma

Estrategia financiera: mantener la participación de la empresa dentro del mercado de valores con el objetivo de tener las mejores alternativas en los mecanismos de fondeo.

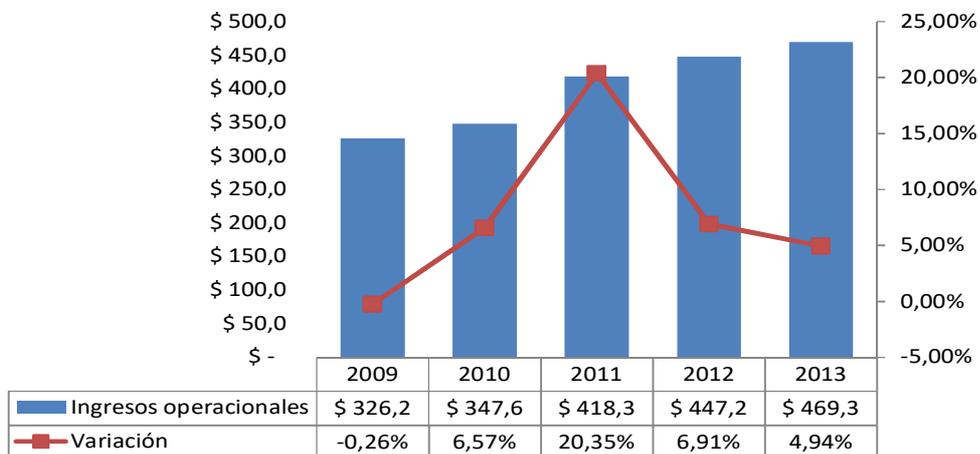
4.2.6 Evolución de cifras financieras

Ingresos operacionales

Al 31 de diciembre del 2013, La Fabril S.A. generó ingresos relacionados con su actividad por US\$ 469 millones, registrando un crecimiento del 4,94% respecto al año anterior (2012: US\$ 447 millones), con un crecimiento promedio de 9,53% durante los

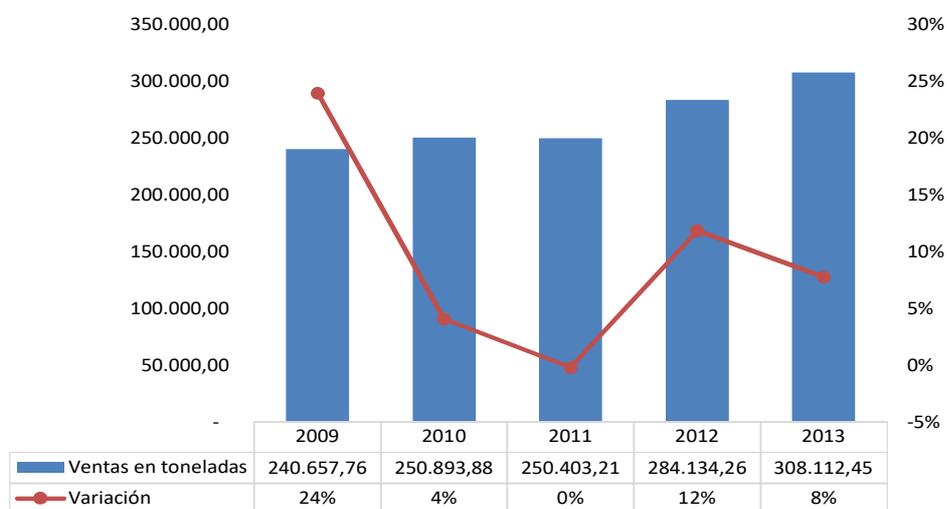
últimos 5 años, durante los cuales ha evidenciado importantes fluctuaciones. El repunte del año 2008 (US\$ 327 millones) respecto al 2007 (US\$ 266 millones) fue producto de las variaciones en los precios del sector y no por mayores volúmenes vendidos, por lo que al cierre de 2009 se observó un ligero decrecimiento del 0.26% como parte del ajuste de precios. En el año 2010 se alcanzó un crecimiento del 6,57%, mientras que en el 2011 ocurrió una situación similar al 2008 (mayores ingresos por aumento de precios, no por mayores volúmenes vendidos). En el año 2012 hubo un crecimiento importante tanto en dólares como en volúmenes. Al cierre de 2013 se observa un menor crecimiento respecto al año anterior, producto de menores ingresos por exportaciones.

Gráfico 4. 10 Evolución de ingresos (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Gráfico 4. 11 Evolución volúmenes vendidos (toneladas métricas)

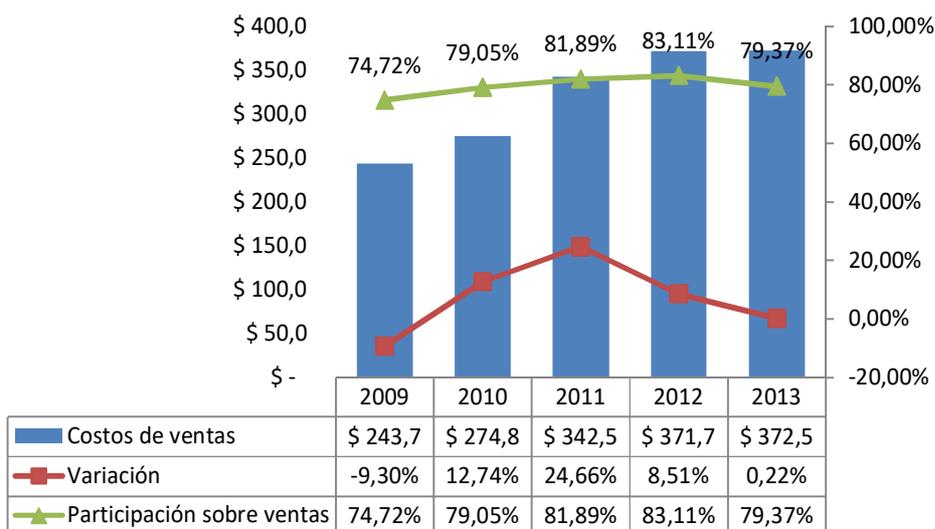


Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Costo de ventas

El costo de ventas pasó de US\$ 371,7 millones en el 2012 a US\$ 372,05 millones, un ligero aumento respecto al año anterior (0,22%) y en márgenes hubo una considerable disminución (2012: 83.11%; 2013: 79,37%), comportamiento diferente al continuo crecimiento demostrado producto de las fluctuaciones en el precio que presenta el aceite de palma, principal materia prima del proceso de producción de la empresa (cabe indicar que en el 2012, la empresa mantuvo un importante nivel de stock de aceite de palma adquirido a un mayor precio, afectando directamente al costo de venta e inventario), situación que al cierre de 2013 mejora como parte de la integración vertical la empresa, además por una disminución en el costo de la materia prima de aceites de palma, soya, palmiste y girasol, producto de la caída de los precios internacionales de estos *commodities* agrícolas.

Gráfico 4. 12 Evolución de costo de ventas (Millones de US\$)



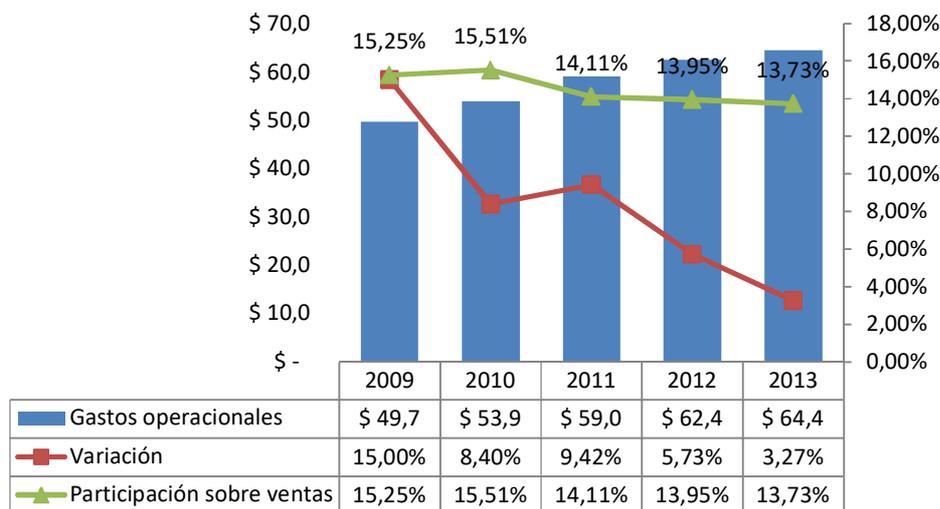
Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Gastos operativos

A Diciembre de 2013 los gastos operativos alcanzaron US\$ 64,4 millones, incrementándose respecto al periodo anterior (US\$ 62,4 millones) producto de la mayor producción de bienes de consumo requiriéndose de una mayor fuerza laboral (sobretiempos, turnos adicionales); en términos de márgenes éste disminuye ligeramente pasando de 13,95% a 13,73% y sin exceder los niveles del año 2010, en donde se observó un crecimiento de la absorción sobre ventas (2009: 15,25%, 2010: 15,51%) lo cual fue producto de los cambios registrados en la Empresa como parte de su estrategia de negocios

(creación de nuevos productos y el crecimiento de las exportaciones), posteriormente la compañía planteó medidas de control de dichos gastos, lo cual se evidencia en los años 2012 y 2013.

Gráfico 4. 13 Evolución de gastos operacionales (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Margen bruto y margen operativo

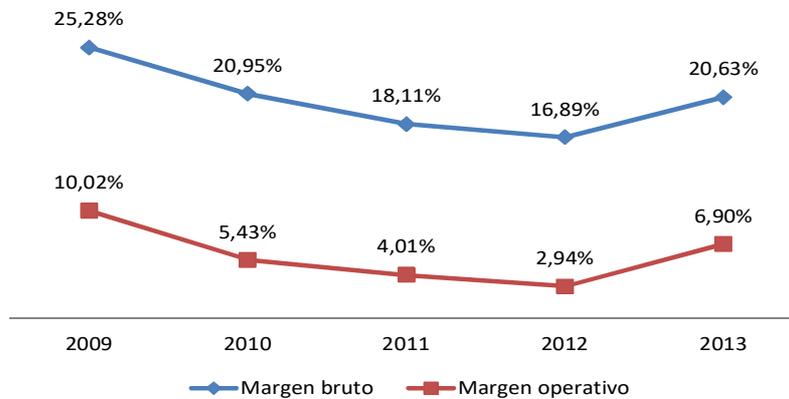
La reducción del costo de ventas permitió un mejor resultado bruto al pasar de US\$ 75,53 millones en el 2012 a US\$96,80 millones en el 2013.

En el 2013 la empresa alcanza una utilidad operativa de US\$ 32,37 millones, resultado superior a los US\$ 13,14 millones alcanzados al 2012 y al comportamiento de años anteriores.

El deterioro en los márgenes brutos y operativos del periodo comprendido entre el 2010 y 2012 fueron producto tanto de factores exógenos como del incremento de precios en el aceite de soya y palma y los cambios estratégicos efectuados por la compañía.

A finales de 2013 la empresa contrató una consultoría en procesos para poder generar un mayor ahorro, cuyos resultados se esperan evidenciarse a finales del 2014.

Gráfico 4. 14 Evolución de márgenes brutos y operativos

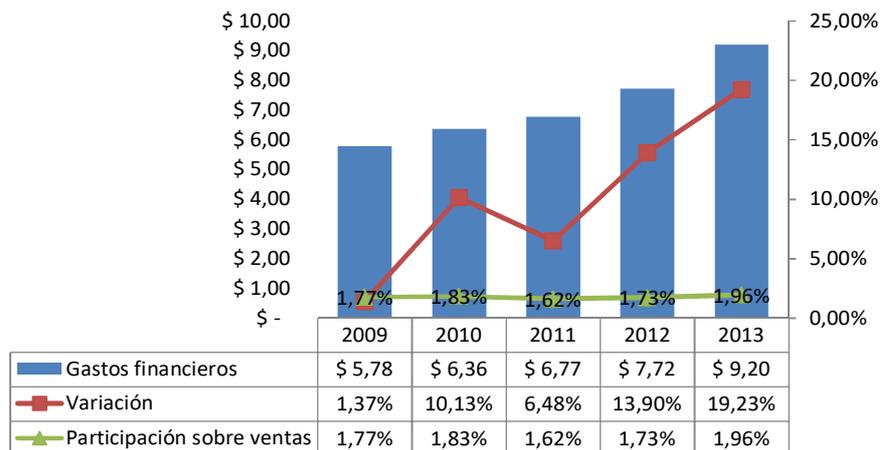


Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Gastos financieros

Al 31 de diciembre de 2013, los gastos financieros fueron de US\$ 9,20 millones, monto que fue superior en 19,23% a diciembre de 2012, muestran una tendencia creciente debido a los mayores pasivos de la empresa como parte de su estrategia de crecimiento. Su participación frente a las ventas de la empresa creció de 1,73% a 1,96% en estos periodos.

Gráfico 4. 15 Evolución de gastos financieros (Millones de US\$)



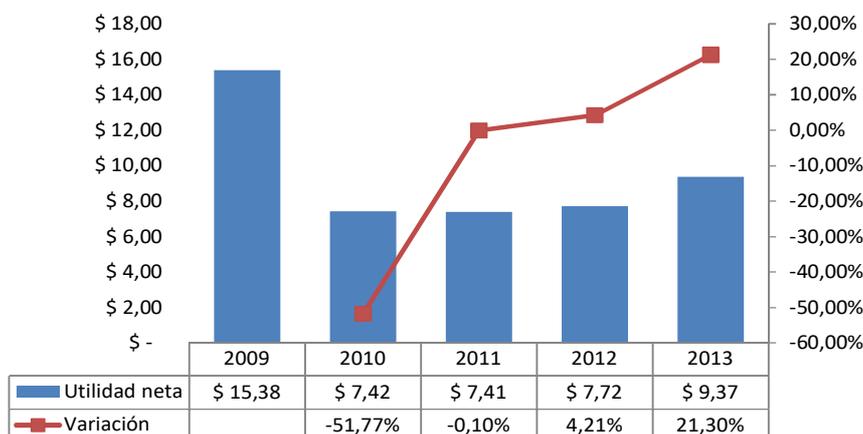
Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Utilidad neta

Es así que la utilidad neta registrada al 31 de diciembre de 2013 fue de US\$ 9,37 millones. Este monto fue significativamente mayor en 21,30% que la utilidad neta

alcanzada a diciembre de 2012 (US\$ 7,72 millones). Este incremento corresponde al incremento en las ventas de la empresa, así como en la reducción de sus gastos operacionales, y el control de su costo de venta.

Gráfico 4. 16 Evolución utilidad neta (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

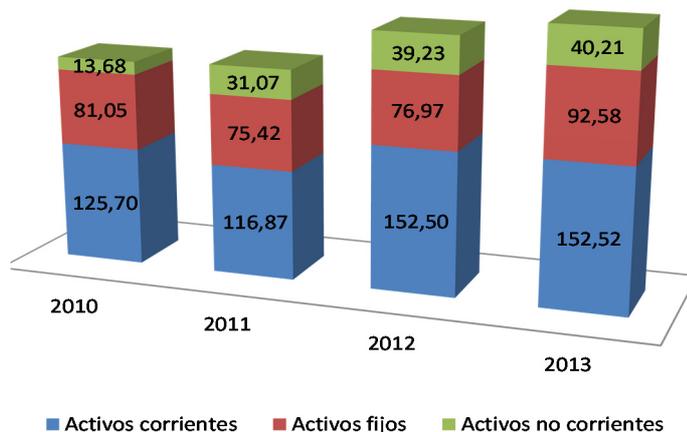
A Julio de 2014, se registra una utilidad de US\$ 14,07 millones superior a la utilidad presentada a Julio 2013 (US\$ 11,39 millones), por lo que se esperaría que se mantenga en su curva creciente.

Estructura de activos

A Diciembre de 2013, los activos totales de La Fabril S.A. ascendieron a US\$ 285,32 millones y se incrementaron en un 6,18% respecto a la inversión del año 2012 (US\$ 268,71 millones), producto tanto de un mayor nivel de activos corrientes (inventarios y prestamos temporales a relacionadas), como de no corrientes (activos fijos). Los activos corrientes representan un 53,46% del total de la inversión, mientras que los activos no corrientes corresponden al 46,54%, y están compuestos principalmente de activos fijos.

Las cuentas por cobrar ascendieron a US\$ 37,94 millones (2012: US\$ 42,40 millones) y se conforma principalmente de cartera con clientes locales y en menor participación de clientes del exterior. La rotación de la cartera fue de 32 días encontrándose dentro de las políticas de recuperación, en donde se otorgan plazos que varían de acuerdo al cliente, otorgando plazos de: 15 días a Detallistas, 15 días a Mayoristas, 21 días a sus Subdistribuidores, 28 días a Distribuidores, 45 días a Cadenas de autoservicios y 30 días a Industrias.

Gráfico 4. 17 Evolución y composición de activos (Millones de US\$)



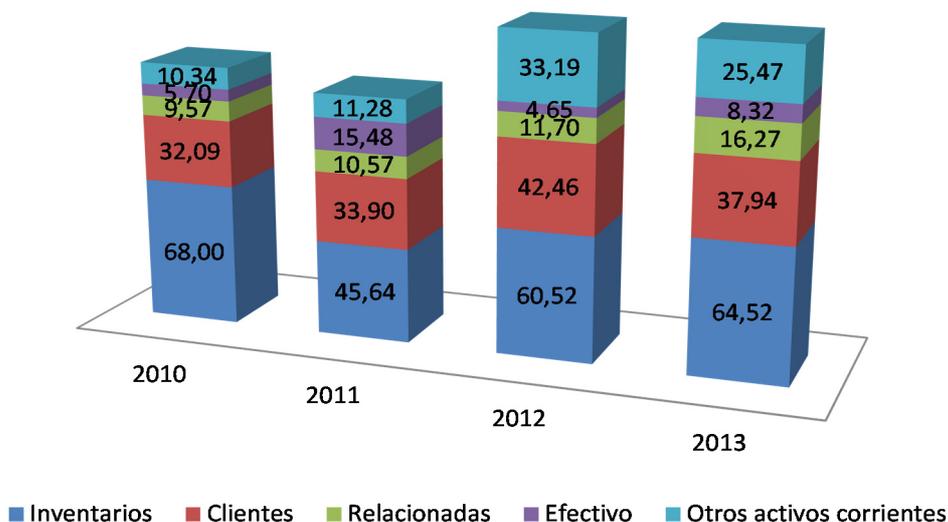
Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

El rubro inventarios asciende a US\$ 64,52 millones (2012: US\$60.52 millones), disminuyendo respecto al periodo anterior, lo cual incide en un rotación más ágil (2012: 59 días; 2013: 50 días).

Cuentas por cobrar corrientes a compañías relacionadas representan créditos concedidos a entidades cuya actividad está relacionada con el giro de negocio de la Compañía, los cuales no generan intereses ni tienen vencimiento establecido.

Otros activos corrientes alcanzan los US\$ 25,27 millones e incluyen impuestos pagados por anticipado (US\$ 14,68 millones) cuentas por cobrar empleados (US\$ 4,74 millones) y otros gastos pagados por anticipado.

Gráfico 4. 18 Evolución y composición de activos corrientes (Millones de US\$)

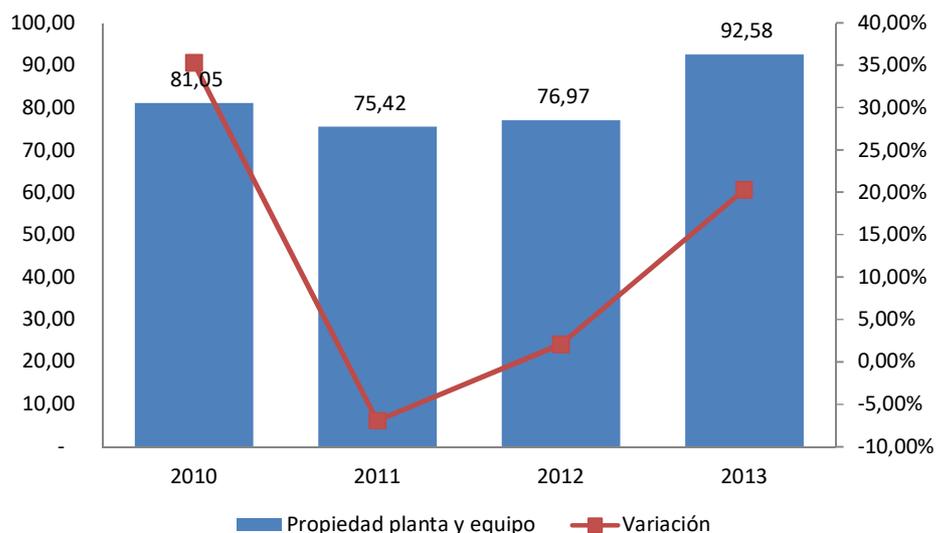


Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Los activos fijos, registraron un total de US\$92.58 millones (2012: US\$76.97 millones), los cuales históricamente presentan variaciones, producto de las revalorizaciones, adiciones (terrenos y maquinarias principalmente) y construcciones en curso como parte de los proyectos en los que se encuentra inmerso la empresa. Entre las principales inversiones que ha realizado la empresa podemos mencionar: nuevas plantas de fraccionamiento, interestificación e hidrogenación de palmiste, instalación de red contra incendios, ampliación planta de biodiesel, nueva planta de producción de margarinas y ampliación plantas líneas de higiene y cuidado personal.

En el año 2011 se presentó una disminución del valor de activos fijos debido a que La Fabril S.A. vendió a su relacionada Rio Manso, las extractoras y centros de acopio que había adquirido en el año 2010 con el fin de una mejor estructura en su cadena de valor.

Gráfico 4. 19 Evolución de activos fijos (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

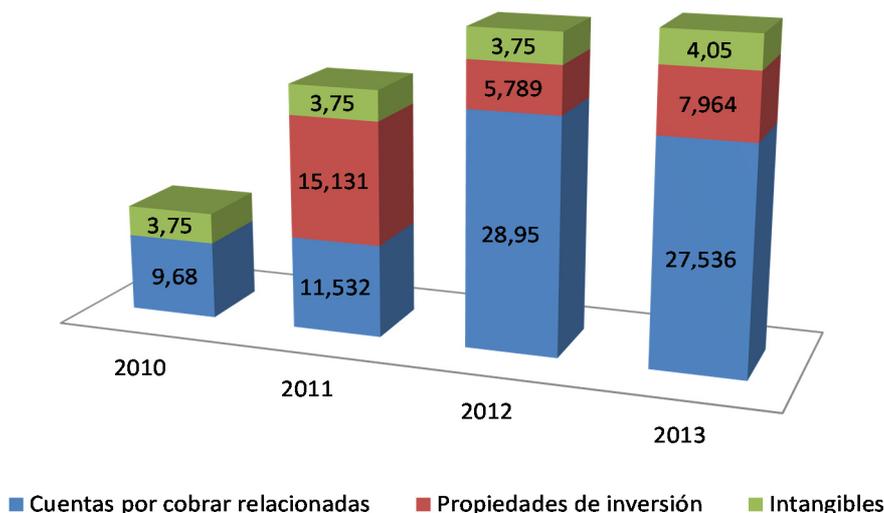
El rubro otros activos a largo plazo se conforman principalmente de cuentas por cobrar a relacionadas, activos intangibles y propiedades de inversión.

La cuenta por cobrar relacionadas se da porque La Fabril S.A. asumió pasivos financieros de la empresa relacionada Manageneración y algunos gastos administrativos, además se incrementó por la venta de centros de acopio y extractoras a Rio Manso.

Las propiedades de inversión incluyen terrenos e infraestructura de riego para cultivo de “Jatrofa” y planta para fabricación de mangueras y tubos mantenida bajo arrendamiento operativo a la compañía relacionada – Agrícola El Piñón S.A.

Al 31 de diciembre del 2013, activos intangibles representa el costo de las marcas comerciales: “La Favorita”, “Criollo”, “Marva”, “Hojaldrina”, “Achiote”, “Favorita Light”, “B&C” y “Perla”. En junio 29 del 2013, la Compañía adquirió la marca “Ninacuro” por US\$300,000; que incluye principalmente productos de limpieza personal. Estas marcas se encuentran operando comercialmente y no existen indicios de deterioro.

Gráfico 4. 20 Evolución y composición de activos no corrientes (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

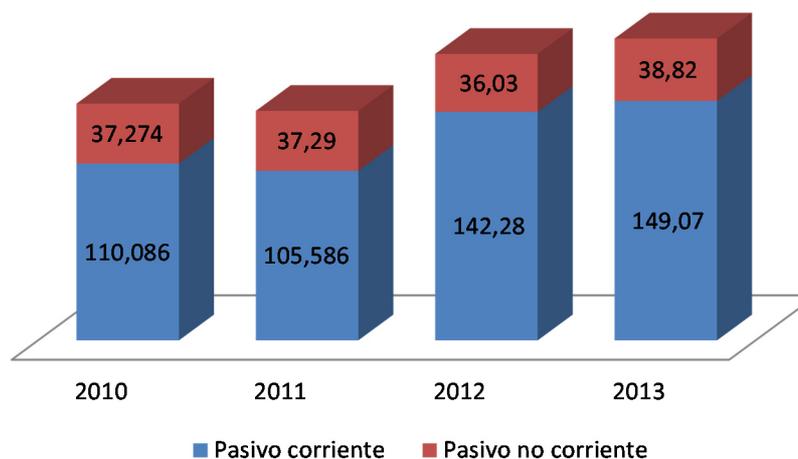
Estructura de pasivos

Al 31 de diciembre de 2013, el total de pasivos fue de US\$ 187,89 millones, monto que estuvo conformado en 79,34% por el pasivo corriente, mientras que el restante 20,66% corresponde al pasivo no corriente. El pasivo se incrementó en 5,89% en comparación al año anterior, lo que se atribuye al aumento de cuentas por pagar a proveedores y nuevas obligaciones financieras.

En cuanto a los pasivos corrientes su mayor concentración está en la deuda financiera corto plazo, seguido por las cuentas a pagar a proveedores.

La cuenta por pagar proveedores aumentó 7,63% en el último año y presentaron una rotación de 62 días. Este incremento corresponde al crecimiento de la empresa, lo cual requiere mayor capital operativo de parte de los proveedores de insumos, materias primas y materiales de empaque.

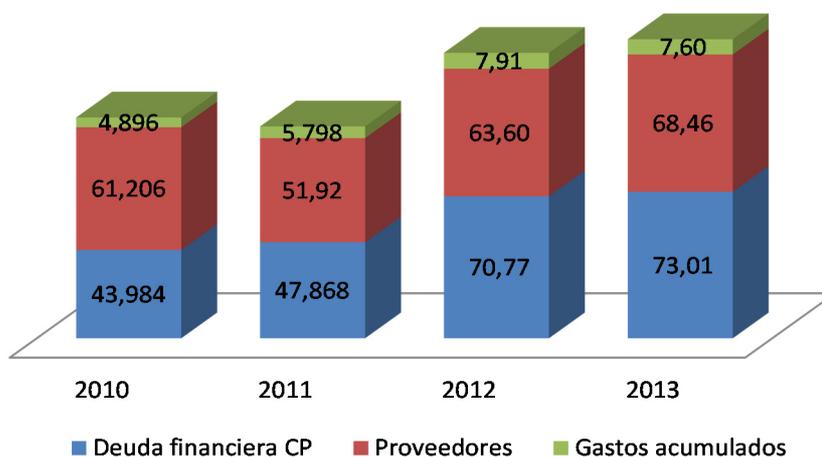
Gráfico 4. 21 Evolución y composición de pasivos (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

El endeudamiento financiero aumentó 3,17% en el 2013, en los últimos años ha venido creciendo sustancialmente debido a mayores de necesidades de capital de trabajo. En abril del 2012, la Compañía efectuó la tercera emisión de papeles comerciales por US\$ 20 millones, la misma que se colocó en su totalidad con vencimientos hasta junio del 2013.

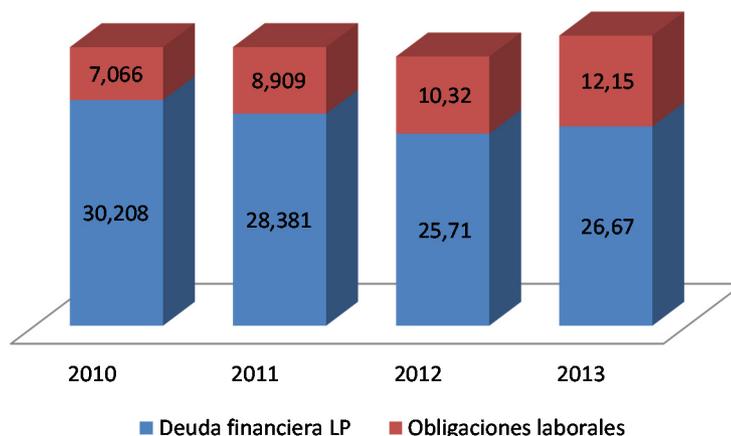
Gráfico 4. 22 Evolución y composición de pasivos corrientes (Millones de US\$)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Los pasivos no corrientes están conformados en gran proporción por la deuda financiera de largo plazo (alrededor de un 70%), el restante corresponde a obligaciones por beneficios definidos como son la jubilación patronal y bonificación por desahucio.

Gráfico 4. 23 Evolución y composición de pasivos no corrientes (Millones de US\$)



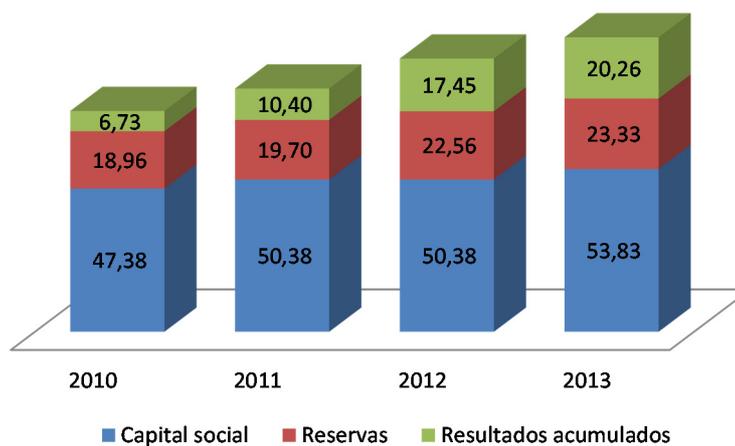
Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Estructura del patrimonio

El Patrimonio de la empresa creció en un 7,77% pasando de US\$ 90,40 millones en diciembre del 2012 a US\$ 97,42 millones en diciembre del 2013, producto del registro del incremento del capital social y las utilidades del ejercicio.

A diciembre del 2013, el capital social suscrito y pagado consiste en 5'383.429 acciones de US\$ 10 valor nominal unitario, las cuales otorgan un voto por acción y un derecho a dividendos. El capital social representa el 55,33% de los recursos patrimoniales.

Gráfico 4. 24 Evolución y composición del patrimonio (Millones de US\$)



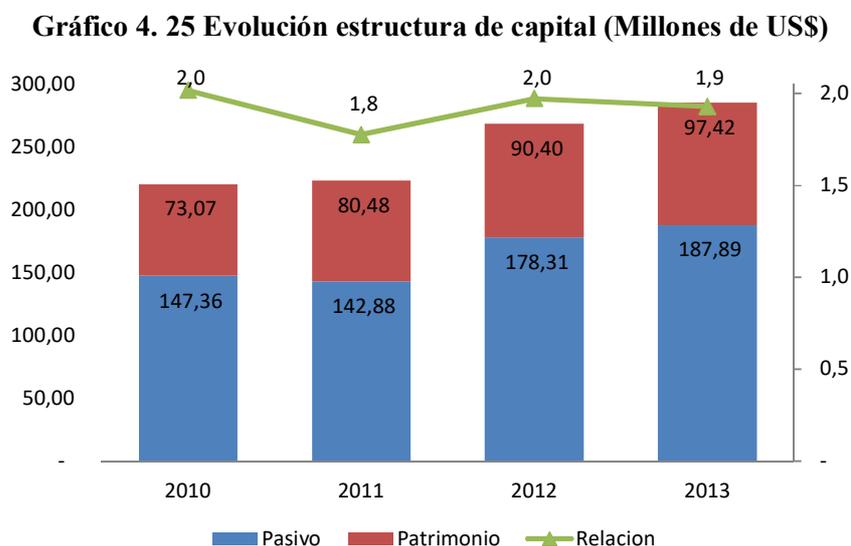
Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

La Fabril S.A. no tiene una política definida para la repartición de dividendos. No obstante, dado al crecimiento de la empresa que requiere mayor capital de inversión y de

trabajo, se busca retener las utilidades de la empresa para poder darle solvencia patrimonial al negocio. Esto es decidido por la Junta de Accionistas, y en caso de reparticiones, éstas son puntuales para el aporte de recursos en diferentes negocios: en junio del 2013, la Junta aprobó la distribución de dividendos por US\$2.3 millones correspondiente a resultados del año 2010.

Estructura de capital

La estructura de capital de la Empresa está compuesta por US\$ 187,89 millones de pasivos y US\$ 97,42 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.93 entre ambas fuentes de fondos, situación que se ha mantenido en los últimos años.



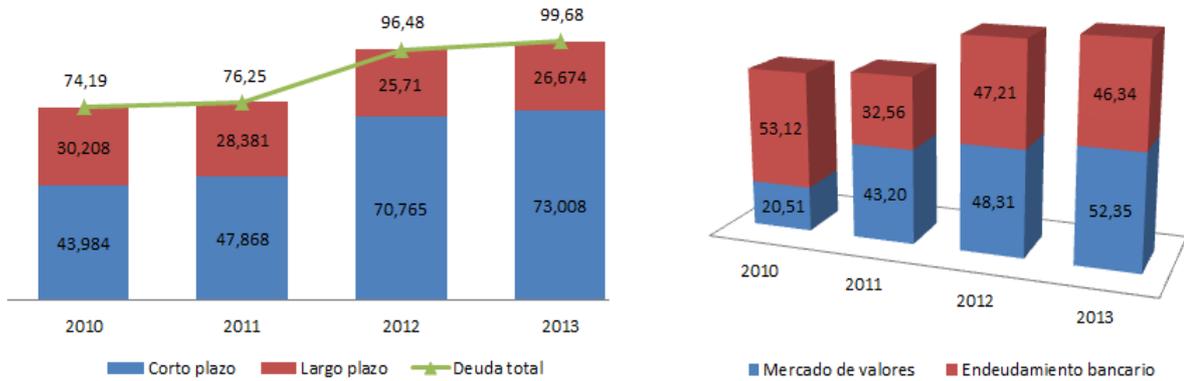
Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Endeudamiento financiero

El endeudamiento financiero de la empresa se ubica en US\$ 99,68 millones, el cual ha venido creciendo constantemente, con el fin de financiar su capital de trabajo y las nuevas inversiones en activos fijos. La deuda financiera está mayormente concentrada en el corto plazo (73%).

La empresa tiene una excelente participación en el mercado de valores, cuyo fondeo representa más del 53% del total del endeudamiento. Desde el 2003, año que inició como emisor, ha participado en 11 procesos (Cinco programas de papel comercial, cuatro emisiones de obligaciones y dos titularizaciones de flujos futuros) alzando en este mercado más de US\$ 140 millones.

Gráfico 4. 26 Evolución endeudamiento (Millones de US\$)

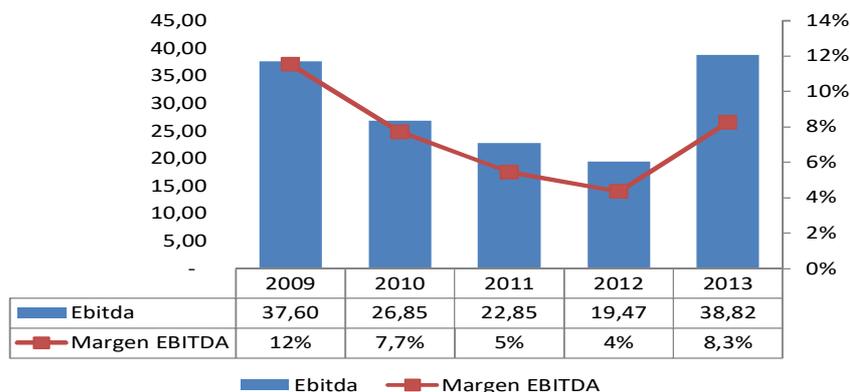


Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Análisis de indicadores

El EBITDA mantiene su comportamiento decreciente hasta el 2012 tanto en montos como en márgenes, lo que es producto de los importantes montos que maneja la empresa dentro de su estructura de costos, no obstante a Diciembre de 2013 el EBITDA mejora considerablemente (incremento del 99,34%). Este incremento en el EBITDA corresponde a que las ventas crecieron en una proporción mayor que el costo de ventas, y que además se haya logrado reducir los gastos operacionales. Cabe mencionar que este nivel de EBITDA ha superado el valor alcanzado en 2009, donde se alcanzó el nivel más alto de generación de fondos propios.

Gráfico 4. 27 Evolución EBITDA (Millones de US\$)

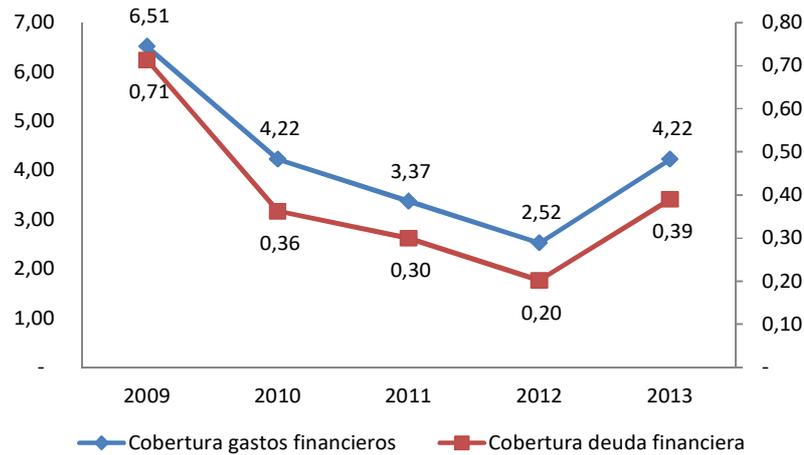


Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

La cobertura de gastos financieros, al 31 de diciembre de 2013, fue de 4,22 veces, reflejando una mejor posición frente a diciembre de 2012 donde se obtuvo 2,52 veces.

La cobertura de deuda de corto plazo, al 31 de diciembre de 2013, fue de 0,53 veces, siendo igualmente mayor que en diciembre de 2012 (0,28 veces). De la misma manera, la cobertura de la deuda financiera total fue 0,39 veces, que aunque es baja, se encuentra en una mejor posición que en diciembre de 2012 (0,20 veces).

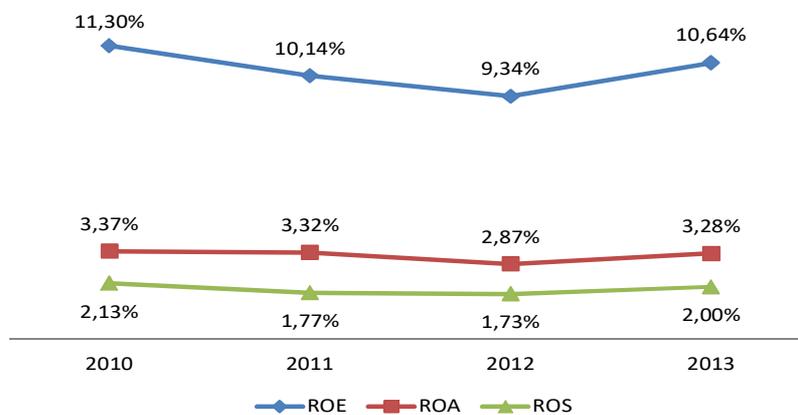
Gráfico 4. 28 Evolución de coberturas (Veces)



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Con respecto a los indicadores de rentabilidad, todos mantuvieron un comportamiento decreciente hasta el 2012, a partir del 2013 estos comienzan a crecer; es así que tenemos un ROE (Retorno sobre patrimonio) de 10,64%, un ROA (Retorno sobre activos) de 3,28% y un ROS (Retorno sobre ventas) de 2,00%. Aunque los márgenes son relativamente bajos, son acordes a los de la industria y están por encima de los márgenes de sus principales competidores. (Ver cuadro 4.6)

Gráfico 4. 29 Evolución de rentabilidad



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

Cuadro 4. 6 Índices de rentabilidad empresas del sector

2013	Fabril	Danec	Ales	Epacem
Utilidad	9.368.349,08	4.025.547,49	1.586.189,69	(2.576.107,54)
Ventas	469.293.546,16	239.245.039,31	218.871.792,54	61.174.980,28
Activo	285.314.857,47	84.152.314,30	189.764.159,11	61.526.024,71
Patrimonio	97.421.300,81	25.785.020,13	72.599.203,04	14.387.022,17
ROS	2,00%	1,68%	0,72%	-4,21%
ROA	3,28%	4,78%	0,84%	-4,19%
ROE	9,62%	15,61%	2,18%	-17,91%

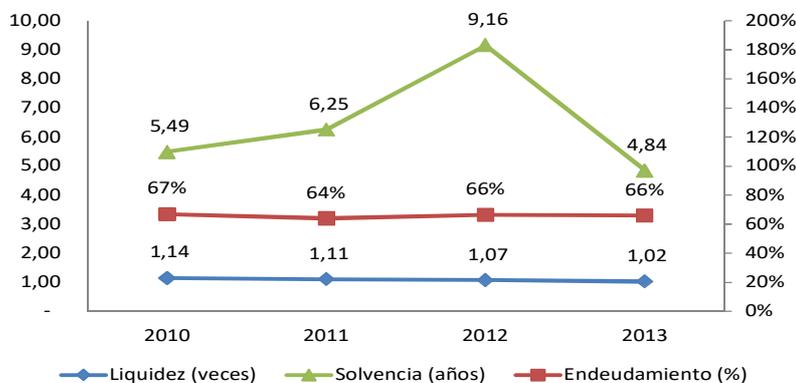
Fuente: Base de datos Superintendencia de Compañías

El crecimiento más acelerado de los pasivos corrientes respecto al de los activos corrientes se refleja en su ratio de liquidez, no obstante éste se mantiene sobre la unidad.

Al cierre de 2013, el indicador de solvencia³⁰ muestra que la empresa podría cancelar el total de sus pasivos en 4,84 años, tiempo menor al indicador de 2012 (9,16 veces).

El índice de endeudamiento³¹ se ubica en 66%, ratio que se ha mantenido en los últimos años.

Gráfico 4. 30 Evolución de índices de solvencia, liquidez y endeudamiento



Fuente: Informe Anual La Fabril S.A. 2013

4.3 ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS

Como mencionamos en el capítulo 3, el método seleccionado para estimar la valoración de La Fabril S.A. fue el método de flujos de caja descontados a través del enfoque *APV*, el cual no solo considera los resultados actuales, sino el crecimiento y perspectivas futuras, determinados a partir de la proyección de los resultados esperados.

³⁰ Pasivo total / EBITDA

³¹ Pasivo total / Activos totales

Para estimar los flujos de cajas proyectados se considerará un horizonte de planeación de 5 años, ya que considero que es un tiempo prudencial para manejar proyecciones más acertadas.

Como primer paso, debemos determinar los llamados *flujos de caja desapalancados* y los *ahorros fiscales*. Para este fin, basándose en el análisis interno y externo realizado, además de información otorgada por el departamento de Inteligencia de Negocios de la empresa, se ha elaborado el siguiente cuadro de supuestos:

Cuadro 4. 7 Supuestos para la proyección de flujos de caja

Supuestos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento ventas línea Alimentos	5%	4%	3%	2%	2%	
Crecimiento ventas línea Higiene y Cuidado Personal	15%	10%	7%	7%	5%	
Crecimiento ventas línea Panificación	15%	7%	5%	3%	3%	
Crecimiento ventas línea Industrias	25%	20%	15%	15%	10%	
Crecimiento ventas línea Biodiesel	-100%	0%	0%	0%	0%	
Costo de ventas sobre ventas	79%	79%	79%	79%	79%	
Gastos operativos sobre ventas	14%	14%	14%	13%	13%	
Gastos financieros sobre ventas	2%	2%	2%	2%	2%	
Tasa impositiva	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	
Capex	\$25MM	\$25MM	\$30MM	\$25MM	\$20MM	
Variación capital de trabajo	-1%	10%	8%	7%	5%	
Crecimiento Depreciación	15%	5%	5%	5%	5%	
Crecimiento perpetuo						5%

Los porcentajes de crecimiento en ventas, capital de trabajo y depreciación se aplicarán a las cifras obtenidas en el año 2013.

La tasa impositiva del 33,70% obedece al efecto combinado del 15% participación para empleados y del 22% de impuesto a la renta.

Para el capital de trabajo se estima que este seguirá el mismo comportamiento que las ventas, ya que se considera que si las ventas disminuyen se necesitará menor nivel de inventarios, cuentas por cobrar y crédito con proveedores de materias primas e insumos; de igual manera se espera el efecto contrario con un aumento en las ventas.

Los flujos de caja desapalancados se obtienen tomando el beneficio operativo después de impuestos, al que se le agrega las depreciaciones (pues no consumen fondos), se le deduce los aumentos en activos fijos y se le añade o deduce, según corresponda, las variaciones en el capital de trabajo. Es decir, que es el exceso de flujo de caja generado por una empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los

suministradores de capital, a saber, accionistas y acreedores. Representa el flujo de fondos que genera la empresa, con independencia de cómo es financiada.

Cuadro 4. 8 Flujos de caja proyectados a 5 años

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Alimentos	174.327.272	183.043.635	190.365.381	196.076.342	199.997.869	203.997.826
Ingresos Higiene y Cuidado Personal	97.997.229	112.696.813	123.966.494	132.644.149	141.929.240	149.025.701
Ingresos Panificación	42.811.877	49.233.659	52.680.015	55.314.016	56.973.436	58.682.639
Ingresos Industrias	96.667.139	120.833.923	145.000.708	166.750.814	191.763.436	210.939.780
Ingresos Biodiesel	57.490.030	-	-	-	-	-
Total Ingresos	469.293.546	465.808.031	512.012.598	550.785.321	590.663.981	622.645.947
(-) Costos de ventas		367.988.344	404.489.953	435.120.404	466.624.545	491.890.298
(-) Gastos operacionales		65.213.124	71.681.764	77.109.945	76.786.318	80.943.973
Utilidad Operacional		32.606.562	35.840.882	38.554.972	47.253.118	49.811.676
(-) Impuestos		10.988.411	12.078.377	12.993.026	15.924.301	16.786.535
NOPAT		21.618.151	23.762.505	25.561.947	31.328.818	33.025.141
(+) Depreciación	6.444.195	7.410.824	7.781.365	8.170.434	8.578.955	9.007.903
(-) CAPEX		25.000.000	25.000.000	30.000.000	25.000.000	20.000.000
(-) capital de trabajo (*)	39.871.341	(296.131)	3.925.556	3.294.144	3.388.105	2.717.199
Flujo de caja desapalancados		4.325.106	2.618.314	438.237	11.519.668	19.315.845

(*) Valores positivos significan inversiones en capital de trabajo, y valores negativos desinversión

El concepto de ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, y se produce específicamente por el menor pago de impuestos que realiza la empresa debido a los intereses correspondientes a la deuda en cada periodo. Para hallar el valor de los ahorros fiscales se multiplica los intereses de la deuda por la tasa impositiva.

Cuadro 4. 9 Ahorros fiscales proyectados por 5 años

	2014	2015	2016	2017	2018
Gastos financieros	9.316.161	10.240.252	11.015.706	11.813.280	12.452.919
Tasa impositiva	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%
Ahorros fiscales	3.139.546	3.450.965	3.712.293	3.981.075	4.196.634

4.4 ESTIMACIÓN DE LAS TASAS DE DESCUENTO

Las tasas de descuento a elegir dependen del flujo que vayamos a actualizar, así tenemos:

Los ahorros fiscales se descuentan a la tasa del coste de la deuda, para obtenerla, lo más adecuado técnicamente es establecer los pagos futuros de cada una de las operaciones de crédito y calcular una TIR general, con un valor presente igual a la suma de los saldos de capital.

Cuadro 4. 10 Cálculo costo deuda

Fecha	Valores
agosto-2014	116.209.655,67
septiembre-2014	(21.682.269,00)
octubre-2014	(15.253.011,93)
noviembre-2014	(14.769.988,39)
diciembre-2014	(4.230.271,88)
enero-2015	(4.859.791,61)
febrero-2015	(5.069.484,07)
marzo-2015	(4.316.959,26)
abril-2015	(6.550.367,76)
mayo-2015	(2.258.394,12)
junio-2015	(4.649.647,63)
julio-2015	(1.450.240,04)
agosto-2015	(1.277.100,00)
septiembre-2015	(1.678.335,02)
octubre-2015	(904.111,32)
noviembre-2015	(1.275.604,01)
diciembre-2015	(1.806.943,87)
enero-2016	(869.573,22)
febrero-2016	(1.264.595,90)
marzo-2016	(1.820.130,86)
abril-2016	(826.432,37)
mayo-2016	(1.483.092,09)
junio-2016	(1.578.313,54)
julio-2016	(817.803,65)
agosto-2016	(1.481.096,08)
septiembre-2016	(2.756.988,42)
octubre-2016	(737.578,09)
noviembre-2016	(1.407.503,25)
diciembre-2016	(296.566,45)
enero-2017	(728.949,37)
febrero-2017	(1.405.507,65)
marzo-2017	(296.569,45)
abril-2017	(720.320,84)
mayo-2017	(1.429.420,62)
junio-2017	(141.217,38)
julio-2017	(677.179,81)
agosto-2017	(1.306.581,66)
septiembre-2017	(111.393,26)
octubre-2017	(638.722,96)
noviembre-2017	(1.274.756,54)
diciembre-2017	(50.971,78)
enero-2018	(630.000,24)
febrero-2018	(1.208.143,29)
marzo-2018	(50.971,78)
abril-2018	(547.774,83)
mayo-2018	(1.197.942,27)
junio-2018	(48.769,76)
julio-2018	(611.349,17)
agosto-2018	(929.555,11)
septiembre-2018	(479.539,61)
octubre-2018	-
noviembre-2018	(872.785,35)
diciembre-2018	(470.907,88)
enero-2019	(120.842,96)
febrero-2019	(540.000,00)
marzo-2019	(462.276,15)
abril-2019	-
mayo-2019	(530.000,00)
junio-2019	(453.644,43)
julio-2019	-
agosto-2019	(520.000,00)
septiembre-2019	(445.012,66)
octubre-2019	-
noviembre-2019	(510.000,00)
Costo financiero	8,82%

Fuente: Informe endeudamiento La Fabril a Agosto-2014

Los flujos de caja desapalancados se descuentan utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (K_p) para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda, esta tasa es conocida como no apalancada y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital. Esta tasa se puede obtener a partir del modelo de valuación de activos de capital (CAPM por sus siglas en inglés) el cual plantea que la tasa de retorno exigida a un activo debe estar en función de su riesgo sistemático (beta); su ecuación es sencilla: se suma al rendimiento libre de riesgo (R_f)³², una prima por el riesgo³³ que se corre invirtiendo en dicho activo, variando la prima de riesgo [$E(R_M) - R_f$] según la beta (β)³⁴ desapalancada de la empresa. (Ver ecuación 4.1)

$$\text{Ecuación 4.1} \quad K_p = R_f + \beta_P [E(R_M) - R_f]$$

En vista que a las empresas ecuatorianas tienen baja presencia bursátil y/o sus mercados de valores no están desarrollados debemos recurrir a betas referenciales³⁵ de empresas que se dediquen al mismo negocio. Para la tasa libre de riesgo tomamos como referencia los T-Bonds 30Y³⁶ ya que consideramos que la empresa seguirá en el mercado por varios años más. Para la Prima de Riesgo de Mercado (PRM) tomamos como referencia la PRM histórica de Estados Unidos (por ser un mercado desarrollado) esto debido a que en Ecuador es difícil calcular la PMR a partir de índices bursátiles internos por la falta de presencia bursátil. (Ya que debemos utilizar la mayor cantidad de datos posibles para eliminar la Desviación estándar, el promedio geométrico es la mejor estimación de una prima a largo plazo, ya que a diferencia del promedio aritmético que tiene un sesgo hacia arriba, el promedio geométrico no tiene sesgo alguno).

Una vez que obtenemos el costo patrimonial y al tratarse de un país emergente debemos realizar el ajuste por riesgo país, en este caso se utiliza la primera opción que

³² Es la tasa de riesgo cero. A nivel general se consideran así a la tasa de interés que pagan los bonos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América (T-bonds).

³³ Es la diferencia entre la tasa de riesgo cero y los rendimientos esperados en el mercado, se suele llamar Prima de riesgo de mercado

³⁴ El coeficiente Beta (β) es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado.

³⁵ Los podemos obtener del sitio web de Damodaran: www.damodaran.com

³⁶ Es el rendimiento a 30 años que pagan los T-Bonds

plantea Damodaran que es sumarle al costo patrimonial inicial el Default Spread ³⁷ ya que se asume que este encierra el impacto del riesgo país. (Ver ecuación 4.2)

Ecuación 4.2
$$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$$

Cuadro 4. 11 Cálculo Costo patrimonial

Rubro	Valor	Fuente
Beta desapalancada	0,71	Betas promedio por sector (www.damodaran.com)
Prima de riesgo de mercado	4,62%	Promedio historico geometrico (1928-2013) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (www.damodaran.com)
Tasa libre de riesgo	3,23%	Promedio del rendimiento anual en 30Y T.Bonds durante el mes de agosto del 2014 (www.finance.yahoo.com)
Default Spread Ecuador	3,97%	Riesgo país promedio agosto/2014 (www.bce.fin.ec.com) Ajuste por riesgo país (www.damodaran.com)
Costo patrimonial	6,51%	$K_p = R_f + \beta_p [E(R_M) - R_f]$
Costo patrimonial ajustado	10,48%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

4.5 ESTIMACIÓN VALORES RESIDUALES

El valor residual, es el valor del flujo de caja y de ahorros fiscales esperado por la empresa después del período explícito de la proyección.

Para su cálculo vamos a utilizar el modelo de crecimiento de Gordon que consiste en calcular ese valor como una perpetuidad en la que se asume que la empresa continuará creciendo indefinidamente a un cierto ritmo; más específicamente, se toma el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año n y se asume que ese flujo crecerá de manera perpetua al ritmo de crecimiento antes indicado, de esa forma, el valor residual sería el valor presente de esa serie de flujos de caja. (Ver ecuación 4.3)

Ecuación 4.3 Valor residual =
$$\frac{FC(t_n) * (1 + \text{tasa de crecimiento})}{\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento}}$$

³⁷ Margen de incumplimiento

Para estimar el valor residual de los flujos de caja con este método, suponemos que los flujos de caja que la empresa espera generar tras el final del periodo de planificación (2018) crecen a una tasa constante del 5%.

Cuadro 4. 12 Cálculo valor residual flujos

Flujo caja 2018	19.315.845
Tasa de crecimiento	5%
Costo patrimonial	10,48%
Valor residual flujos	370.089.371

Para estimar el valor residual de los ahorros fiscales con este método, suponemos que los ahorros fiscales que la empresa espera generar tras el final del periodo de planificación (2018) crecen a una tasa constante del 5%.

Cuadro 4. 13 Cálculo Valor residual ahorro fiscales

Ahorro fiscal 2018	4.196.634
Tasa de crecimiento	5%
Costo deuda	8,82%
Valor residual flujos	115.378.599

4.6 ANÁLISIS DE ESCENARIOS

Los supuestos establecidos en el cuadro 4.6 fueron realizados bajo un escenario conservador, basado en el análisis de la evolución histórica de cifras financieras de La Fabril S.A., en su análisis FODA y considerando además las estrategias establecidas por la empresa en su planificación operativa y financiera. Incluso tales supuestos fueron puestos a consideración a funcionarios del Departamento de Inteligencia de Negocios de la empresa, los cuales están conforme con los mismos.

Pero como toda empresa en operación trae consigo riesgos, es importante llevar a cabo un análisis de escenarios, que nos permita visualizar, como afectaría al valor de la empresa, el cambio de una o más variables claves.

Consideramos tres factores claves que al alterarse afectarían, según sea el caso, positiva o negativamente al valor de la empresa: las tasas de crecimiento de ventas en el periodo de planificación, el porcentaje de costos de producción sobre las ventas (el 90% de

este costo corresponde a aceites vegetales), y la tasa de crecimiento para estimar el valor residual. En base a esto consideramos 2 escenarios adicionales: el optimista y el pesimista.

Para el escenario optimista se considerará los siguientes cambios:

- Elevar las tasas de crecimiento de ventas en las líneas de Higiene y Cuidado Personal, Industrias y Biodiesel, considerando que son las líneas que tienen fuertes posibilidades de crecimiento
- Disminuir el porcentaje de costo de producción un punto porcentual por año hasta llegar al 75% de las ventas, considerando una caída en los precios de aceite de palma, soya, y girasol. (En el 2009 la empresa logró un porcentaje del 74.7%).
- Aumentar la tasa de crecimiento perpetuo al 6%.

La tabla de supuestos para el escenario optimista se presenta a continuación:

Cuadro 4. 14 Supuestos escenario optimista

Supuestos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento ventas línea Alimentos	5%	4%	3%	2%	2%	
Crecimiento ventas línea Higiene y Cuidado Personal	15%	10%	10%	7%	7%	
Crecimiento ventas línea Panificación	15%	7%	5%	3%	3%	
Crecimiento ventas línea Industrias	25%	20%	20%	20%	15%	
Crecimiento ventas línea Biodiesel	-81%	10%	10%	10%	10%	
Costo de ventas sobre ventas	79%	78%	77%	76%	75%	
Gastos operativos sobre ventas	14%	14%	14%	13%	13%	
Gastos financieros sobre ventas	2%	2%	2%	2%	2%	
Tasa impositiva	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	
Capex	\$25MM	\$25MM	\$30MM	\$25MM	\$20MM	
Variación capital de trabajo	2%	10%	10%	9%	8%	
Crecimiento Depreciación	15%	5%	5%	5%	5%	
Crecimiento perpetuo						6%

Para el escenario pesimista se considerará los siguientes cambios:

- Disminuir las tasas de crecimiento de ventas en Panificación e Industrias, las cuales son más susceptibles a factores externos que impidan su crecimiento.
- Aumentar el porcentaje de costo de producción al 80% de las ventas, considerando un alza en los precios de aceite de palma, soya, y girasol.
- Disminuir la tasa de crecimiento perpetuo al 4%.
- Aumentar el riesgo país de Ecuador un punto porcentual

La tabla de supuestos para el escenario pesimista se presenta a continuación:

Cuadro 4. 15 Supuestos escenario pesimista

Supuestos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento ventas línea Alimentos	5%	4%	3%	2%	2%	
Crecimiento ventas línea Higiene y Cuidado	15%	10%	7%	7%	5%	
Crecimiento ventas línea Panificación	15%	5%	4%	3%	2%	
Crecimiento ventas línea Industrias	25%	15%	10%	10%	5%	
Crecimiento ventas línea Biodiesel	-100%	0%	0%	0%	0%	
Costo de ventas sobre ventas	80%	80%	80%	80%	80%	
Gastos operativos sobre ventas	14%	14%	14%	13%	13%	
Gastos financieros sobre ventas	2%	2%	2%	2%	2%	
Tasa impositiva	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	33,70%	
Capex	\$25MM	\$25MM	\$30MM	\$25MM	\$20MM	
Variación capital de trabajo	-1%	8%	6%	6%	4%	
Crecimiento Depreciación	15%	5%	5%	5%	5%	
Crecimiento perpetuo						4%

5. VALORACIÓN FINANCIERA DE LA FABRIL S.A.

El valor de la empresa por el método de flujos de caja de descontados bajo el enfoque APV es el valor actual de los flujos de caja proyectados descontados a la tasa del costo patrimonial, más el valor actual de los ahorros fiscales proyectados descontados a la tasa del costo de la deuda.

De esta manera se determinó que el valor financiero de La Fabril S.A. bajo un escenario conservador, el cual es el esperado, es de **\$ 340'580.963,29**.

Cuadro 5. 1 Cálculo valor financiero La Fabril S.A. (Escenario esperado)

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de caja	4.325.106	2.618.314	438.237	11.519.668	19.315.845
Valor residual flujos de caja					370.089.371
Total flujos	4.325.106	2.618.314	438.237	11.519.668	389.405.216
Ahorros fiscales	3.139.546	3.450.965	3.712.293	3.981.075	4.196.634
Valor residual ahorros fiscales					115.378.599
Total ahorros fiscales	3.139.546	3.450.965	3.712.293	3.981.075	119.575.233
Valor actual flujos de caja (Tasa: 10,48%)	\$ 250.697.918,78				
Valor actual ahorros fiscales (Tasa 8,82%)	\$ 89.883.044,51				
Valoración de la empresa	\$ 340.580.963,29				

Si consideramos un escenario optimista, el valor financiero de La Fabril S.A. asciende a **\$ 736'489.369,63**.

Cuadro 5. 2 Cálculo valor financiero La Fabril S.A. (Escenario optimista)

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de caja	3.904.016	6.557.452	8.150.812	24.895.079	38.566.951
Valor residual flujos de caja					912.480.865
Total flujos	3.904.016	6.557.452	8.150.812	24.895.079	951.047.816
Ahorros fiscales	3.213.168	3.531.949	3.875.307	4.220.720	4.548.936
Valor residual ahorros fiscales					171.040.791
Total flujos	3.213.168	3.531.949	3.875.307	4.220.720	175.589.727
Valor actual flujos de caja (Tasa: 10,48%)	\$ 609.463.746,68				
Valor actual ahorros fiscales (Tasa 8,82%)	\$ 127.025.622,95				
Valoración de la empresa	\$ 736.489.369,63				

Si consideramos un escenario pesimista, el valor financiero de La Fabril S.A. desciende a \$ **202'879.671,98**.

Cuadro 5. 3 Cálculo valor financiero La Fabril S.A. (Escenario Pesimista)

	2014	2015	2016	2017	2018
Flujos de caja	940.668	2.869.718	(533.798)	9.821.191	16.206.694
Valor residual flujos de caja					225.327.684
Total flujos	940.668	2.869.718	(533.798)	9.821.191	241.534.377
Ahorros fiscales	3.139.546	3.403.607	3.608.182	3.811.090	3.950.007
Valor residual ahorros fiscales					85.243.661
Total flujos	3.139.546	3.403.607	3.608.182	3.811.090	89.193.669
Valor actual flujos de caja (Tasa: 11,48%)	\$ 149.404.610,90				
Valor actual ahorros fiscales (Tasa 8,82%)	\$ 69.730.459,48				
Valoración de la empresa	\$ 219.135.070,38				

En base a los análisis macroeconómicos, sectoriales, industriales e internos realizados, a más de considerar el excelente desempeño que ha tenido La Fabril S.A. en los últimos años, se ha determinado que las probabilidades que tienen de producirse cada uno de los escenarios definidos: conservador, optimista y pesimista, son del 50%, 20% y 30% respectivamente. Por lo cual el valor ponderado de la empresa es de \$ **383'328.876,68**.

Cuadro 5. 4 Valor financiero ponderado de La Fabril S.A.

Escenario	Valor empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Pesimista	\$ 219.135.070,38	30%	\$ 65.740.521,11
Esperado	\$ 340.580.963,29	50%	\$ 170.290.481,64
Optimista	\$ 736.489.369,63	20%	\$ 147.297.873,93
TOTAL			\$ 383.328.876,68

6. CONCLUSIONES

La valoración de empresas es una herramienta financiera de gran utilidad a nivel empresarial, ya que a más de ayudarnos a obtener una referencia de su valor, nos permite evaluar los efectos que tienen las distintas decisiones tomadas en la creación de valor en las empresas, a más de otras utilidades.

Para realizar correctamente una valoración no solo debemos contar con información financiera transparente y precisa, sino que debemos tener un amplio conocimiento sobre la empresa, negocio o inversión que se intenta valorar, y el entorno en que estos se desenvuelven.

Existe una gran variedad de métodos de valoración a nuestra disposición. Depende de nosotros el determinar, en cada caso concreto, según las características peculiares de cada empresa, el más idóneo.

El método de flujo de fondos descontados parece ser el método más adecuado conceptualmente para valorar una empresa, dado que percibe a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y por ello la valora en la medida que sea capaz de generar dichos flujos para sus propietarios. Además este método toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo, además que considera la estructura de capital de la empresa y toma en consideración los riesgos a que se expone la compañía.

De este método se critica la subjetividad al momento de proyectar los flujos y al determinar las tasas a descontarlos; pero ésta se puede minimizar soportando los supuestos en adecuados análisis macroeconómicos, a nivel de industria y a nivel empresarial.

La Fabril S.A. es una de las industrias ecuatorianas con mayor trayectoria en el ámbito empresarial y es un actor muy importante en la industria de oleaginosas latinoamericanas. Cuenta con amplias posibilidades de crecimiento y desarrollo, catalogándola con toda certeza como un ente generador de beneficios futuros para sus accionistas.

El contexto macroeconómico en que se desenvuelve la empresa es estable y no representa riesgos significativos para los planes de expansión de la misma.

El sector en que se desenvuelve La Fabril cuenta con varios riesgos, pero gracias a sus fortalezas la empresa ha sabido manejar tales riesgos, desarrollando así ventajas competitivas y minimizando sus amenazas.

El modelo CAPM es una herramienta factible para estimar el costo patrimonial de un negocio o inversión, el no contar con un mercado bursátil desarrollado, no es un limitante, ya que podemos recurrir a datos referenciales, que están a fácil acceso de los usuarios.

El análisis de escenarios es muy importante, ya que nos ayuda a determinar, los efectos que tendría en el valor de la empresa, la interacción de las variables a la que está expuesta.

La valoración no determina un valor único, sino un rango de valores, según los escenarios a los que la empresa se pueda enfrentar. En el caso de La Fabril S.A. los valores oscilan entre los 220 y 740 millones de dólares, obteniendo un promedio ponderado que supera los 380 millones de dólares.

REFERENCIAS

- 500 Mayores empresas del Ecuador.** (2013, 27 de septiembre). Revista Vistazo.
- Álvarez, R., García K., Borraez, A. (2006). **Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados**
- Ancupa. (2014). **Precio Internacional del Aceite de Palma, semana del 25 de agosto del 2014.** <http://www.ancupa.com/index.php/estadisticas>
- Barrechene, L., Arenas, J. (2007). **Manejo del riesgo financiero en la valoración de empresas**
- Benítez, G. (2013). **Valoración de Empresas. Aplicación Modelo Black and Scholes**
- Biodiesel: una nueva puerta para la producción de la palma.** (2014, 21 de mayo) Revista El Agro.
- Calificadora de riesgo PCR. (2014). **Actualización de la Calificación de riesgo al Quinto Programa de papel comercial La Fabril S.A.**
- Damodaran. (2014). **Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current.** <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- Damodaran. (2014). **Betas by sector.** <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- Damodaran. (2014). **Country Default Spreads and Risk Premiums.** <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2014). **Informe evolución de la Balanza Comercial Enero-Mayo 2014**
- Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2014). **Informe Inversión extranjera directa Primer trimestre 2014**
- Ecuador. Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2014). **Informe inflación julio-2014**
- Ecuador. Instituto Nacional de Estadísticas y Censo. (2014). **Informe desempleo Junio-2014**
- Ecuador. Ministerio Coordinador de la política económica. (2014) **Indicadores macroeconómicos Abril-2014**
- Ekos. (2014). **Ranking empresarial.** <http://www.ekosnegocios.com/empresas/RankingEcuador.aspx>
- Entérese de los planes del sucesor del imperio de La Fabril en Ecuador.** (2014, 6 de mayo). América Economía.
- Estados Unidos. Naciones Unidas. (2014). **Situación y perspectivas de la economía mundial 2014**
- Fedapal. (2014). **¿Qué significa el cultivo de palma para el país?.** <http://fedapal.com/web/files/estadistica%20nacional/sgnificancia.pdf>
- Fedapal. (2014). **Producción, consumo y excedente de aceite de palma.** <http://fedapal.com/web/files/prod.pdf>
- Fernández, P. (1999). **Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos de compañías comparables**

- Fernández, P. (2008). **Métodos de valoración de empresas**
- Fernández, P. (2008). **Valoración de empresas por descuento de flujos: diez métodos y siete teorías**
- Jenkins, M. (2008). **Métodos de valoración de empresas**
- La Fabril fue reconocida en tres categorías.** (2013, 22 de octubre). Revista Líderes
- La Fabril S.A. (2014) **Informe anual 2013**
- La Fabril S.A. (2014) **Informe de autoabastecimiento de materia prima a julio/2014.**
- La Fabril S.A. (2014) **Informe de endeudamiento a Diciembre-2013**
- La Fabril S.A. (2014) **Informe de ventas junio/2014.**
- La Fabril, Innovación y cumplimiento.** (2013, 27 de septiembre). Revista Vistazo.
- La palma busca expandirse con responsabilidad.** (2012, 12 de marzo). Diario Hoy.
- Lopez, G. (2005) **Métodos de valuación de empresas por descuento de flujos: Integrando la información de los estados financieros con los Mercados de capitales**
- Lubian, F., De Luna, W. (2001). **Valoración de empresas en la práctica**
- Pereyra, M. (2008). **Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales**
- Perú. Fondo Monetario Internacional. (2014). **Perspectivas económicas: Las Américas**
- Proyectan incrementar producción de aceite de palma en Ecuador.** (2014, 26 de mayo) Ecuador inmediato
- Ranking 2013 principales empresas e instituciones financieras del país.** (2013, 15 de junio). Revista Gestión.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., (2012). **Finanzas Corporativas**
- Sarmiento, J. (2002). **Valoración de empresas - Métodos**
- Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana. (2014). **Actualización de la Calificación de riesgo a la Cuarta emisión de papel comercial La Fabril S.A.**
- Superintendencia de Compañías. **Portal información empresas.**
<http://www.supercias.gob.ec/portalinformacion/consulta/index.php>
- Titman, S., Martin, J., (2010). **Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa**
- Topa, G. (2008) **Algunos de los métodos para valoración de empresas**
- US Treasury Bonds Rates.** (2014) <http://finance.yahoo.com/bonds>