

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL



**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
EXTRACTORA AGRICOLA RIO MANSO EXA S.A.
UTILIZANDO EL METODO DE FLUJO DE CAJA”**

TESIS DE GRADO

MAGISTER EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

Presentado por:

CLAUDIA PIERINA COLAMARCO VERA

Guayaquil – Ecuador

2015

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

PhD Katia Rodríguez Morales
PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

Econ. María Elena Romero Montoya
DIRECTOR DE TESIS

M.Sc. Washington Macías Rendón
REVISOR 1

M.Sc. José de la Gasca G.
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

Claudia Pierina Colamarco Vera

DEDICATORIA

Es mi deseo dedicar mi tesis a la Fundación CTF (Children's Tumor Foundation)



A los héroes que trabajan en la ardua labor de encontrar una cura para el NF (Neurofibromatosis).

AGRADECIMIENTO

Mi agradecimiento infinito a Dios por todas las bendiciones que ha puesto en mi camino y que me permitieron llegar hasta aquí.

A mis padres quienes desde el cielo me cuidan y quienes fomentaron en mí una formación académica.

A mis hijos, Matías y Mila quienes supieron entender mi ausencia y siempre me dieron muestras de amor en todo momento.

A mi amado esposo, Manuel Ángel quien con su paciencia y su amor me apoyó siempre. Él, mi compañero de vida me ha enseñado la perseverancia y ha sido mi apoyo emocional.

A mi bella hermana Pinuccia quien siempre me alienta para continuar, a mí cuñado Junior, a mis hermanos y a mis sobrinos por su inmenso cariño.

A mis madres sustitutas Manuelita y Alina quienes no dudaron de este triunfo y con sus consejos, comidas y amor han sido parte de mi vida personal y profesional.

A mi familia política Calderón Vera quienes han sido parte de mi vida y de mis triunfos y especialmente a mi hermano político Juan José quien es un gran ser humano lleno de humildad y es un guerrero firme que me ha dado una lección de vida por su paciencia y sacrificio.

A mis camaradas de maestría quienes entre risas y experiencias creyeron en mí en todo momento. Liliana Roca y Betsy Briones, amigas incondicionales.

A mi directora de tesis, Economista María Elena Romero, por su esfuerzo y dedicación, quien con sus conocimientos, experiencia, y paciencia ha logrado que pueda terminar mis estudios con éxito.

A la Escuela Superior Politécnica del Litoral por darme la oportunidad de estudiar y ser una profesional y dentro de esta emblemática institución al elenco de profesores quienes me brindaron sus enseñanzas.

A todos quienes han sido parte de mi vida y han aportado un granito de arena en mi formación como ser humano y como profesional, mil gracias.

Claudia Pierina Colamarco Vera

ÍNDICE GENERAL

TRIBUNAL DE TITULACIÓN	ii
DECLARACIÓN EXPRESA	iii
AGRADECIMIENTO	v
ÍNDICE GENERAL.....	vi
RESUMEN.....	viii
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	ix
ÍNDICE DE CUADROS	x
1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 Antecedentes	1
Misión	1
Visión.....	1
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	4
1.3 OBJETIVOS.....	5
1.3.1 OBJETIVO GENERAL	5
1.3.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS	5
1.4 JUSTIFICACIÓN	5
1.5 ANÁLISIS DE LA EMPRESA EXTRACTORA AGRICOLA RIO MANSO S.A.....	6
1.5.1 ANÁLISIS EXTERNO	6
1.5.1.1 Entorno y escenario macroeconómico del país	6
1.5.1.2 Análisis del mercado de palma.....	9
1.5.2 ANÁLISIS INTERNO	18
1.5.2.1 Productos.....	18
1.5.1.2 Operaciones.....	19
1.5.1.3 Estrategias.....	21
1.5.1.4 Análisis FODA de la empresa.....	22
1.5.1.5 Principales Clientes y proveedores	24
2. REVISIÓN DE LITERATURA	26
2.1 Aspectos generales de la valoración de empresas.....	26
2.2 Clasificación y descripción de los Métodos de valoración de empresas	27
2.2.1 Valor contable.....	28
2.2.2 Método de múltiplos o comparables	30
2.2.3 Método de flujo de caja descontados	31

2.2.4 Método de opciones reales	32
3. METODOLOGÍA	34
3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO	34
3.2 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DEL MÉTODO SELECCIONADO.....	34
3.3 DESCRIPCIÓN DE LAS FUENTES DE INFORMACIÓN A UTILIZAR	37
3.4 ANÁLISIS FINANCIERO	37
3.5 PROYECCIÓN DE CIFRAS FINANCIERAS	43
3.5.1 Cálculo de flujos proyectados.....	44
3.5.2 Cálculo de tasa de descuento	45
3.5.3 Cálculo de valor terminal	48
3.6 ANÁLISIS DE ESCENARIOS	49
4. VALORACIÓN FINANCIERA DE EXTRACTORA AGRICOLA RIO MANSO	51
5. CONCLUSIONES.....	53
RECOMENDACIONES.....	55
REFERENCIAS	57

RESUMEN

Dentro de las finanzas corporativas el tema de valoración de empresas es uno de los tópicos más fascinantes dentro de las finanzas modernas. Su vital importancia es identificar los efectos que tienen las empresas a la hora de tomar grandes decisiones, lo que me motivo a realizar el presente proyecto de tesis. Por lo tanto, este trabajo de tesis tiene como finalidad ser de gran utilidad financiera para la empresa Rio Manso S.A. y ser la principal herramienta para ejecutar el proceso de valoración de esta empresa extractora de palma africana con alto prestigio empresarial en el Ecuador.

La actual tesis está compuesta de cinco capítulos. En el primer capítulo se describe los antecedentes de Rio Manso S.A. y por qué es necesario integrar en su planeación financiera la herramienta de valoración de empresas; en este capítulo se efectuó un estudio general de la situación macroeconómica de la extractora Rio Manso S.A., el cual encierra un estudio económico del país y del sector palmicultor. También se mencionara un estudio de las estrategias y evolución en cuanto a sus cifras financieras en los últimos cinco años, además factores que van a incidir en la valoración.

En el segundo capítulo se detalla todo sobre la valoración de empresas: conceptos, objetivos, usos, además de describir los principales métodos de valoración que se utilizan al momento de la toma de decisiones.

En el tercer capítulo se explica la metodología y las razones del método de flujos de caja descontados que por ser una herramienta práctica y completa es la que se va a utilizar haciendo una estimación de los flujos a futuros.

En el cuarto capítulo se efectuó la aplicación del método de flujos de caja descontados a la empresa Rio Manso S.A. considerando todos los escenarios, optimista, pesimista y esperado.

Finalmente en el quinto capítulo se presentan las conclusiones del producto con el análisis realizado y por último se realizan las recomendaciones.

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. 1 Evolución del PIB en Ecuador	¡Error! Marcador no definido.
Gráfico 1. 2 Evolución de la Inflación en Ecuador	9
Gráfico 1. 3 Producción mundial de aceites vegetales	11
Gráfico 1. 4 Ubicación geográfica de las principales zonas palmeras	13
Gráfico 1. 5 Relación superficies y número de palmicultores	14
Gráfico 1. 6 Evolución precio de Aceite de palma en Ecuador	16
Gráfico 1. 7 Evolución exportaciones de Aceite de palma en Ecuador	16
Gráfico 1. 8 Exportaciones de Aceite de palma por destino (2013)	17
Gráfico 1. 9 Evolución capacidad instalada (tons al año)	20
Gráfico 1. 10 Principales clientes	24
Gráfico 1. 11 Principales proveedores	25
Gráfico 3.1 Ingresos por línea de negocio	38
Gráfico 3.2 Ingresos, costos y gastos operativos	39
Gráfico 3.3 Evolución ROA y ROE	40
Gráfico 3.4 Riesgo país Ecuador	42
Gráfico 3.5 El precio de los bonos de los Estados Unidos	42

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. 1 Ventas y activos principales extractoras del país	3
Cuadro 1. 2 Mayores Productores mundiales de aceite de palma	12
Cuadro 1. 3 Significancia del cultivo de palma para el país	15
Cuadro 1. 4 Proyecciones de la Palmera aceitera a 5 años (Año 2.019)	17
Cuadro 1. 5 Activos Estrategicos	18
Cuadro 3.1 Supuestos para en el analisis de proyección.....	44
Cuadro 3.2 Proyeccion a 5 años de los Flujo de Caja	45
Cuadro 3.3 Cálculo de los costos del patrimonio.....	47
Cuadro 3.4 WACC	48
Cuadro 3.5 Cálculo valor terminal	49
Cuadro 3.6 Cálculo de un supuesto escenario optimista	50
Cuadro 3.7 Cálculo de un supuesto escenario pesimista	50
Cuadro 4. 1 Cálculo VF Rio Manso S.A. (esperado).....	51
Cuadro 4. 2 Cálculo VF Rio Manso S.A. (optimista)	51
Cuadro 4. 3 Cálculo VF Rio Manso S.A. (pesimista)	51
Cuadro 4. 4 Valoración ponderada Rio Manso S.A.....	52

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Antecedentes

Extractora Agrícola Río Manso Exa. S.A es una empresa ecuatoriana constituida en el año 1977, iniciándose con una primera planta extractora que lleva su mismo nombre, y es parte del grupo agroindustrial La Fabril S.A.

La empresa se dedica a la extracción, producción y venta de aceite rojo de palma, aceite de palmiste y sus subproductos e insumos, como torta o pasta de palmiste, compostaje (a base de residuos orgánicos del proceso de la extracción), cascarilla de palmiste, abono orgánico de lodo de aceite de palma.

El aceite de palma se obtiene de la fruta del árbol *Elaeis Guineensis*, siendo de origen de Guinea Occidental y que además de ser un cultivo de alta rentabilidad las regiones tropicales son óptimos para el desarrollo de esta fruta.



Misión

Producir aceite de palma, palmiste y subproductos para mercado local e internacional, con altos estándares de calidad y productividad cumpliendo con todas las normativas ambientales y laborales, creando una relación de largo plazo y de excelente servicio con nuestros proveedores.

Visión

Como Compañía Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A., consolidaremos nuestro liderazgo como principal abastecedor de aceite al mercado nacional, y seremos un actor relevante en la exportación, con altos índices de rentabilidad y optimización de nuestros procesos.

Desarrollaremos de manera integral a nuestros colaboradores, para contar con personal íntegro, comprometido y responsable.



Río Manso S.A. es líder nacional en el procesamiento industrial de extracción de aceites de palma y palmiste, cuenta con cuatro plantas extractoras de aceite de palma, dos plantas de aceite de palmiste y en la actualidad existen doce centros de acopio funcionales que la empresa tiene distribuidos en la zona de Santo Domingo de los Tsáchilas mayormente.

La ventaja de un servicio diferenciado es el mensaje que se le da a los agricultores y productores de la fruta de palma, ya que la empresa les ahorra que recorran grandes distancias con la fruta, y es así que rápidamente la inversión de los centros de acopio fue notoria cuando la empresa incrementó el número de proveedores de 250 en el 2009 a más de 2.000 a finales de 2012, distribuidos entre las provincias de Esmeraldas, Santo Domingo de los Tsáchilas y Los Ríos.

La empresa tiene una capacidad instalada de procesamiento de fruta que sobrepasa las 500.000 toneladas por año (equivalente al cerca del 22% de la producción nacional de fruta de palma), y una capacidad de proceso de nuez de palma de 84.000 toneladas por año (superior al 40% de la producción de nueces del país)¹

Todo lo anterior es producto de la decisión estratégica tomada a finales de 2010, la cual consideraba una participación más activa de la empresa Río Manso en la producción de aceite de palma para un mayor autoabastecimiento del producto para la empresa La Fabril S.A. Para esto se inició un plan piloto de inversiones en dos plantas extractoras (La Comuna y Monterrey). En el 2012 incorporó en su proceso productivo a la Extractora Provasa (Procesadora Valle del Sade S.A.), la cual sumada a las extractoras Río Manso, Monterrey y La Comuna, le permiten tener un potencial de procesamiento de fruta de 63 toneladas métricas por hora. Lo que le permitió pasar de una capacidad instalada de procesamiento de fruta de 82.000 toneladas en 2010 a más de 500.000 toneladas en la actualidad como lo mencionamos anteriormente.

A finales de 2012, Río Manso S.A. absorbió a la compañía Técnicas y Servicios Agroindustriales TYSAI S.A., con esta adquisición, Río Manso se posesiona como una empresa que mantiene el control de la planta extractora de aceite de palmiste ya que en el Ecuador tiene la mayor capacidad procesadora en este campo.

¹ <http://exariomanso.com/index.php/component/content/?view=featured>

Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A., tiene una ventaja competitiva al ser parte de una empresa como La Fabril S.A., ya que le da un canal exclusivo y seguro de venta de toda su producción tanto de aceite de palma como de aceite de palmiste. Esta estrategia es muy beneficiosa que empresas como UNILEVER que es otra multinacional que en Malasia también son dueños de una empresa de palma africana (PAMOL)²

Es una empresa que brinda servicios al palmicultor tales como: asistencia técnica en los cultivos de palma para aumentar la productividad y disminuir la incidencia de plagas y enfermedades, también se les ofrece seminarios, capacitaciones y talleres gratuitos a los palmicultores, como también un pago inmediato del producto.

Los ingresos de la empresa en el año 2013 sobrepasaron los 72 millones de dólares, sus activos se ubican en 39 millones y su patrimonio asciende a 5.3 millones. Lo que ubica a la empresa Rio Manso entre las más grandes productoras de aceite crudo de palma y palmiste del país. Según ranking de Ekos negocio³, Rio Manso ocupa el primer lugar según la posición de ventas. Información que es confirmada en la base de datos de la Superintendencia de Compañías. Incluso hasta en nivel activos ocupa los primeros lugares.



Fotografía de la palma africana, Extractora Agrícola Rio Manso S.A

² http://www.acnur.org/t3/uploads/media/COI_1937.pdf?view=1

³ <http://www.ekosnegocios.com/empresas/Empresas.aspx?idE=10067&nombre=EXTRACTORA AGRICOLA RIO MANSO EXA S.A.& b=1>

Cuadro 1. 1 Ventas y activos principales extractoras del país

EMPRESA	Ventas	Activos
Rio Manso	74.945.282,90	39.517.437,32
Palmeras del ecuador	67.471.982,32	82.366.880,59
Palmeras de los andes	60.559.562,04	84.047.993,61
La sexta	28.131.236,04	9.966.414,60
Alzamora	24.135.379,60	13.633.147,33
Quevepalma	22.487.440,25	9.263.954,32
Agroparaiso	19.640.755,89	11.647.890,34
Oleorios	18.665.937,80	5.621.036,99
Danayma	17.430.555,54	5.815.861,06
Oleocastillo	14.280.175,11	8.720.255,51
Palesema	13.599.340,98	19.956.223,47
Alespalma	12.586.213,22	22.454.148,31
PEXA SA	9.211.422,32	3.240.912,68
Palcien	8.482.843,57	7.760.635,12
La Joya	8.049.803,39	3.104.753,06
Palduana	7.035.047,42	2.728.687,74
Siexpal	6.803.023,54	3.495.322,73
Aiquisa	6.425.371,03	6.588.421,38
Novapalm	4.275.060,65	8.681.820,34
Extracata	3.016.701,88	1.503.867,49
Agroinpla	2.729.962,94	953.236,10
Aexav	2.311.510,58	1.087.101,90

Fuente: Superintendencia de Compañías

1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A., es una empresa ecuatoriana grande, que toma importantes decisiones de inversión y financiamiento y que tiene buenas expectativas de crecimiento. Es de suma importancia para potenciales inversionistas tener una valoración confiable y por eso propongo a la empresa una herramienta tan importante como lo es la valoración de empresas para que le ayude a determinar tomando en cuentas todas las variables que se consideren importantes, entre otros aspectos, los determinantes principales de su valor.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 OBJETIVO GENERAL

Estimar el valor financiero de la empresa Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A.

1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Describir los aspectos teóricos de la valoración de empresas: conceptos y métodos.
- Definir el método de valoración a emplear y describir sus ventajas y desventajas.
- Analizar el entorno económico, sectorial e interno de la empresa.
- Aplicar el método de valoración escogido a la empresa.

1.4 JUSTIFICACIÓN

La valoración de empresas es una disciplina dentro del ámbito de las finanzas corporativas que se ha desarrollado y ha tomado relevancia en los últimos años, ya que éste no sólo sirve para determinar su precio de venta en una fusión o adquisición, sino también busca fuentes de información más objetivas que sirvan para identificar los determinantes principales de su valor. A fin de tener como resultado el valor que la empresa pueda tener en el mercado también la capacidad de crecer y expandirse es considerada, también se tomas en cuenta entre otros importantes usos: salidas a bolsa de valores, planificación estratégica por parte de los administradores y un sistema de remuneraciones basado en creación de valor de la empresa.

Una de las situaciones más comunes con las que se encuentran al momento de la valoración es que en el mercado los dueños de negocios sobrevaloran sus empresas, ya que en muchas veces el aspecto emocional (valor sentimental del o los dueños) no está acorde a la realidad de mercado. Es por esto que un análisis objetivo (como la capacidad de generar flujos de caja actuales y futuros es necesario.

Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A. como se ha dicho anteriormente es una de las principales productoras de aceite crudo de palma y palmiste del país y como como tal, está continuamente tomando importantes decisiones de inversión, financiamiento y operación, lo que hace imprescindible que se analice y se valore la empresa, y teniendo datos reales se tomen decisiones de impacto a la empresa.

Por todo lo anteriormente descrito, es más que justificable que la compañía implemente dentro de su planificación financiera la herramienta de valoración de empresas.

1.5 ANÁLISIS DE LA EMPRESA EXTRACTORA AGRÍCOLA RIO MANSO S.A

1.5.1 ANÁLISIS EXTERNO

1.5.1.1 Entorno y escenario macroeconómico del país ⁴

Ecuador ha vivido una estabilidad cambiaria a partir de que se implementó la dolarización en el país, la cual permitió generar niveles importantes de ahorro y financiamiento a largo plazo. El dólar norteamericano ha permitido que en las negociaciones internacionales no solo sirva para pagar sino también para mantener el cambio de sus divisas y las exportaciones son extremadamente importantes para países productores como es el caso de Ecuador porque representa ingresos de divisas extranjeras. Adicionalmente, existió de manera constante una inversión en el sector privado y por parte del sector público, que permitió una recuperación de la economía en su conjunto, luego de la importante crisis de finales de los años 90.⁵

A partir de la instauración del nuevo orden gubernamental en el año 2007 que fue cuando SENPLADES comenzó a implementar una mayor participación social, donde el Ecuador ha iniciado una gestión de cambios en el funcionamiento y direccionamiento político–económico de la nación enfrentando problemas internos y externos, en función de una visión con mayor participación social, y en la que el sector público asumió nuevas funciones y el sector privado también ha sido objeto de muchos cambios que han afectado el crecimiento de sus empresas de manera positiva y negativa, cabe recalcar que la extractora Rio Manso S.A se ha mantenido estable a pesar de los cambios.

La caída de los precios de las materias primas hará que la economía de América Latina crezca en 2015 a un ritmo menor de lo previsto, según un estudio de COFACE, que cifra el alza del PIB medio en la región en torno al 2 %.

La abrupta caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, delinea para el año 2015 un escenario de condiciones muy diferentes a las experimentadas en el último quinquenio. Ecuador en su calidad de país exportador de crudo, enfrenta presiones de orden fiscal obligando a las autoridades a revisar el presupuesto de inversión y gasto inicialmente planteado. Al mismo tiempo, el fortalecimiento del dólar en los mercados

⁴ Prospecto de Oferta Pública – Emisión de Obligaciones Extractora Agrícola Rio Manso (2013)

⁵ [Http://www.guioteca.com/finanzas-aplicadas/tag/valor-libro/feed/](http://www.guioteca.com/finanzas-aplicadas/tag/valor-libro/feed/)

cambiaros incide sobre los resultados de la Balanza Comercial toda vez que las exportaciones locales se vuelven menos competitivas frente a la oferta de países en posibilidad de devaluar su moneda, debiéndose por ello buscar medidas que desestimulen las importaciones de bienes que compiten con la producción interna.

La salvaguardia que anuncio el 11 de Marzo del 2015 el presidente de los ecuatorianos Economista Rafael Correa Delgado significa una medida de restricción al comercio exterior a 2.800 subpartidas de productos. A pesar que esto implica un arancel que el Ecuador pone a productos que vengan del exterior esto implicaría que para empresas ecuatorianas como Rio Manso que produce materia prima para muchos productos nacionales estas son buenas noticias, ya que se asume que al consumir más de lo nuestro (porque los precios son mejores) y menos de lo extranjero nuestros productos se venden más y por lo tanto hay una mayor demanda interna.

Producto Interno bruto (PIB)⁶

En el año 2008, el PIB Real, experimentó una tasa de crecimiento superior del 6,52%, apoyado por un dinamismo de las exportaciones petroleras y no petroleras que permitían un superávit en la balanza comercial del 8,60%. En el mismo año, el gobierno dictaminó que se incluyan varios de los fondos que se habían conformados a partir de las excedentes petroleros en el presupuesto del aparato central, con lo cual pudo fomentar el gasto público y la inversión social. A estos factores se añaden los precios del barril de petróleo altos, y el ingreso de remesas por parte de los migrantes con lo cual la economía creció.

En el año 2009, la economía ecuatoriana ve su crecimiento frenado, debido a la crisis financiera mundial, que afectó a los principales mercados internacionales desde fines del segundo semestre del año 2008. Adicionalmente el precio promedio de exportación de cada barril de petróleo se vio afectado por una reducción temporal en la demanda global debido a la crisis que comenzó en EEUU y se expandió al resto de economías importantes.

En el año 2010 la economía muestra signos de recuperación con respecto al año previo situando su crecimiento en 3,5%. Este crecimiento fue empujado de manera importante por la inversión gubernamental.

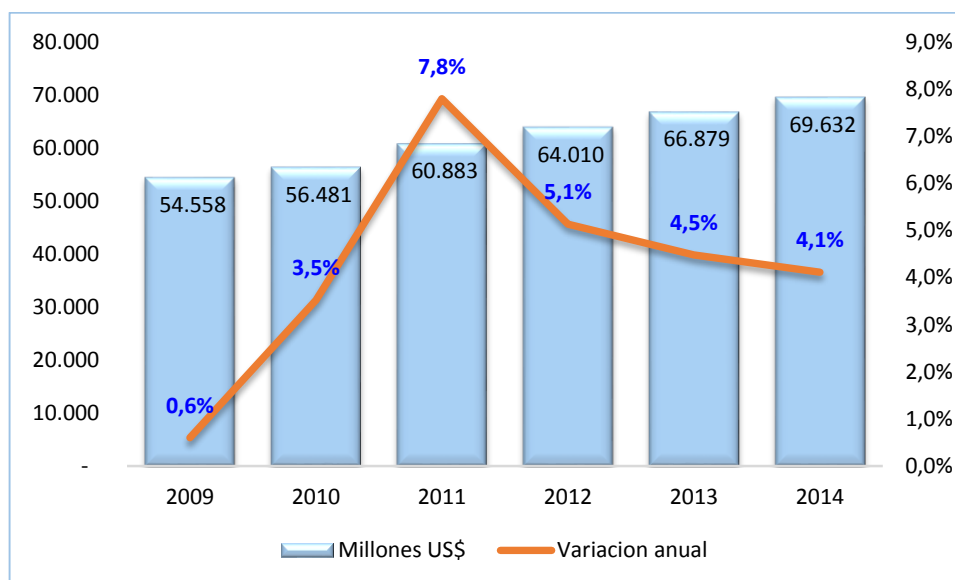
⁶ Banco Central del Ecuador - Estadísticas Macroeconómicas Junio 2014

En el año 2011 el país experimentó un importante crecimiento del PIB, cerró el año con un crecimiento de 7,8%. La tasa de crecimiento de la economía ecuatoriana estuvo por encima del promedio que registró América Latina, 5,5%.

En el año 2012 el PIB se ubicó en 64,010 millones de US dólares constantes y su crecimiento, con relación al año 2011, fue de 5.1%.

Ecuador mantuvo la tendencia de crecimiento económico, cerrando el año 2014 con un resultado positivo de 4.1%, situando al PIB (a precios constantes) en USD 69,632 millones. Aunque el crecimiento del PIB ha ido decelerándose progresivamente y los últimos tres años (2012,2013 y 2014) las tasas de crecimientos fueros 5,1%, el 4,5% y el 4.1%.⁷

Gráfico 1. 1 Evolución del PIB en Ecuador



Fuente: Banco Central del Ecuador

Inflación⁸

“La inflación es el aumento generalizado y sostenido de los precios de bienes y servicios en un país y puede tener efectos negativos y positivos”.⁹ La variación de crecimiento de precios se ha mantenido estable en cifras próximas al 3% anual, desde que entró en vigor el dólar de los estados Unidos de América como la moneda oficial del Ecuador, Durante el año 2008, la inflación superó el 8% debido al fuerte incremento del

⁷ <http://www.bancomundial.org/es/country/ecuador/overview>

⁸ Banco Central del Ecuador - Estadísticas Macroeconómicas Noviembre 2014

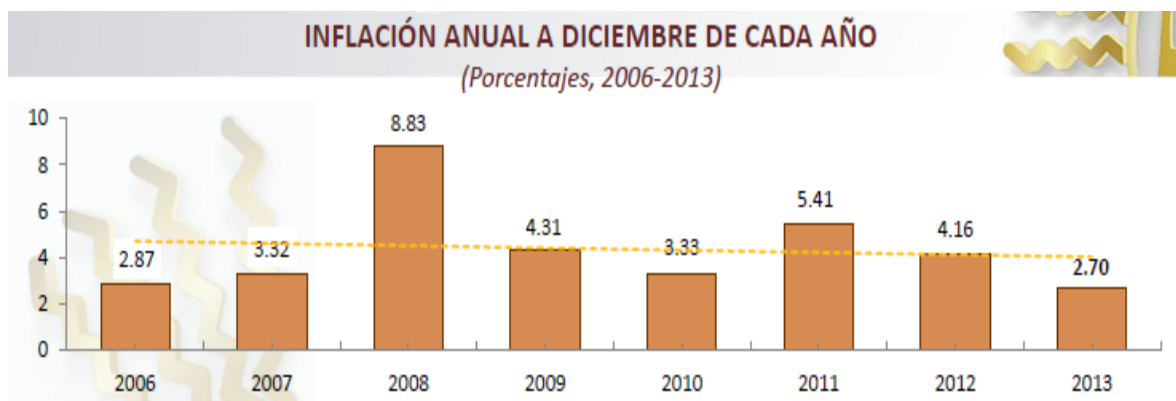
⁹ www.economia.com.mx/inflacion.htm

gasto social. Sin embargo, debido a la crisis financiera experimentada en el periodo siguiente, esta cifra se redujo en un 50% aproximadamente. Para el año 2010, la inflación volvió a sus niveles regulares, cerrando con un valor del 3.3% y entre los años 2013 y 2014 hubo un incremento que se lo contribuyeron mayormente al sector de alimentos, bebidas y recreación.

Durante el año 2011 la economía fue impactada por un elevado crecimiento de la tasa inflacionaria, el aspecto negativo fue un alto gasto gubernamental que finalizó el año con una inflación del 5,41%; también hubo un incremento del consumo nacional y por el otro lado la devaluación artificial del dólar por parte de la Reserva Federal de EEUU.

A partir del año 2012 la inflación ha ido disminuyendo paulatinamente, partiendo en enero con 5,29% y ubicándose en 4,16% para el mes de diciembre. Así al cierre de diciembre del 2013 la inflación cerró en 2,70%.¹⁰

Gráfico 1. 2 Evolución de la Inflación en Ecuador



Fuente: Banco Central del Ecuador

La inflación anual en octubre 2014 alcanzó el 3,98%, lo que se mantiene de acuerdo a los rangos de años anteriores, mientras que si se calcula la inflación acumula esta fue de 3,36%, superando al año 2013 en el mismo mes donde se obtuvo el 2,09%.

1.5.1.2 Análisis del mercado de palma

La producción de aceite de palma es más sostenible que aquella de otros aceites vegetales como la soya y la colza. **Omen Confidencial** una multinacional española dedicada al mundo de materias primas afirma en su página web que “El **aceite de palma**

¹⁰ http://www.indexmundi.com/es/ecuador/tasa_de_inflacion_%28precios_al_consumidor%29.html

asume el 62,1% del total del comercio internacional quedando en un segundo lugar el **aceite de soja** con el 13,4% y por ultimo con solo un 10.2% en tercer puesto estaría el aceite de girasol".¹¹

El aceite de palma consume mucha menos energía en la producción, utiliza menos tierra y genera más aceite por hectárea, es un producto más rentable. Sólo 0,26 hectáreas de tierra se requieren para producir una tonelada de aceite de palma, mientras que la soja, el girasol y la colza requieren 2.2, 2 y 1.5 hectáreas respectivamente para producir una tonelada de aceite. El aceite de palma es saludable y versátil, y no requiere hidrogenación para la mayoría de sus usos. Si la demanda de esta manera prima sigue en crecimiento como lo ha venido realizando los últimos 50 años nos vemos en la obligación de sostener una producción responsable.

Producción y rendimientos de palma africana en el mundo

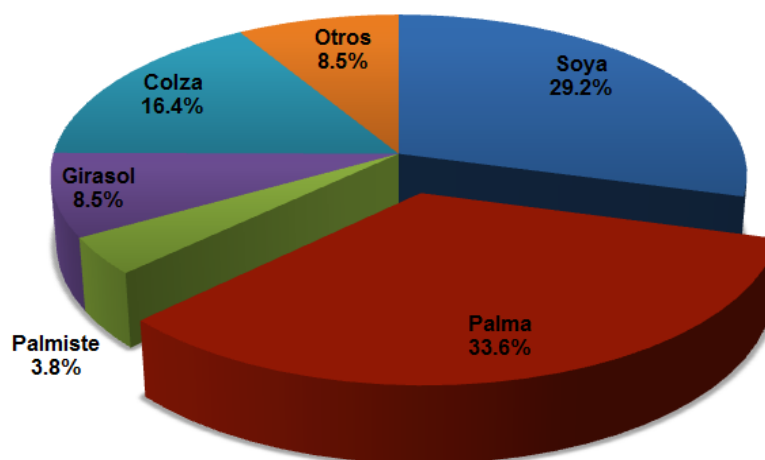
La producción y el comercio mundial de aceite de palma africana (*Erais Guineensis*) han aumentado considerablemente y de forma continua a partir de los años 70, en donde se producía menos de cinco millones de toneladas métricas, sobrepasando los 50 millones en la actualidad. Este incremento significativo se debe al cambio en el consumo mundial de aceite de palma frente a otros aceites vegetales (soja, colza, mostaza, entre otros). La producción de aceite rojo de palma es económico, versátil, y tiene altos rendimientos que son factores claves del porque la palma ha tomado una fuerza en su producción los últimos años. Además su utilización es muy diversificada ya que esta materia prima se utiliza en la producción de biodiesel además del uso en la fabricación de productos oleo químicos tales como jabones, lubricantes, detergentes, pinturas, helados, mantecas, panadería, aceite vegetal, alimentos balanceados etc.

Una vez sembrado el producto su producción es de 18 meses alcanzando su potencial máximo entre los 3 a 5 años después de sus inicio lo que dependerá de las condiciones agroclimáticas de la región y el cuidado al cultivo para evitar la propagación de plagas y enfermedades.

El aceite de palma es el aceite vegetal más popular en el mundo, convirtiéndose recientemente en el aceite vegetal más producido y consumido. El aceite de palma constituye el 33% del total de aceites vegetales producidos a nivel mundial

¹¹ omen-confidencial.com/analisis-de...primas...aceites.../aceite-de-palma/

Gráfico 1. 3 Producción mundial de aceites vegetales



Fuente: Thin Oils Products

Se considera al aceite de palma como el primer aceite vegetal en términos de volúmenes de comercio de productos oléicos. De hecho, representa el 56% de todas las exportaciones mundiales de grasas y aceites.

Los mayores productores de aceite de palma son Indonesia y Malasia, los cuales representan conjuntamente el 85% de la producción mundial siendo Indonesia el primero en el mundo el cual se ha mantenido en esta posición desde que le quitaron el liderazgo al país africano. En el ranking de Latinoamérica y aunque más países en Centro América cada día se unen más a la producción de palma los tres que lideran el mercado son: Colombia, Ecuador y Honduras.¹²

El precio del aceite de palma tiene alzas y bajas lo que corresponde a un comportamiento cíclico que dependerá de características tales como la oferta y la demanda, además que es un producto que tiene un valor agregado ya que es un insumo que produce una gama de productos, tomando en cuenta que a nivel mundial el 90% se utiliza para fines alimenticios y el 10% en aplicaciones industriales.

¹² <http://www.ipsnoticias.net/2015/03/industria-de-aceite-de-palma/>

Cuadro 1. 2 Mayores Productores mundiales de aceite de palma (2014)

Ranking	Países	Miles de toneladas	%
1	Indonesia	33.500	53%
2	Malasia	21.250	34%
3	Tailandia	2.250	4%
4	Colombia	1.070	2%
5	Nigeria	930	1%
6	Papua Nueva Guinea	630	1%
7	Ecuador	575	1%
8	Honduras	440	1%
9	Costa de marfil	400	1%
10	Guatemala	355	1%
	Otros (20 países)	1.900	3%
	TOTAL	63.300	100%

Fuente: Indexmundi

En la región, el cultivo de palma africana del país se ubica como el segundo productor luego de Colombia que tiene registradas más de 400.000 hectáreas. Con esos indicadores, el potencial que tiene Ecuador es enorme para crecer y expandir su mercado, y más cuando toda la producción de Colombia se queda en el mercado interno, pues lo utiliza. Eso lo convierte a Ecuador como el primer exportador de Sudamérica y segundo en Latinoamérica, después de Guatemala.

Superficie, producción y rendimientos de palma africana en Ecuador

Las primeras plantaciones de palma africana en Ecuador se establecieron a partir 1953. La región más importante es la Provincia de Esmeraldas. En el año 1967 ya existían alrededor de 1.000 hectáreas plantadas. En el año 2000 había 162.202 hectáreas que ascendieron a 244.393 hectáreas en 2011 y para el 2014 se estiman 270.000 hectáreas.

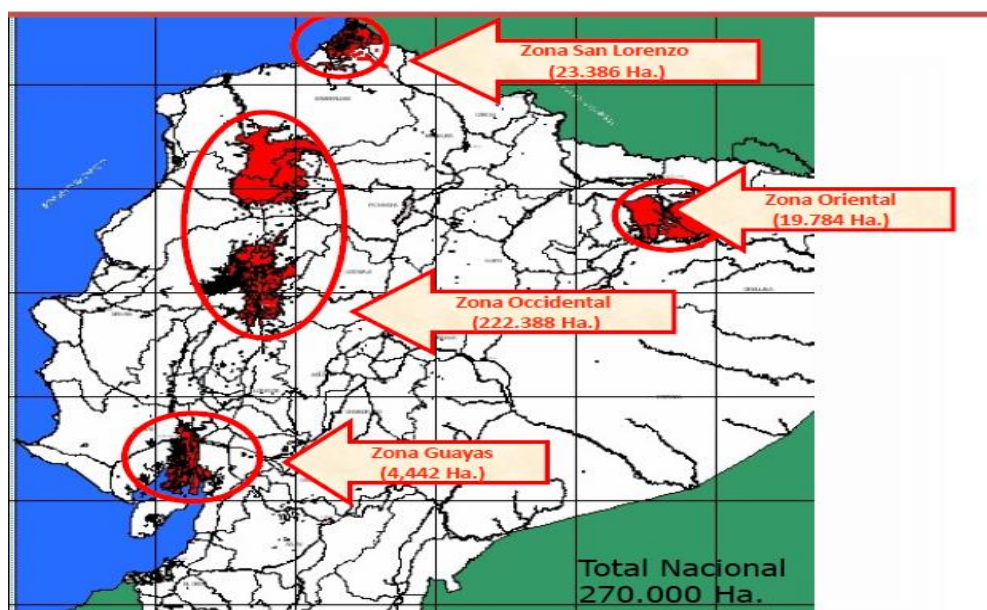
Respecto a la producción de fruta fresca, en el año 1970 se produjeron 21.140 toneladas de palma africana, ascendiendo a 244.930 toneladas y 835.698 toneladas en 1980 y 1990, respectivamente. En el año 2000 se reportaron 1.238.987 toneladas, mientras que en el 2011 la cifra alcanzó 2.097.356 toneladas de fruta fresca. (INEC 2011). Para el 2014 se estiman 2.600.000 toneladas de fruta fresca.

La tendencia de los rendimientos de fruta fresca de palma africana fue creciente, pues en la década de los 70 se obtuvieron 7.18 tn./ha. En los años 80 los rendimientos de palma africana aumentaron a 12.82 tn/ha de fruta fresca. En la actualidad los rendimientos llegan a las 24 tn/ha de fruta fresca (INEC 2012).

Zonas de cultivo y productores de palma africana

En Ecuador, la palma africana se cultiva en 11 de las 24 provincias, de ellas, Santo Domingo, Esmeraldas y los Ríos representan casi el 70% de producción nacional. Con más de 270 mil hectáreas de palma sembradas en zonas de San Lorenzo, Quinindé, Las Golondrinas, (Esmeraldas) La Concordia (Santo Domingo de los Tsáchilas), Quevedo, Ventanas (Los Ríos), Balzar, Colimes (Guayas) y las provincias del Oriente.

Gráfico 1. 4 Ubicación geográfica de las principales zonas palmeras

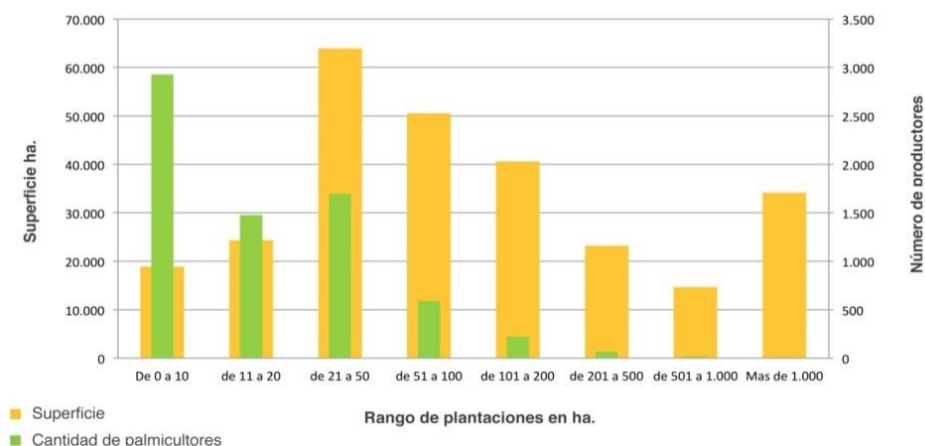


Fuente: Fedapal¹³

A finales del año 2013 el número de palmicultores está en alrededor de 7.000. Esta actividad en su mayoría es realizada por pequeños agricultores, pues el 87.1% tienen menos de 50 hectáreas. La mayor cantidad de fincas con palma africana en Ecuador se encuentra en un rango de 21 a 50 hectáreas, mientras que las fincas de 501 a 1.000 hectáreas son las de menor prevalencia en el país.

¹³ Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma y sus derivados de Origen Nacional

Gráfico 1. 5 Relación superficies y número de palmicultores



Fuente: Inverpal

Aporte a la economía y empleo

Se estima que la producción de palma africana aporta a la economía del país el 15% del PIB agrícola y 1.8% del PIB total, mientras que la producción industrial de aceites y grasas genera alrededor de 102 millones de dólares contribuyendo con el 0.2% al PIB total.

Aproximadamente el 45% del aceite de palma producido en el Ecuador se consume localmente contribuyendo de esta forma a la soberanía alimentaria, siendo la materia prima de muchos alimentos que son parte de la canasta básica, lo que significa que quedan unas 300 mil toneladas que se exportan, provocando de esta manera un gran aporte a la economía del país y a la balanza comercial.

La consultora alemana Research and Markets sostiene que el ritmo anual de consumo de la palma en los últimos 20 años es de un 7% anual ya que la demanda por esta materia prima es mayor cada día a nivel mundial.¹⁴

En el área de Santo Domingo de los Tsáchilas, Esmeraldas y zonas cercanas hay muchas familias que tienen sus ingresos provenientes del cultivo de la palma africana y que trabajan en los diferentes sembríos de la región, se considera que la industria de la palma es la mayor fuente de empleo en dicha área agrícola.

¹⁴ <http://www.ipsnoticias.net/2015/03/industria-de-aceite-de-palma-necesita-un-cambio-sostenible>

Cuadro 1. 3 Significancia del cultivo de palma para el país

• Superficie sembrada de palma	270.000 has
• Inversión Agrícola incluido extracción	US\$ 1.130 mills.
• Inversión industrial	<u>US\$ 320 mills.</u>
TOTAL INVERSIÓN	US\$ 1.430 mills.
• Generación empleo directo y permanente (agrícola e industrial)	77.143
• Generación de empleo indirecto (agríc. e ind.)	<u>60.000</u>
TOTAL EMPLEOS	137.143
• Producción agrícola 2014 (aceite crudo)	520.000 TM
• A precios actuales aproximadamente	US\$ 416'000.000
• Consumo Nacional	215.000 TM
• Excedentes (exportaciones)	305.000 TM
• A precios actuales significa	U\$ 256'200.000
• Ahorro de divisas por importaciones	US\$ 180'600.000

Fuente: Fedapal

Precio del aceite de palma

En el Ecuador, dos de las estructuras importantes relacionadas al fomento y apoyo de la producción nacional de aceite de palma aceitera son, Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma (FEDAPAL) y la Asociación Nacional de Cultivadores de Palma (ANCUPA). La primera organización tiene como meta especificar la política nacional de comercialización de aceite de palma, planificando y elaborando estrategias que le admitan al productor local exportar todos los excedentes de su producción, de tal manera se apruebe la venta de toda la oferta de la industria. La segunda organización es la encargada de colaborar con el papel de un organismo regulador.

El precio local del aceite de palma lo sugiere mensualmente FEDAPAL, tomando en cuenta cuatro variables: el precio de importación que es proporcionado por Malasia, el precio del aceite de soja que es un bien sustituto, el precio de aceite de palma en Colombia y el volumen de excedentes de la producción local, pues mientras mayor sea el excedente de producción de aceite de palma en el mercado ecuatoriano, el precio local se acerca al precio internacional.

El precio promedio nacional de fruta fresca en el año 2013 fue de USD 162,78 la tonelada métrica en el mercado nacional y de aceite de palma fue de USD 847,50.

Gráfico 1. 6 Evolución precio de Aceite de palma en Ecuador

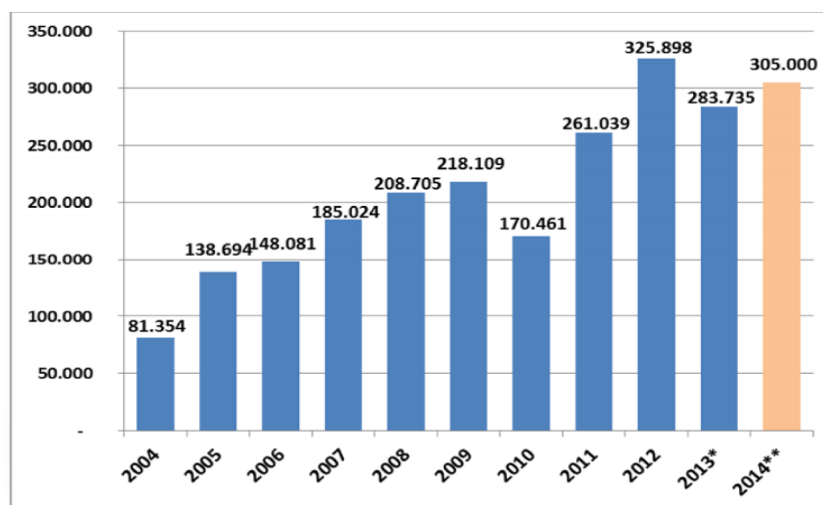


Fuente: Fedapal

Exportaciones de aceite de palma

En cuanto a las exportaciones de aceite de palma africana el Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (MAGAP) son quienes gestionan un plan estratégico para el sector de la palma africana ya que existe una iniciativa por parte de los palmicultores y se observa que las exportaciones se han incrementado en un promedio anual del 13,00% en los últimos años. El valor aproximado que equivale a las exportaciones del 2013 es de US\$ 208,3 millones consecuencia de que el Ecuador exportó 283.735 TM

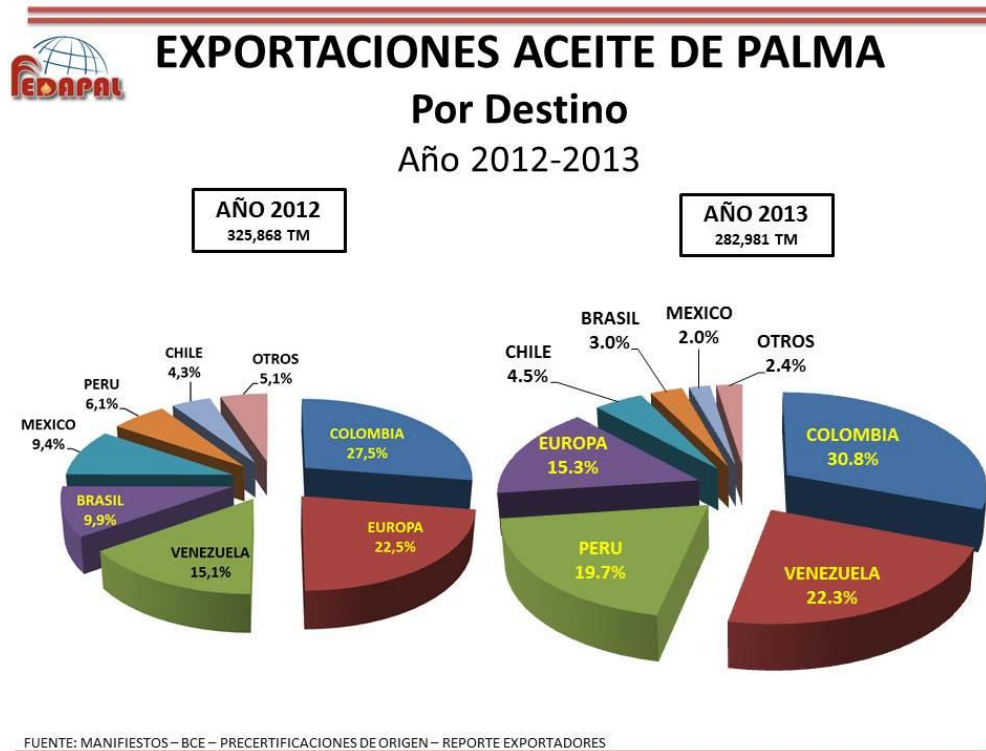
Gráfico 1. 7 Evolución exportaciones de Aceite de palma en Ecuador



Fuente: Fedapal

En el gráfico 1.8 se observa los principales destinos de exportación de la fruta de palma liderando el grupo esta Colombia.

Gráfico 1. 8 Exportaciones de Aceite de palma por destino (2013)



Fuente: Fedapal **Proyecciones en el mercado aceite de palma**

Cuadro 1.4 Proyecciones de la Palmera aceitera a 5 años (Año 2.019)

PROYECCION DE LA PALMERA ACEITERA A 5 AÑOS (2.019)	
Superficie Sebrada con Palma Aceitera	391.000 ha
Producción Agrícola 2.019 (Ac. Crudo)	1.173.000 TM
A precios actuales	\$ 830.000.000
Consumo Nacional	315.000 TM
Excedentes (Exportación)	858.000 TM
A precios actuales	\$ 607.464.000
Ahorro de divisas por Exportaciones	\$ 223.020.000
Generación de trabajo directo (Agric e Indus.)	130.333 empleos
Generación de trabajo indirecto (Agric e Indus.)	156.400 empleos

Fuente: Inverpal

Toda la información sobre la palma se puede encontrar fácilmente en las páginas web de FEDAPAL (Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma y Sus Derivados de Origen Nacional) e INVERPAL (Inversiones aceite de palma), estas dos instituciones están en contante investigación y monitoreo de todo lo relacionado a la palma, y publica en su web las estadísticas de sus análisis y estudios.

1.5.2 ANÁLISIS INTERNO

1.5.2.1 Productos

Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A. desarrolla tres líneas de negocio:

- Extracción de Aceite crudo de palma
- Extracción de Aceite de palmiste
- Elaboración de torta de palmiste

Adicionalmente, de la línea de aceite de palma, se genera como subproducto lo que se le conoce como compostaje; y de la línea de aceite de palmiste se genera como subproducto la cascarilla de nuez o PKS (Palma Kernell Shell).



La compañía forma parte de la cadena de valor del grupo agroindustrial La Fabril S.A., que es una empresa ya establecida y quien a su vez es su mayor comprador. De hecho La Fabril al invertir en la extractora Rio Manso se asegura la materia prima que necesita para la fabricación y elaboración de sus productos tales como: aceites comestibles, margarinas, mantecas, coberturas de chocolate, jabones de tocador y lavar, detergentes líquidos y en polvo, desinfectantes, aceites y grasas para uso industrial, y desarrollo de biocombustibles.

La producción de torta de palmiste es un subproducto que queda del proceso de extracción del aceite de palmiste, ya sea en forma mecánica o con solventes. Tiene una textura gruesa y un contenido grasa y de humedad que hace fácil su manejo de

almacenamiento. Este producto que tiene características nutricionales es vendido principalmente a empresas que participan en la elaboración de alimento balanceado para animales especialmente en ganadería de carne, leche en la producción avícola y porcina por la gran cantidad de nutrientes que posee.

El subproducto compostaje se comenzó a producir de manera comercial desde enero del 2013 en la Extractora La Comuna. Para el proceso las condiciones de aireación, humedad y temperatura controlada son importantes y surge a partir de los desechos del proceso de extracción de aceite de palma. El resultado de este productores que es estable y libre de sustancias fitotóxicas, por la estabilidad y beneficio de este producto es vendido principalmente a palmeros de la zona así como a productores de banano de la costa como fuente de materia orgánica para mejorar la estructura de los suelos. Por otro lado, el subproducto cascarilla de nuez o PKS (Palm Kernell Shell) se genera en el proceso de extracción de aceite de palmiste que cuenta con importantes elementos nutritivos y por su alto valor calórico, es vendido principalmente a una planta cementera como fuente de biomasa, misma que es utilizado en sus hornos para la producción de energía en la obtención del cemento.

1.5.1.2 Operaciones

Las principales operaciones en de la Extractora Agrícola Río Manso S.A. fueron:

- La empresa invirtió en tres plantas extractoras.
- Incremento de capacidad de la planta extractora Monterrey.
- A comienzo del 2013 se realizó la adquisición y aumento de capacidad de la planta de la extractora La Comuna.
- En junio 2012, la compañía adquirió el 99% del paquete accionario de la empresa PROVASA, la cual se dedica a la compra de fruta y producción de aceite de palma.

Actualmente, Río Manso cuenta con una capacidad total disponible instalada cercana a 500.000 toneladas al año y cada año la empresa incrementa su producción por ejemplo desde el año 2010 hasta el presente, la compañía ha incrementado su capacidad de procesamiento de 70.000 a 500.000 toneladas anuales. Esta capacidad de procesamiento equivale al cerca del 22% de la producción nacional de fruta de palma.

La empresa mantiene una buena relación con los palmicultores gracias a convenios realizados, asistencia técnica, pago de inmediato, centros médicos, provisión de fertilizantes y siempre cumpliendo con los estándares ambientales.

La variedad de tipos de Palma africana que la empresa Rio Manso tiene son las siguientes:

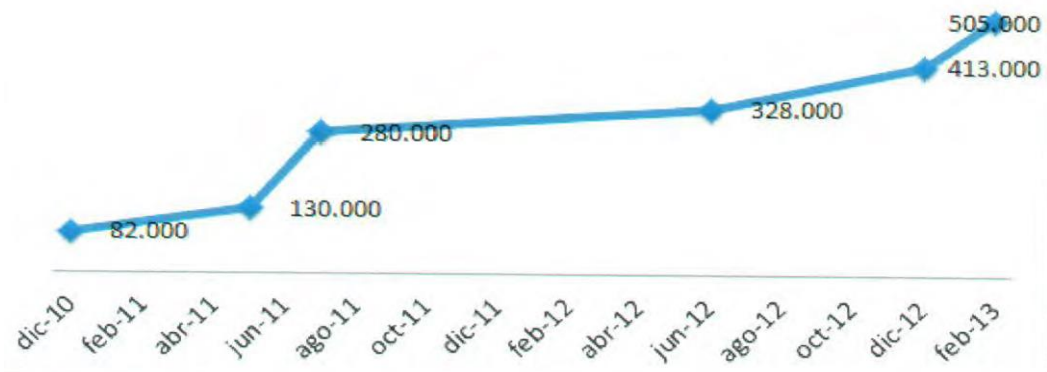
a.) Según el Tipo de grosor del fruto

- Pisifera (PxP)
- Dura (DxD)
- Tenera (DxP)

b.) Según el color del fruto

- Racimos Nigrescens
- Racimos Virescens

Gráfico 1.9 Evolución capacidad instalada (tons al año)



Fuente: Informe de Operaciones Rio Manso Dic-2013

En cuanto a la capacidad de extracción de palmiste, la empresa cuenta con una línea de producción en la planta extractora Rio Manso, con una capacidad de procesamiento de nueces de 25.000 toneladas al año. Adicionalmente, en enero 2013 la empresa se convirtió en propietaria del 100% de las acciones de la empresa Tysaisa S.A, con esta adquisición, Rio Manso no solo mantiene el control como planta extractora de aceite de palmiste sino que es la empresa con la mayor capacidad instalada del Ecuador en la producción de palma, esta planta procesa 60.000 toneladas de nueces por año. Es decir,

que en total la compañía mantiene una capacidad de proceso de 85.000 toneladas de nueces, lo cual representa cerca del 40% de la producción de nueces del país.

1.5.1.3 Estrategias

De manera complementaria, para sostener el autoabastecimiento de aceite de palma y la producción de aceite de palmiste, la empresa diseñó y ejecutó una estrategia diferenciada de servicios y atención a proveedores de fruta, gracias a la cual la empresa logró incrementar la compra de fruta de palma de manera significativa manteniendo actualmente cerca de 1.800 productores palmeros distribuidos entre las provincias de Esmeraldas, Santo Domingo de los Tsáchilas y Los Ríos.

Entre los servicios diferenciados que han sido valorados por los proveedores se cuenta con la asistencia técnica y convenios que se le da a los palmicultores. También se creó una asociación Nacional de Cultivadores de Palma Africana (ANCUPA) en 1970 con el propósito de reunir a todas las personas relacionadas con el cultivo de la palma y su extracción.

Uno de los objetivos estratégicos de la empresa es contribuir en el mejoramiento de la productividad de las plantaciones de los proveedores y mejorar la calidad de la fruta. Esto se hace a través de un equipo de Ingenieros Agrónomos especializados en palma y en transferencia de conocimiento.

Otro servicio diferenciado ha sido el establecimiento de una red de diez Centros de acopio, ubicados en lugares estratégicos para acercarse más a las zonas de producción de la fruta, gracias a los cuales se evita que los proveedores recorran grandes distancias con la fruta. En cada centro de acopio los palmicultores proveedores reciben todos los servicios mencionados en el párrafo anterior. Además solo en el cantón de la Concordia hay 30 000 hectáreas de cultivo según el INEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) y más de 500 agricultores que viven en esta zona se benefician de estos centros de acopio ya establecidos.

Adicionalmente, fruto de alianzas con otras empresas, los proveedores de fruta pueden adquirir vehículos y maquinaria agrícola con descuento y a tasas de interés más competitivos. De esta manera se busca asegurar el abastecimiento mediante la fidelización de los palmicultores a través de servicios con valor agregado que permitan construir una relación de largo plazo. Producto de estas estrategias, la empresa adquiere la fruta con un costo menor al de sus competidores; por lo cual es quien lidera la compra de los mayores

volúmenes de fruta con una participación de mercado nacional en adquisición de fruta de palma sobre el 14%, y con una participación de mercado en adquisición de nueces actual superior al 37%.

En lo que respecta a la venta, al ser una empresa relacionada a La Fabril S.A., que es su mayor comprador esto le da una ventaja competitiva al tener un conducto exclusivo y seguro de venta de toda su producción tanto de aceite de palma como de aceite de palmiste.

A continuación se presenta un cuadro resume de los activos estratégicos de la empresa para la producción de aceite de palma y de palmiste, torta de palmiste, PKS y compostaje.

Cuadro 1. 5 Activos estratégicos

Activo Estratégico	Objetivo de Producción Anual	Capacidades	Ubicación
Planta Río Manso	16.800 toneladas de aceite de palma 9.000 toneladas de aceite de nueces	82.000 toneladas de fruta / año	Km 41 vía Santo Domingo - Quevedo
Planta Monterrey	32.000 toneladas de aceite de palma 1.700 toneladas de aceite de nueces	157.000 toneladas de fruta / año	Km 14 vía La Concordia Monterrey
Planta La Comuna	42.000 toneladas de aceite de palma 22.500 toneladas de aceite de nueces 12.000 toneladas de compostaje	205.000 toneladas de fruta / año	Km 12,5 vía Quinindé - Guayabamba
Planta Provasa	12.000 toneladas de aceite de palma 6.700 toneladas de aceite de nueces	61.000 toneladas de fruta / año	Km 40 vía Quinindé - El Valle de El Sade
Planta Tysa	9.600 toneladas de aceite de palmiste 10.200 toneladas de torta de palmiste 24.000 toneladas de PKS	60.000 toneladas de nueces / año	Km 50 vía Santo Domingo - Quinindé
Planta Río Manso Palmiste	4.000 toneladas de aceite de palmiste 4.250 toneladas de torta de palmiste 10.000 toneladas de PKS	25.000 toneladas de nueces / año	Km 41 vía Santo Domingo - Quevedo
Centros de Acopio	Dar servicios diferenciados de alto valor a los productores de fruta y garantizar la compra de 420.000 toneladas de fruta para el 2013.	Compra de 500.000 toneladas de fruta / año	Las mayores zonas de producción de palma en las provincias de Esmeraldas, Santo Domingo de los Tsáchilas y Los Ríos.

Fuente: Informe de Operaciones Río Manso Dic-2013

1.5.1.4 Análisis FODA de la empresa

Este análisis sirve para identificar y analizar las fuerzas y debilidades d una institución, organización, y empresas así también presenta la información de las oportunidades y amenazas que se puedan presentar.

Fortalezas:

- Importante capacidad instalada en el procesamiento de fruta de palma y de nueces del país, permitiendo ser más competitivos en costos de producción.
- Integración vertical en el procesamiento de fruta de palma y nueces de palmiste.
- Servicios diferenciados de alto valor a los productores de fruta.
- Habilidades en el manejo administrativo gerencial.

Oportunidades:

- Un Decreto (N.13030) de Biocombustible que habla del precio en el mercado local e impulsa la producción de palma aceitera.
- En la zona productora de palma se permite aumentar el área de sembrío y esto a su vez fortalecerá la oferta de fruta de palma.
- Existe una generación de valor a partir de los residuos del proceso (abonos orgánicos, biomasa, insumos para la elaboración de alimentación animales).

Debilidades:

- Venta de nuevos productos como abonos de residuos orgánicos, en época de desarrollo.
- Muchos ambientalistas están culpando a las industrias productoras de palmas ser parte de grandes reforestaciones, queriendo poner más control al sembrío de este producto.

Amenazas:

- Volatilidad en el precio del aceite de palma africana.
- Presencia de enfermedades causadas por hongos que ponen en riesgos las plantaciones, tales como el hongo **Phytophthora palmivora** que causa la principal enfermedad en la palma conocida como Pudrición del Cogollo (PC).
- Alza en los precios de insumos agropecuarios utilizados para labores agrícolas.

Riesgos:

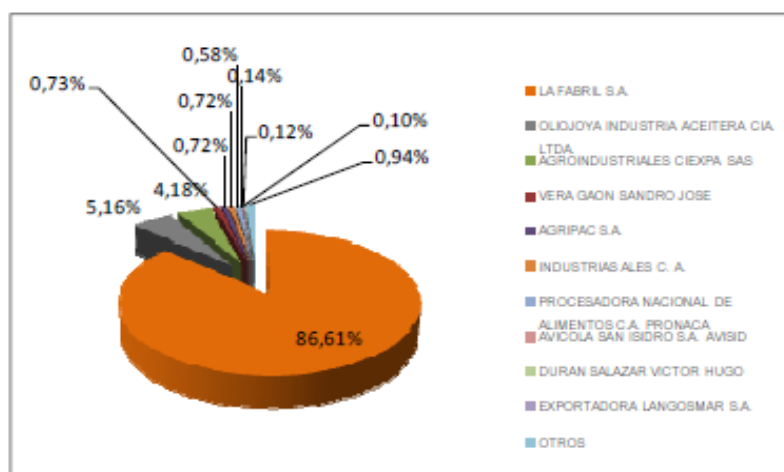
- La variación que fluctúa en los precios del aceite de palma africana, afecta claramente a los costos de la compañía. Esta situación es manejada con la eficiente integración vertical dada por la alta capacidad instalada que posee la empresa, así como por la construcción e instalación de centros de acopio que permiten dar excelentes servicios de alta importancia para los productores del cultivo de palma y garantizarles el mercado.

- Mayormente enfermedades causadas por agentes Fito patógenos en las plantaciones de palma que producen una caída significativa en los niveles de producción. Para esto la compañía posee un grupo altamente preparado de profesionales en las áreas de campo y laboratorio para identificar controlar y erradicar enfermedades presentes en el cultivo de palma. Por lo tanto se trata de eliminar el riesgo de contaminación con la diversificación de proveedores y la compra de la almendra en diferentes áreas del país.
- El incremento en los precios de los productos agropecuarios utilizados para el manejo tanto de fertilización de los suelos o de plagas y enfermedades utilizadas para el bienestar de los cultivos de palma, dificultando el cumplimiento de los mismos, con la consecuente afectación a los campos y a su productividad en el mediano y largo plazo. Para aminorar esto la empresa ofrece a los proveedores y productores de palma servicios de créditos para la compra de insumos, agroquímicos y fertilizantes, así como asesoría técnica tanto en campo y laboratorio para incrementar la productividad de las plantaciones.
- Nuevas normas ambientales que podrían afectar la imagen de la empresa Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A. cumple con las normas de Seguridad Industrial.

1.5.1.5 Principales Clientes y proveedores

El principal cliente de la extractora Rio Manso Exa S.A es el mismo tenedor del grupo de empresa al que pertenece: La Fabril S.A. quien como mayor cliente de la extractora le compra el 86,61% de su producción.

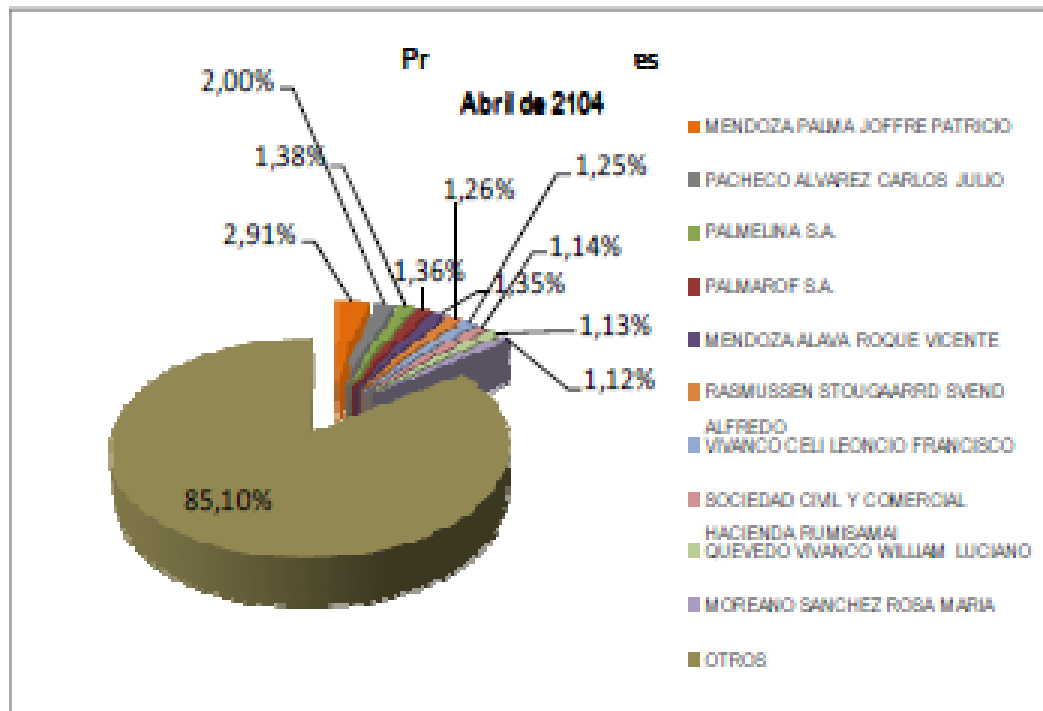
Gráfico 1. 10 Principales clientes



Fuente: Informe de gestión Rio Manso Dic-2013

La empresa tiene proveedores diversificados sin concentración en ninguno de ellos, a continuación se observan los 10 principales proveedores de la compañía:

Gráfico 1. 11 Principales proveedores



Fuente: Informe de gestión Rio Manso Dic-2013

Dada la importancia de La Fabril S.A. para Rio Manso, podemos hablar de una dependencia. Por lo tanto es imprescindible describir a dicha empresa. La Fabril S.A. está posicionada como una de las cincuenta mayores corporaciones del país. En el año 2014 sus ingresos sumaron un monto de US\$455.1 millones, de los cuales 75.2% provinieron de la línea de aceites y grasas y 23.9% de la línea de higiene y cuidado personal. Con ventas acumuladas a marzo último de US\$103.7 millones, la empresa espera cerrar el ejercicio 2015 con ingresos cercanos a US\$500 millones, manteniendo una tendencia creciente.

2. REVISIÓN DE LITERATURA

2.1 Aspectos generales de la valoración de empresas

La valoración de una empresa pretende de manera precisa determinar un intervalo de valores que sean razonables dentro de los que se está incluyendo un valor definitivo (J. Faus, 2002)

La valoración de empresas es una herramienta muy importante en las finanzas corporativas, ya que éste no sólo sirve para determinar su precio de venta en una fusión o adquisición, sino también para identificar los determinantes principales de su valor. (Value metrics S.A¹⁵.) El sistema de valoración se puede adaptar a cualquier sector industrial que quiera obtener el valor de su empresa.

La valoración de empresas es un proceso mediante el cual se pretende la cuantificación de los elementos generadores de valor que constituyen entre otros el patrimonio de la empresas, actividad, capacidad, potencialidad o cualquier otro aspecto que cree valor, todos estos elementos no son fáciles de medir cuantitativamente, esto implica numerosas dificultades técnicas que deben ser consideradas y superadas. (G Benítez 2013)

Para Fernando Romero¹⁶, consultor financiero, el tema de valoración de Empresas es apasionante y complejo a la vez. El profesional que se dedica de lleno a la Valoración de Empresas, está obligado a ser un profesional completo, el cual no le basta con conocer de todo un poco, sino que debe dominar en todos los aspectos significativos las Finanzas Corporativas (tanto Operativas como Estructurales), la Contabilidad (tanto NIIF Completas como NIIF para Pymes), la Tributación, la Economía, la Estadística y las Matemáticas, puesto que no sabe con exactitud a qué se enfrentará en el momento que ingrese a una empresa para conocer su valor justo.

En contraste a Romero, Terry Masters¹⁷ “considera que la valoración de empresas es más un arte que una ciencia” a pesar de que existen una serie de modelos económicos utilizados por los expertos en la materia para llegar a una opinión sobre el valor real de una compañía. Las fórmulas utilizadas son científicas, pero los valores numéricos asignados a ciertas categorías que componen la fórmula se basan a menudo en el juicio en lugar de

¹⁵ <http://www.vmecuador.com/index.php/valoracion-de-empresas>

¹⁶ <http://es.slideshare.net/nandsnap/finanzas-11-valoracion-de-empresas-descuento-de-flujos-de-caja>

¹⁷ <http://pyme.lavotz.com/tipos-de-valoracin-de-empresas-13807.html>

números concretos. Los activos intangibles empresariales, como la buena voluntad y reputación, también son muchas veces basados en el historial de la empresa mas no en su potencial económico que esta posee, por son difíciles de valorar. Sin embargo este tipo de intangibles existen y son parte del por qué una opinión profesional sobre la valuación del negocio sólo puede ser una base para la negociación, y no la última palabra en cuanto al valor de la empresa.

Los usuarios de la valoración de empresa radican en empresarios, inversionistas, analistas y directores de empresas que buscan a través de la valoración un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa. (P. Fernández, 2005).

En resumen, la valoración es un proceso muy importante en el mundo empresarial, y te lleva a realizar un análisis de sus puntos débiles. Es necesario combinar eficientemente aspectos técnicos complejos con buena dosis de juicio y subjetividad.

2.2 Clasificación y descripción de los Métodos de valoración de empresas

Existen muchos métodos para valorar una empresa, estos métodos están basados en los estados financieros, comenzando por la información entregada por la contabilidad, hasta llegar a complicados esquemas de valorar opciones de crecimiento o abandono. Para toda la gama existente de técnicas de evaluación financiera, existe un método, fundamentos y una razonabilidad en su aplicación. (E. Estay, 2007) Dependerá del encargado de realizar la valoración, elegir el método más idóneo para la empresa que se va a valorar.¹⁸

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf

¹⁸ <http://www.gurusblog.com/archives/la-importancia-de-tener-una-valoracion-de-mi-empresa/04/07/2013/>

2.2.1 Valor contable

El valor contable hace referencia al valor libro de una empresa, es la diferencia entre sus activos netos y los pasivos que consten en sus balances, para términos prácticos supongamos que una empresa tiene activos para su operación representados por 20 millones de dólares, por la otra parte sus obligaciones con terceros están valoradas en 15 millones de dólares; en este caso su valor contable patrimonial será la diferencia de 5 millones.

Sin embargo hay que aclarar que este es un método poco flexible de valoración dado que es un análisis enteramente estático, analiza le empresa en un momento de su operación y no considera variables tales como la estacionalidad del mercado, la oscilación de los ingresos, la reacción de la competencia entre otras; por tanto es un método de valoración que no presenta una situación real por la que haya que guiarse para fijar el precio de una empresa.

Podemos determinar entonces que el valor contable padece de todas las debilidades de las que la contabilidad permite dado que no toma en consideración aspectos tan válidos e importantes como el capital estructural que posee su personal y su nivel de compromiso para con la empresa. Otro factor que puede llegar a presentar problemas es la falta de uniformidad de criterios debido a la falta de un marco de referencia estándar que permita a las empresas comparaciones entre sí.

Amén de todas las limitaciones que se han descrito anteriormente es preciso decir que el valor contable es una muy buena y rápida referencia del valor de la firma debido a que la información registrada representa la situación económica de la empresa en un momento determinado y sirve como punto de inicio constituyéndose como una primera aproximación.

Entonces la función de quien se encargue de la valoración de la empresa será determinar el patrimonio por medio de la cuantificación de los recursos que la firma posee menos las obligaciones a las que deberá hacer frente si en ese momento la empresa cerrase y lo que los libros contables mostrasen fuesen valores reales de liquidación.

Existen otros métodos de valoración basados en el patrimonio, a continuación una breve reseña de algunos:

Valor contable ajustado

Este método ajusta los valores del activo y pasivo históricos (según balance) a su valor de mercado, además de realizar depuraciones y revaluaciones, de ser el caso. Para este método se debe proceder a un exhaustivo inventario de todos los elementos que integran el activo de la empresa.

El objetivo del criterio de valor contable ajustado es compensar las deficiencias del análisis puramente contable tratando de aproximar la situación patrimonial de la firma al valor de mercado para así lograr un resultado más real, lo que supone una mejora en relación al criterio anterior.

El lector observará que la ecuanimidad en la valoración se verá aumentada, debido a parámetros económicos como son las fuerzas de oferta y demanda, el contenido principal de la firma y otras variables económicas que cambiarán el valor de la empresa

Su ganancia está asentada en que esto permite a las personas involucradas determinar el valor de una firma, tener una mayor proximidad al valor de la ente en función del precio que adoptarían por la misma si se transportasen la propiedad al mercado, en un hipotético de cierre de la empresa.

Por otro lado, entre las falencias del valor contable ajustado, cabe indicar que éste técnica comúnmente es menor que el valor contable simple, entre otros de los parámetros debido a la omisión de los activos intangibles, es un parámetro fundamental al momento de evaluar o valorar una empresa. Evidentemente esto no quiere decir que en la totalidad de los casos el criterio de ajuste acarree una reducción del valor patrimonial de la firma. (Pereyra Terra. 2008).

Criterio del Valor de Liquidación

Este criterio parte del supuesto de que la empresa culminará sus actividades y todos sus recursos serán inmediatamente sacados al mercado. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio: indemnizaciones de empleados, gastos fiscales, y otros gastos propios de liquidación. (P. Fernández, 2008)

La falla de este método radica en que las empresas generalmente deben ser valoradas teniendo en cuenta la continuación de su actividad en el futuro; es decir, generalmente las empresas no se compran para liquidarlas. El valor de liquidación tiene importancia, en la medida que puede servir como un parámetro que indique el tope mínimo

del valor de una empresa, debido a que el valor de liquidación es casi siempre inferior al valor económico de la empresa. (G.Topa, 2009)

Criterio del Valor Substancial

El criterio del valor substancial básicamente expresa la inversión que se necesitaría para instalar una empresa en idéntica situación a la que se está evaluando (Pereyra Terra, 2008).

Este método es idóneo para empresas no operativas, pero para un negocio en marcha el método tiene la desventaja que se limita dar valores a bienes tangibles y tampoco cuantifica la capacidad de ingreso que tiene la empresa. (M. Sanjurjo, 2003)

2.2.2 Método de múltiplos o comparables

Este método ya no se centra en determinar el valor patrimonial de la empresa, más bien se basa en la valoración de las rentas que se pueden obtener en el futuro y de esta forma agregarle un factor dinámico al análisis. En este caso se realiza la valoración de la empresa por comparación de determinadas variables de empresas con las que se pueda llevar a cabo una comparación.

Lo más normal es que este método se utilice en empresas que no cotizan en la bolsa, en las que se utiliza para tener una aproximación de los ingresos que se pueden obtener en el futuro.

Básicamente los múltiplos son indicadores o medidas que expresan un cálculo rápido del valor de la empresa, se denomina múltiplo a la relación entre Valor Comparable dividido por la Variable Comparable (Santandreu Martínez, 1998).

Al momento de establecer una comparación, por ejemplo, si en una industria definida se establece que el valor de las empresas está determinado por algún múltiplo (Ventas, EBIT, EBITDA...), lo que se hace es multiplicar este múltiplo por el múltiplo observado en la industria y se tiene una valoración aproximada de la empresa dentro de esa industria.

En este sentido son varios los criterios que pueden utilizarse como variable a comparar:

- Ventas.
- EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) Utilidad antes de intereses e impuestos.

- EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) Utilidad antes de intereses, impuestos y depreciaciones.
- Dividendos (es la parte del beneficio de una empresa que se reparte entre los accionistas de una sociedad).

Incluso dependiendo de la empresa pueden utilizarse criterios especiales como múltiplo a comparar, por ejemplo en las páginas web una variable perfecta como criterio son las visitas que recibe en un determinado período de tiempo.

Existe una gran variedad de métodos, entre los que encontramos:

- Precio/Utilidades (PER)
- Precio/valor de libros
- Precio/EBIT (utilidades antes de intereses e impuestos)
- Precio/EBITDA (EBIT + depreciaciones y amortizaciones)
- Precio/Ventas
- Precio/flujo de caja del capital
- Flujo de caja/Dividendos

2.2.3 Método de flujo de caja descontados

Este método procura determinar el valor de la empresa a través de la tasación de los ingresos económicos que se plasmarán en el periodo de funcionamiento de la empresa.

Es un método de sencilla aplicación con las matemáticas financieras pero a su vez tiene un cierto grado de complejidad debido a la proyección de flujos de caja y al cálculo de una tasa de interés, debido a esto conlleva cierto grado de error por lo que se expresa como un rango de resultados posibles del valor de la empresa. El cálculo se hace a través de una valoración que se le hace a la empresa descontando los flujos de caja antes de intereses y después de impuestos.

El método de los Flujos de Caja Descontados es ampliamente utilizado por lo que es considerado el método de valoración por excelencia. Es un método dinámico que toma en consideración el valor del dinero en el tiempo además de otras variables y sus efectos en los rendimientos y comportamientos futuros.

El descuento de los flujos de caja se realiza mediante el Coste Medio Ponderado del Capital de la empresa. La fórmula para el cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC o WACC por sus siglas en inglés) es la siguiente:

$$CMPC = Ke * [E/(D+E)] + Kd*(1-T)*[D/(D+E)]$$

Dónde:

Ke = Coste del capital social

E/E+D = Ratio de capital social sobre capital social y deuda

Kd = Coste de la deuda

T = Tasa fiscal, el término (1-T)

D/E+D = Ratio de deuda sobre capital social y deuda

Entre las ventajas del flujo de caja descontado están que te permite aplicar un criterio objetivo, si se cree que las acciones de una empresa están valoradas en exceso, es necesario un cierto grado para decidir lo que realmente vale; el flujo de caja descontado es el medio preciso para estimarlo. Si la tasa de crecimiento de una empresa es notablemente diferente de la acción de precio similar, puedes utilizar los métodos de flujo de efectivo descontado para llegar a una evaluación razonable de la cantidad que la tasa de crecimiento que hace que valga la pena.

Una desventaja de este método de valoración es que predecir el flujo de caja futuro tiene más de arte que de aspecto técnico. Dependiendo de los supuestos de los que se haga uso y cuál es la fórmula a utilizar, dos valoraciones distintas de la misma empresa podrían resultar muy diferentes. Por otro lado esta que se requiere de una gran cantidad de datos para un cálculo exacto, pero más información hace que el proceso sea cada vez más complicado. (F. Sherman, 2012)

2.2.4 Método de opciones reales

La aplicación de opciones reales a valoración de empresas se produce del análisis contingente realizado por Robert Merton, donde sostiene que las deudas corporativas en general pueden ser vistas como simples contratos de opciones, determinando entonces que el modelo de opciones se puede utilizar para valorar acciones.

Existen diversos autores que posterior al estudio de Merton se ratifican en esto, uno de ellos es Myers Stewart señala que las acciones comunes son opciones de compra, que toman (o retienen) los activos de la empresa para pagar su deuda. Los accionistas pueden vender los activos de la firma a sus acreedores; el precio de ejercicio de la venta sería el valor de la deuda. Este modelo se considera de gran utilidad para valorar empresas que trabajan con alto apalancamiento.

En la evaluación se pueden aprender muchas cosas y la clave en el momento de la evaluación de la empresa como una herramienta financiera se encuentra en la capacidad de entender hasta poder discernir una explicación, entre las características y las de una opción de la empresa. De esta manera el precio de la acción y el valor de los activos operativos son similares porque existe un tiempo en que la empresa se tarda en tomar una decisión y esto se vuelve semejante al tiempo de expiración de la opción de compra.

Este método crea una incertidumbre cuando nos referimos al valor de los activos operativos que es capturado por la varianza de los retornos, y es análoga a la varianza de los retornos de la acción.

Otra razón por la cual no es muy beneficioso valorar acciones de la empresa con este modelo es porque las acciones apalancadas son una secuencia de opciones relativas ya que una deuda se paga y la empresa puede volver a contraer una misma deuda, nada se lo impide y lo mismo pasa cuando se habla de opciones sobre opciones.

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 puede confundirse en su desarrollo, muchas veces se hacen emisiones de bono cupón cero ya que representan la deuda, entonces estos bonos se cancelan y de la misma manera se vuelven a contraer. Este es un método en cual primeramente se mide el nivel de riesgo de la empresa y su derivado del apalancamiento financiero creyéndose que el resultado es más real que los otros métodos (G. Benítez, 2013)

3. METODOLOGÍA

3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

Según el análisis realizado en el capítulo anterior, donde se describieron las características, ventajas y desventajas de cada uno de los métodos de valoración mayormente aceptados, se llegó a la conclusión que el mejor método para obtener el valor financiero de la empresa Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A. es el método de flujos de caja descontados, por considerarlo el más completo de todos.

Los otros métodos, aunque aceptados y aún utilizados, tienen más desventajas que ventajas. Los métodos estáticos (contables y de múltiplos) a pesar de su facilidad en el cálculo, se basan en cifras contables e históricas y solo representan la situación económica de la empresa en un momento determinado, y no toman en cuenta aspectos importantes como: estructura de capital, variabilidad de ingresos y costos, estrategias empresariales y perspectivas a futuro. El método de opciones reales, a pesar de ser dinámico, no es adaptable para todo tipo de empresas, además de la alta complejidad en la aplicación del mismo, aunque se rescata que considera el nivel de riesgo derivado del apalancamiento financiero que cada empresa posee.

Mientras que el método de flujos de caja descontados (Discounted Cash Flow ó DCF) analiza y estima los resultados futuros de una empresa para determinar su precio en el presente. El análisis a través del DCF tiene en cuenta la información disponible sobre una empresa y su entorno para el cálculo del precio estimado. Previsiones de planes de expansión, lanzamiento de nuevos productos, nivel de endeudamiento, variación de precios y costes, fluctuaciones en el tipo de interés y de cambio, son sólo algunos ejemplos de los muchos aspectos que se tienen en cuenta al realizar un DCF. (Badenes y Santos, 1999).

La principal desventaja del DCF es que la proyección de flujos futuros se basan en supuestos, que lleva consigo un alto nivel de subjetividad, pero estos podemos volverlos objetivos, con un adecuado análisis del entorno interno y externo de la empresa.

3.2 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DEL MÉTODO SELECCIONADO

El análisis del flujo de liquidez es comúnmente utilizado en finanzas corporativas para la evaluación de proyectos de inversión.

Como se ha mencionado anteriormente, el método de flujos de caja descontados es considerado el más completo de todos, por lo que su aplicación conlleva a alguna serie de pasos, los cuales se resumen a continuación:

- a. Realizar un análisis del entorno externo en que se desenvuelve la empresa: principales indicadores macroeconómicos y sectoriales.
- b. Realizar un análisis interno de la empresa: mercados, operaciones, evolución de cifras financieras.
- c. Determinar el horizonte de planeación adecuado.
- d. Calcular los flujos de caja proyectados del horizonte de planeación.
- e. Calcular el valor de terminal de la empresa.
- f. Calcular la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC por sus siglas en inglés) de la empresa.
- g. Descontar los flujos del horizonte de planeación y del valor terminal a la tasa del WACC.

A continuación se describirá con mayor profundidad los componentes de este método:

- ✓ Horizonte de planeación: constituye la amplitud de visión del proyecto en el tiempo, siendo sensibles los resultados del análisis económico a la selección de este parámetro. Un horizonte demasiado amplio trae consigo pérdida de confianza de los pronósticos del flujo de efectivo y un horizonte de planeación corto corre el peligro de no registrar quizás los movimientos del flujo de efectivo más importante de un proyecto. (Del Valle, 2014)
- ✓ Flujos de caja libre: el flujo de caja no es más que el saldo favorable que tiene la empresa y que esta puede utilizar para pagar a los accionistas y también para cubrir el pago de la deuda de la empresa. Este exceso de flujo de caja que se obtiene después de impuestos y en necesidades operativas que se abrevia NOF. El flujo de fondos de la empresa (Russo, 2010). A continuación lo detallo de una forma simple y básica:

Esquema de Flujo de Caja libre
Ingresos operacionales
(-) Costos de producción
(-) Gastos Operacionales
(=) Utilidad Operacional (EBIT)
(-) Impuestos
(=) NOPAT
(+) Amortizaciones
(-) Inversiones en activos fijos
(+/-) Variaciones capital de trabajo
(=) Flujo de caja libre

- ✓ Valor terminal: representa el valor actual de todos los flujos de caja que se espera recibir más allá del final del horizonte de planeación. El valor terminal se puede estimar de dos maneras. El primer método es una aplicación inmediata del análisis DCF utilizando el modelo de crecimiento de Gordon (Ver ecuación 3.1), este enfoque requiere de dos estimaciones: una tasa de descuento y una tasa de crecimiento. El segundo método aplica el enfoque de los múltiplos explicados en el capítulo anterior, habitualmente, el valor terminal se determina como un múltiplo del EBITDA proyectado para el final del periodo. Cuando se utiliza este último enfoque para evaluar el valor terminal y se usa el DCF para estimar los flujos de caja del horizonte de planeación, el modelo deja de ser un modelo DCF puro y se convierte en un enfoque híbrido de valoración de empresas. (Titman, 2010).

Ecuación 3.1 Valor terminal = $\frac{FC(tn) \cdot (1 + \text{tasa de crecimiento})}{\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento}}$

- ✓ Tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC): Una firma utiliza no solo capital propio, sino también de terceros. Por tanto, para calcular el costo del capital total de la firma, utilizamos el WACC, cuya ecuación se detalla a continuación:

Ecuación 3.2:
$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{E + D} + k_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{E + D}$$

E+D representa el valor total de mercado de la firma, donde E es el valor de mercado de las acciones y D es el valor de mercado de la deuda.

El costo KD lo conozco porque es lo que le cuesta a la empresa cuando los bancos le prestan dinero y el costo KE la empresa lo tiene que calcular porque es el costo del capital propio. El costo de la deuda ha sido ajustado por impuestos $(1-t)$ para reflejar el ahorro fiscal derivado de los intereses.

3.3 DESCRIPCIÓN DE LAS FUENTES DE INFORMACIÓN A UTILIZAR

Para describir el entorno económico y sectorial de la empresa: se utilizarán fuentes secundarias como información en revistas financieras, páginas web, textos financieros e instituciones ya sean públicas o privadas tales como:

- BCE -Banco Central del Ecuador
- INEC -Instituto Nacional de Estadística y Censo
- SIC -Superintendencia de Compañías
- SRI -Servicios de Rentas Internas
- ANCUPA- Asociación Nacional de Cultivadores de Palma Aceitera
- FEDAPAL- Fundación de Fomento de Exportaciones de Aceite de Palma y sus Derivados de Origen Nacional
- CEPAL – Comisión Económica para América Latina y el Caribe
- Artículos en el internet o redes sociales relacionados al tema
- Libros y artículos financieros
- Informes de Auditoria de los Estados Financieros
- Calificadoras de riesgo e informes de gestión

3.4 ANÁLISIS FINANCIERO

Ingresos Operacionales

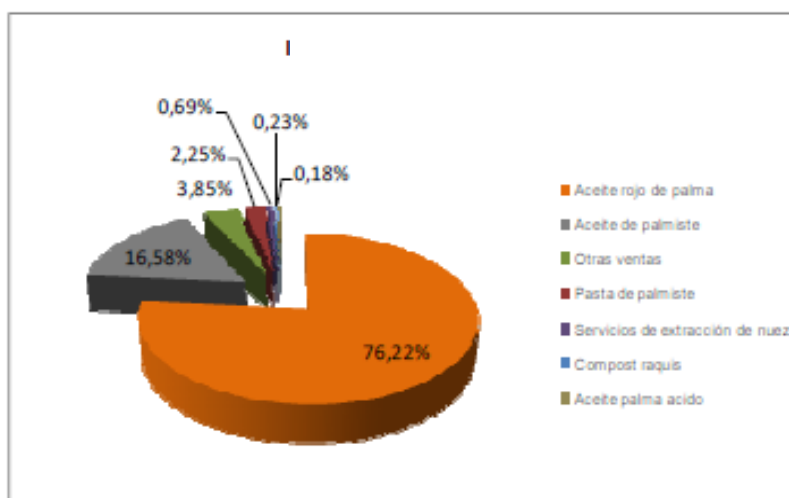
El impacto sobre las ventas de la incorporación de las extractoras (Monterrey y La Comuna en 2011, Provasa en 2012) ha sido inmediato incrementando las mismas de US\$ 24,28 millones en diciembre del 2010 a US\$64,52 millones en 2011 y llegando al año 2012

a US\$ 79,85 millones de ventas netas. Para el cierre de 2013, hubo una ligera disminución en ventas, las cuales se ubicaron en US\$72,05 razón de la disminución de los precios de palma y palmiste.

Los ingresos de la compañía al 30 de abril de 2014 se ubicaron en US\$ 28,19 millones, superior en 34,34% a lo registrado en abril de 2013 (US\$ 20,99 millones), debido a un aumento en el volumen de la fruta adquirida. En abril de 2013 se procesaron 112.768 tn de fruta de palma de las cuales se extrajo 22.311tn de aceite, para abril de 2014 se procesó 134.456 tn y se obtuvo 27.505 tn de aceite. Otro factor que contribuyó al aumento de las ventas fue el incremento del precio del aceite de palma, pasó de US\$ 809,92 en abril de 2013 a US\$ 914,05 en abril de 2014.

El aceite rojo de palma presentó una participación del 76,22% de los ingresos operacionales totales, el aceite de palmiste del 16,58% y el 7,20% restante provino de otras ventas (3,85%), pasta de palmiste (2,25%), servicios de extracción de nuez (0,69%), compost raquis (0,23%) y aceite de palma ácido (0,18%).

Gráfico 3.1 Ingresos por línea de negocio



Fuente: Informe de gestión Rio Manso Abr-2014

Costo de Venta y Utilidad Bruta

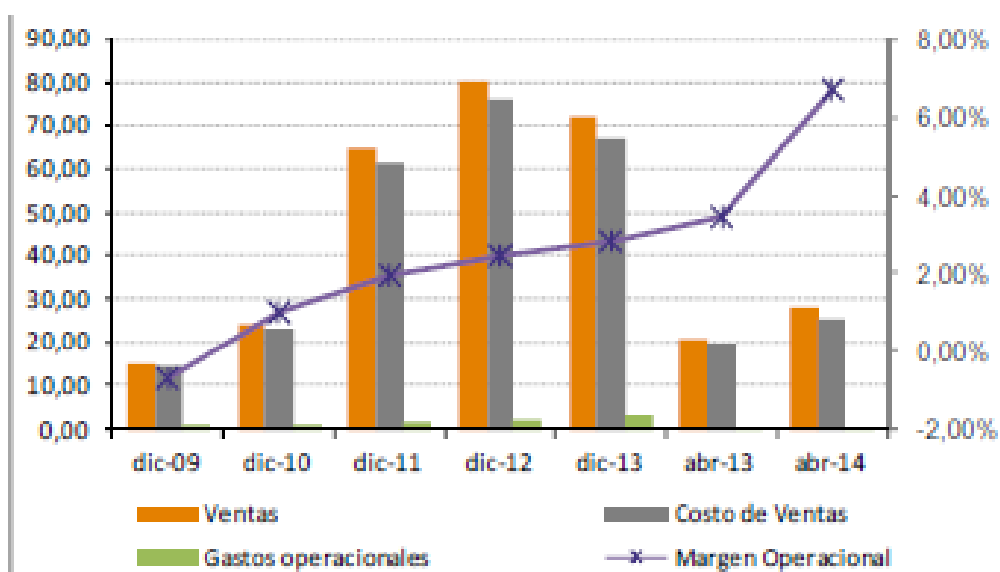
A pesar de la disminución de los ingresos operacionales en 2013, el margen bruto de la compañía mejoró especialmente por la mayor eficiencia de la empresa al incrementar la capacidad instalada, lo cual se ve reflejado en menores costos de venta.

Al 30 de abril de 2014, el costo de ventas fue de US\$ 25,48 millones, cifra mayor en 30,42% en comparación a abril de 2013 (US\$ 19,54 millones), que se atribuye directamente con incremento de las ventas. Su participación en los ingresos ha disminuido

en 2,72 puntos porcentuales al pasar de 93,09% en abril de 2013 a 90,37% en abril de 2014, por la eficiencia en los procesos productivos que generó menores costos a raíz de la ampliación de la capacidad instalada.

Por su parte, la utilidad bruta sumó US\$ 2,72 millones, mientras en abril de 2013 totalizó US\$ 1,45 millones, lo cual indicó un crecimiento de 87,21%, justificado por un monto menor de costo de ventas que fueron absorbidos por los ingresos. Es así que el margen bruto mejoró relativamente en abril de 2014 (9,63%) frente a similar período de 2013 (6,91%).

Gráfico 3.2 Ingresos, costos y gastos operativos



Fuente: Informe de gestión Rio Manso Abr-2014

Gastos Operacionales y Utilidad Operativa

Los gastos administrativos han tenido que incrementarse debido al crecimiento de la operación de la empresa. Así dichos gastos mostraron un incremento de 13,41% al pasar de US\$ 0,74 millones en abril de 2013 a US\$ 0,84 millones en abril de 2014, debido a mayores gastos por transporte en venta de aceite. La participación de los gastos en el total de ingresos mostró un ligero descenso entre abril de 2013 (3,51%) y abril de 2014 (2,97%), debido un aumento inferior de los gastos operacionales frente al monto considerable alcanzado en la ventas. Por lo cual, la utilidad operativa fue de US\$ 1,88 millones, 163,24% superior a abril de 2013 (US\$ 0,71 millones). Por lo tanto, el margen operacional se ubicó en 6,67% para abril de 2014 y en 3,40% en abril de 2013.

Gastos Financieros y Utilidad Neta

Al 30 de abril de 2014, los gastos financieros sumaron US\$ 0,71 millones, el incremento de 141,02% con respecto a abril de 2013 (US\$ 0,29 millones) relacionado al aumento de la deuda financiera por la emisión de obligaciones. Los gastos financieros constituyeron el 2,51% de las ventas totales, superior la participación de abril de 2013 (1,40% de las ventas). Por tanto, la utilidad neta al 30 de abril de 2014 ascendió a US\$ 1,11 millones, mostró un incremento de 181,71% en comparación de abril de 2013 (0,39 millones). El mismo comportamiento se evidenció en el margen neto que fue de 3,93%, superior al 1,88% de abril de 2013.

La adquisición realizada por la empresa de extractoras e inversiones en activos fijos contribuyó al crecimiento de la utilidad y consecuentemente la generación de una rentabilidad mayor a la registrada en los últimos cinco años.

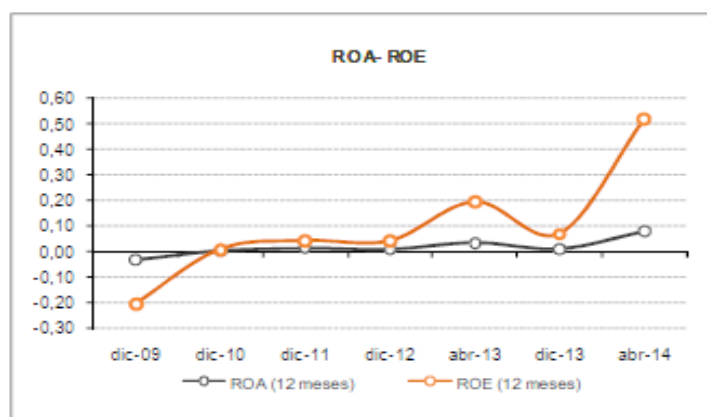
La rentabilidad económica y financiera puede medirse a través del ROA y del ROE

$$\boxed{\text{ROA} = \frac{\text{Beneficio logrado durante el periodo}}{\text{Activo Total}}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio neto después de impuestos}}{\text{Fondos propios}}$$

La rentabilidad que muestra Rio Manso en su informe sobre el activo (ROA) y patrimonio (ROE) pasó de 1,09% y 6,41% respectivamente en abril de 2013 a 2,55% y 17,28% en abril de 2014.

Gráfico 3.3 Evolución ROA y ROE



Fuente: Informe de gestión Rio Manso Abr-2014

Calidad de Activos

Al 30 de abril de 2014, el activo de Extractora Agrícola Río Manso Exa S.A se conformó en un 37,45% por activo corriente y en 62,55% por activo no corriente, se financió en 85,25% por pasivo y 14,75% por patrimonio. El activo ascendió a 43,52 millones en comparación a lo registrado en abril de 2013 (US\$ 36,10 millones) creció en 20,55%, justificado por aumento del inventario en 418,28% (19,90% del activo) debido a que la compañía acumuló aceite de palma para realizar una exportación, los días de permanencia del inventario fueron de 41 días, tiempo mayor al de abril de 2013 (10 días). De mismo modo, la cuenta de propiedad planta y equipo aumentó en 50,69% (38,08% del activo), como consecuencia de la fusión con la empresa Tysai S.A. con Río Manso y por la adquisición de maquinaria para sus plantas extractoras. Por otra parte, las cuentas por cobrar relacionadas incrementaron en 45,06% (18,28% del activo total) relacionado al aumento de las ventas a su principal relacionada La Fabril, estas cuentas por cobrar se efectivizaron en 11 días.

Cabe destacar, que las cuentas por cobrar clientes decrecieron en 39,35% (2,57% del activo total), es así que mostraron una reducción en la recuperación de cartera que pasó de 11 días en abril de 2013 a 5 días en abril de 2014.

Fondeo/Pasivo

El pasivo de la empresa a abril de 2014 se constituyó en 55,85% por pasivo corriente y en 44,15% por pasivo no corriente. Totalizó US\$ 37,10 millones, lo cual indicó un aumento de 23,83% respecto a similar período de 2013 (US\$ 29,96 millones), debido al aumento en otras cuentas por pagar por anticipo de clientes, así como por el incremento de las obligaciones de financieras de largo plazo en 165,80% (19,15% el pasivo) correspondiente a la emisión de obligaciones y préstamos bancarios. Otro rubro que influyó en el crecimiento del pasivo fueron las cuentas por pagar a proveedores superiores en 122,08% (6,89%) al período de abril 2013, relacionado directamente con el monto mayor de inventario. Los días de cancelación de las obligaciones con proveedores fueron de 12 días, frente a los 7 días registrados en abril de 2013. Es importante mencionar que la empresa cancela al contado a los proveedores que le abastecen de fruto de palma, a través de los centros de acopio como estrategia de fidelización y debido a la importancia de la provisión del fruto.

La deuda financiera, al 30 de abril de 2014 se distribuyó en un 61,84% en deuda de corto plazo y en 38,16% en largo plazo. Las obligaciones financieras de la empresa se conformaron en un 73,52% por préstamos con instituciones bancarias locales y el 26,48% correspondió a la presente emisión de obligaciones.

Recursos propios/Patrimonio

El patrimonio de Extractora Agrícola Río Manso Exa S.A., al 30 de abril de 2014 ascendió a US\$ 6,42 millones, monto que fue 4,52% mayor a abril de 2013 (US\$ 6,14 millones), debido principalmente al crecimiento de las reservas en 275,23% (4,82% del patrimonio). El capital de empresa se mantuvo en US\$ 2,55 millones y constituye el 39,73% del patrimonio total.

Nivel de endeudamiento/Solvencia

En cuanto al apalancamiento de la empresa, el indicador que relaciona el pasivo total con el patrimonio para abril de 2014 fue de 5,78 veces, superior al de abril de 2013 (4,88 veces), debido a un aumento mayor del pasivo frente al patrimonio.

Por su parte, el ratio de deuda financiera sobre patrimonio mostró un ligero descenso en abril de 2014 (2,90 veces) frente abril de 2013 (2,93 veces), relacionado a una cifra inferior de las obligaciones financieras en comparación al patrimonio.

La solvencia de una empresa está en la capacidad de poder pagar sus obligaciones lo que la extractora Rio Manso mostró una relativa mejoría, de esta manera lo que se quiere decir es que la compañía podía cancelar el total de pasivos con recursos propios en 4,92 años y su deuda financiera en 2,47 años. En el 2013 el ratio era muy diferente al del año anterior ya que para abril de 2013 cualquier deuda que tendría que ser pagada con recursos propios lo realizaría en 10,65 años y 5,41 años respectivamente. Situación que responde al incremento importante de los ingresos del período analizado en relación a un crecimiento menor de los pasivos y deuda financiera.

El ratio de Solvencia es: $\text{Ratio de solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Exigible Total}}$

Capital de trabajo/Indicadores de liquidez

La liquidez general de la empresa en abril de 2014 fue de 0,79 veces y en abril de 2013 se ubicó en 0,66 veces, debido a que el activo corriente creció en mayor proporción

que el pasivo corriente. Sin embargo el ratio de prueba ácida que pasó de 0,57 veces en abril de 2013 a 0,37 veces en abril de 2014. Por otro lado, el capital de trabajo fue negativo en US\$- 4,42 millones, cuyo déficit fue menor al de similar período de 2013 (US\$ -6,14 millones). Los niveles de liquidez de la compañía son inferiores a 1 pero esto tiene una explicación lógica ya que el pago por abastecimiento de fruto de palma se cancela al contado. Adicionalmente, se evidenció concentración del activo corriente en inventario para asegurar la provisión de aceite de palma y palmiste, lo cual es normal por la naturaleza del negocio.

$$\text{Ratio de Liquidez} = \text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente}$$

Cobertura de la deuda

El EBITDA en abril de 2014 fue de US\$ 2,51 millones, superior en 167,97% respecto de abril de 2013, generado por aumento registrado en las ventas, por la ampliación de capacidad instalada en el 2013.

Se evidenció una buena cobertura de los gastos financieros al pasar de 3,19 veces en abril de 2013 a 3,55 en abril de 2014. La cobertura de la deuda financiera total y de corto plazo mostró una mejoría (0,40 veces y 0,65 veces) frente a similar período de 2013 (0,16 veces y 0,18 veces), justificado por la obtención un monto mayor de utilidad operativa y el descenso de las obligaciones financieras de corto plazo.

3.5 PROYECCIÓN DE CIFRAS FINANCIERAS

Como se trata de saber cuánto vale la empresa y que tan rentable será invertir en ella, en el comienzo del capítulo tres se llegó a la conclusión que el mejor método para obtener el valor financiero de la empresa Extractora Agrícola Rio Manso EXA S.A. es el método de flujos de caja descontados, por considerarlo el más completo de todos.

Para el cálculo y proyección de los flujos de caja se determinó un horizonte de planeación de 5 años, ya que este lapso se considera prudencial para manejar proyecciones con mayor grado de certeza. Todo proyecto tiene beneficios (entradas) y gastos (salidas) de dinero, a lo largo del tiempo. La diferencia de estas entradas y salidas de dinero en un período determinado de tiempo se conoce como componente del flujo de efectivo; una componente de flujo de efectivo positivo indica una entrada neta de dinero en un período dado, mientras un flujo negativo implica un desembolso neto en ese intervalo de tiempo.

3.5.1 Cálculo de flujos proyectados

En primer lugar, se debe determinar los llamados *flujos de caja libre*. En una empresa hay entradas y salidas de efectivo en un periodo determinado y a este componente se lo conoce como flujo de efectivo. Basándose en los datos financieros obtenidos del departamento contable y del análisis interno y/o externo del área administrativa se ha elaborado el siguiente cuadro de supuestos:

Cuadro 3.1 Supuestos en el análisis de proyección

Supuestos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	10%	10%	10%	10%	10%	
Costo de ventas / Ventas	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	
Gastos operacionales / ventas	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Gastos financieros / ventas	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Crecimientos otros ingresos	5%	5%	5%	5%	5%	
Participación trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Inversión en activos	3.000.000	3.000.000	4.000.000	5.000.000	5.000.000	
Variación capital de trabajo	10%	10%	10%	10%	10%	
Depreciación	2.107.065	2.317.772	2.549.549	2.804.504	3.084.954	
Crecimiento perpetuo						5%

Para este análisis de supuestos se toma un porcentaje de crecimiento de 10% anual, y se justifica porque la empresa en el último año (2013-2014) creció el 19%. Adicionalmente el sector palmicultor en el año 2013 superó el millón de toneladas y terminó con un balance positivo teniendo grandes perspectivas de crecimiento ya que comparándolo con la producción del año 2012 existió un crecimiento de 6.5%; para la perpetuidad se prefirió ser conservador y ubicarle un crecimiento del 5% que según lo histórico es alcanzable.

Los porcentajes que se den por variación en ventas, haya o no un crecimiento, las cifras por ingresos o por el capital de trabajo y depreciación se utilizaran a las cifras obtenidas en el año 2014.

Se ve una relación paralela en cuanto al capital de trabajo y las ventas, ya que si hay una disminución en las ventas se necesitara un menor inventario y si pasa el efecto contrario y las ventas suben entonces el nivel de ventas las cuentas por cobrar y los créditos a proveedores también cambiara

Entonces surge la pregunta de ¿cómo se obtiene los flujos de caja libres? La respuesta es sencilla porque se parte desde la utilidad operacional después de impuestos, al que se le suma las depreciaciones (pues no es salida real de efectivo), se le restan la inversión en activos fijos y a esto se le puede sumar o restar, que se determina según sean las variaciones en el capital de trabajo. Es decir, tal y como expusimos en el capítulo 3: el flujo de caja libre es el excedente que generó la empresa en su flujo, cálculo que se determina después de impuestos. Este mismo monto en caja libre está disponible para los inversionistas y accionistas y los administradores.

Cuadro 3.2 Proyección a 5 años de los Flujos de Caja

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ventas	94.401.950	103.842.145	114.226.359	125.648.995	138.213.895
(-) Costo de ventas	87.793.813	96.573.195	106.230.514	116.853.566	128.538.922
(=) Utilidad bruta	6.608.136	7.268.950	7.995.845	8.795.430	9.674.973
(-) Gastos operacionales	3.776.078	4.153.686	3.426.791	3.769.470	4.146.417
Utilidad operacional	2.832.058	3.115.264	4.569.054	5.025.960	5.528.556
(-) 15% Participación empleados	424.809	467.290	685.358	753.894	829.283
(-) 22% Impuesto a la renta	529.595	582.554	854.413	939.854	1.033.840
(=) NOPAT	1.877.655	2.065.420	3.029.283	3.332.211	3.665.432
(+) Depreciaciones	2.107.065	2.317.772	2.549.549	2.804.504	3.084.954
(-) Inversión en activos fijos	3.000.000	3.000.000	4.000.000	5.000.000	5.000.000
(-) Capital de trabajo	265.058	291.564	320.720	352.792	388.072
(=) Flujo de caja libre	719.662	1.091.628	1.258.112	783.923	1.362.315

3.5.2 Cálculo de tasa de descuento

Rio Manso S.A. para financiar sus operaciones e inversiones utiliza no solo capital propio, sino también de terceros. Por tanto, para calcular el costo del capital total de la firma, utilizamos el WACC, cuya ecuación se detalla a continuación:

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{E + D} + k_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{E + D}$$

El costo del capital propio que se puede obtener a partir del modelo de valuación de activos de capital (CAPM) lo que es una abreviación en inglés **Capital Asset Pricing Model**. Este modelo sirve para determinar la tasa de retorno y plantea que la tasa de retorno exigida a un activo debe estar en función de su riesgo sistemático (beta). Su ecuación es una suma del rendimiento libre de riesgo (R_f)¹⁹, una prima por el riesgo²⁰ y

¹⁹ Es la tasa de riesgo cero

para variar la prima de riesgo $[E(R_M) - R_f]$ según la beta (β)²¹ apalancada de la empresa así como se observa en la ecuación 3.1

Ecuación 3.1

$$K_P = R_f + \beta_P [E(R_M) - R_f]$$

En la ecuación de KP cabe recalcar que el coeficiente Beta es una medida de volatilidad en el mercado ecuatoriano donde muchas de sus empresas no compiten en el mundo de mercados de valores, la presencia en un mercado bursátil ecuatoriano es bajísima por lo que debemos recurrir a información de betas referenciales²² de otras empresas que se dediquen a actividades parecidas.

Los denominados valores del tesoro o conocidos como los T-Bonds en el cual el gobierno de Estados Unidos mediante la venta de los debt securities presta dinero para sus operaciones, en este trabajo se toma como los T-Bonds 30Y²³ para la tasa libre de riesgo ya que se considera que la empresa seguirá en el mercado por varios años más. Los T-Bonds son muy importantes en el mundo de las inversiones.

Por lo mismo que en el Ecuador por no ser un mercado desarrollado y la presencia bursátil es casi nula para la Prima de Riesgo de Mercado (PRM) vamos hacer referencia la PRM histórica de Estados Unidos porque de otra manera se hace difícil el cálculo del PMR. Lo que pasa es que para eliminar la Desviación estándar deberíamos utilizar la mayor cantidad de datos posibles.

Gráfico 3.4 RIESGO PAIS - ECUADOR

FECHA	VALOR
Marzo-15-2015	569.00
Marzo-14-2015	569.00
Marzo-13-2015	569.00
Marzo-12-2015	569.00
Marzo-11-2015	569.00
Marzo-10-2015	569.00
Marzo-09-2015	569.00
Marzo-08-2015	569.00
Marzo-07-2015	569.00
Marzo-06-2015	569.00
Marzo-05-2015	569.00
Marzo-04-2015	569.00
Marzo-03-2015	569.00
Marzo-02-2015	569.00
Marzo-01-2015	569.00
Febrero-28-2015	569.00
Febrero-27-2015	569.00

²⁰ Prima de riesgo de mercado

²¹ El coeficiente Beta (β) es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado como lo describe la definición de Wikipedia.

²² Los podemos obtener del sitio web de Damodaran: www.damodaran.com

²³ Es el rendimiento a 30 años que pagan los T-Bonds

Fuente: Banco Central del Ecuador

El riesgo país es el riesgo de una inversión económica y se refiere a las financiaciones de un país a otro en mercados emergentes. El EMBI es un índice y estos datos están publicados en la página web del Banco Central del Ecuador.

Gráfico 3.5 EL PRECIO DE LOS BONOS DE ESTADOS UNIDOS

US Treasury Bonds Rates				
Maturity	Yield	Yesterday	Last Week	Last Month
3 Month	0.01	0.03	0.02	0.01
6 Month	0.09	0.10	0.10	0.06
2 Year	0.58	0.54	0.66	0.67
3 Year	0.95	0.91	1.05	1.08
5 Year	1.43	1.39	1.60	1.60
10 Year	1.94	1.92	2.12	2.14
30 Year	2.52	2.51	2.70	2.72

Como un país emergente que se encuentra en el desarrollo económico de su país debemos realizar el ajuste por riesgo país a la vez que obtenemos el costo patrimonial utilizamos lo que plantea Damodaran que se describe en la ecuación 4.2

Lo que vemos en la ecuación es la suma del costo patrimonial inicial el Default Spread²⁴ 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 3.3 Cálculo de los Costos del patrimonio

Rubro	Valor	Fuente
Beta apalancada	0,84	Betas promedio por sector (www.damodaran.com)
Prima de riesgo de mercado	3,14%	Promedio historico geometrico (1965-2015) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (www.damodaran.com)
Tasa libre de riesgo	2,72%	Rendimiento anual en 30Y T.Bonds durante el mes de marzo del 2015 (www.finance.yahoo.com)
Default Spread Ecuador	5,69%	Riesgo pais promedio 2015 (www.bce.fin.ec.com) Ajuste por riesgo país (www.damodaran.com)
Costo patrimonial	5,37%	$K_p = R_f + \beta_p [E(R_M) - R_f]$
Costo patrimonial ajustado	11,06%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

²⁴ Margen de incumplimiento

En cuanto a un elemento importante para el cálculo que tenemos es: el coste de la deuda que se abrevia (kd), y para el cálculo más adecuado es establecer de manera técnica los pagos a futuros de toda y cada una de las operaciones de crédito que tiene la empresa y de esta manera hacer el cálculo de una Tasa interna de Retorno (TIR), obviamente con un valor presente igual a la suma de los saldos de capital. Para su cálculo se tiene que encontrar un tipo medio de todos los intereses ponderado con la deuda total. %Por tema de confidencialidad de información Rio Manso S.A. no facilitó el detalle de sus operaciones de crédito, pero si accedió a informar que su tasa de endeudamiento promedio es de 8.5% anual que es utilizada por la empresa.

Una vez teniendo todos los componentes podemos calcular el WACC.

Cuadro 3.4 Cálculo del WACC

Componentes	Valores
Costo deuda (kd)	8,50%
Costo patrimonio (ke)	11,06%
Tasa impuestos (t)	22,00%
Total pasivos 2014 (D)	36.576.707
Total patrimonio 2014 (E)	6.100.908
WACC	7,26%

$$\text{WACC} = \left((11,06\% * (6100908 / (6100908 + 36576707))) + (8,5\% * (1 - 22\%) * (36576707 / (6100908 + 36576707))) \right) = 7,26\%$$

3.5.3 Cálculo de valor terminal

El valor terminal es el valor del flujo de caja esperado por la empresa después del horizonte de planeación. Para su cálculo se utilizará el modelo de crecimiento de Gordon Partiendo del concepto que un dólar no vale lo mismo hoy que mañana; este modelo consiste en calcular ese valor como una perpetuidad porque se asume seguirá en el mercado con un crecimiento permanente. De esta manera lo que pasara es que se toma el flujo de caja esperado en un año y de manera perpetua al ritmo indicado de la empresa se espera que siga subiendo en los años posteriores. En conclusión el valor residual sería el valor presente de esa serie de flujos de caja, observar el siguiente cuadro. (Ver ecuación 3.1)

Para estimar el valor terminal de los flujos de caja se puede hacer la proyección con datos de años anteriores o con promedios de la industria, en este caso suponemos que los flujos que la empresa espera generar tras el final del horizonte de planificación (2019)

crecen a una tasa constante del 5%. Para la prima de riesgo también se pueden utilizar las tasas históricas de la compañía.

Cuadro 3.5 Cálculo valor terminal

Flujo caja 2019	1.362.315
Tasa de crecimiento	5%
Waac	7,26%
Valor terminal	63.217.713

$\text{Valor terminal} = (((1362315) * (1 + 5\%)) + ((7,26\% - 5,00\%))) = 63.217.713$
--

3.6 ANÁLISIS DE ESCENARIOS

Las premisas establecidas en el cuadro donde se realizaron bajo un escenario conservador, basándose en el análisis y evolución de las cifras financieras de Rio Manso S.A., en el análisis FODA que consiste en analizar y evaluar lo que le llamamos el sistema operativo de la empresa e igualmente se considerando las estrategias determinadas por la empresa en cuanto a su planificación operativa y financiera.

Sin embargo, como entendemos que todo trabajo de operación tiene riesgos, es importante realizar la presentación de escenarios, que nos guíen para poder entender como cada uno de ellos afectaría al valor de la empresa ya sea positiva o negativamente si uno de los factores cambian.

Se consideran tres las variables claves que al alternarlas producen el efecto: primeramente la tasa de crecimiento en ventas, segundo la participación del costo de ventas sobre las ventas, y por último la tasa de crecimiento, todo esto es para estimar el valor terminal. También debemos tener 2 otros escenarios como lo son: el optimista y el pesimista.

Para el escenario optimista se toman en cuenta las siguientes variaciones:

- Aumentar las tasas de crecimiento de ventas al 12%, considerando que la empresa tiene altas oportunidades.
- Disminuir el porcentaje de costo de producción un punto porcentual quedando en 92% de las ventas.
- Aumentar la tasa de crecimiento perpetuo al 5.5%.

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

Cuadro 3.6 Cálculo de un supuesto escenario optimista

Supuestos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	12%	12%	12%	12%	12%	
Costo de ventas / Ventas	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	92,0%	
Gastos operacionales / ventas	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Gastos financieros / ventas	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Crecimientos otros ingresos	5%	5%	5%	5%	5%	
Participación trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Inversión en activos	3.000.000	3.000.000	4.000.000	5.000.000	5.000.000	
Variación capital de trabajo	12%	12%	12%	12%	12%	
Depreciación	2.107.065	2.317.772	2.549.549	2.804.504	3.084.954	
Crecimiento perpetuo						5,5%

Para el escenario pesimista se considerarán las siguientes variaciones:

- Reducir las tasas de crecimiento de ventas al 9%.
- Aumentar el porcentaje de costo de producción un punto porcentual quedando en 94% de las ventas.
- Reducir la tasa de crecimiento perpetuo al 4.5% que equivale a uno por ciento menos de los que muestra el escenario optimista. Ver la tabla que se presenta a continuación:

Cuadro 3.7 Cálculo de un supuesto escenario pesimista

Supuestos	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	9%	9%	9%	9%	9%	
Costo de ventas / Ventas	94%	94%	94%	94%	94%	
Gastos operacionales / ventas	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Gastos financieros / ventas	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Crecimientos otros ingresos	5%	5%	5%	5%	5%	
Participación trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Inversión en activos	3.000.000	3.000.000	4.000.000	5.000.000	5.000.000	
Variación capital de trabajo	9%	9%	9%	9%	9%	
Depreciación	2.107.065	2.317.772	2.549.549	2.804.504	3.084.954	
Crecimiento perpetuo						4,5%

4. VALORACIÓN FINANCIERA DE EXTRACTORA AGRICOLA RIO MANSO

El valor de la empresa por el método de flujos de caja de descontados es el valor actual de los flujos de caja proyectados y del valor terminal descontados a la tasa del costo promedio ponderado de capital (WACC).

En el cuadro posterior, 4.1 se observa que dentro de escenario conservador se determinó que el valor financiero de Rio Manso S.A. el cual es el esperado, es de **\$48'714.983**.

Cuadro 4. 1 Cálculo valor financiero Rio Manso S.A. (Escenario esperado)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(=) Flujo de caja libre	719.662	1.091.628	1.258.112	783.923	1.362.315
(+) Valor terminal					63.217.713
(=) Total flujos	719.662	1.091.628	1.258.112	783.923	64.580.028

Valoración de la empresa **\$ 48.714.983**

Por el contrario nuestro valor de la empresa aumento en el escenario optimista como lo indica el cuadro 4.2 ya que este escenario optimista, el valor financiero de Rio Manso S.A asciende a **\$ 117'304.262**.

Cuadro 4. 2 Cálculo valor financiero Rio Manso S.A. (Escenario optimista)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(=) Flujo de caja libre	1.338.054	1.816.479	2.147.486	1.834.194	2.598.207
(+) Valor terminal					155.505.689
(=) Total flujos	1.338.054	1.816.479	2.147.486	1.834.194	158.103.896

Valoración de la empresa **\$ 117.304.262**

En el último caso, cuadro 4.3, el valor de la empresa bajo obteniéndose este cálculo del escenario pesimista. El valor financiero de Rio Manso S.A asciende a **\$ 11'015.132**.

Cuadro 4. 3 Cálculo valor financiero Rio Manso S.A. (Escenario pesimista)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(=) Flujo de caja libre	108.903	409.775	476.686	(94.916)	374.586
(+) Valor terminal					14.168.808
(=) Total flujos	108.903	409.775	476.686	(94.916)	14.543.394

Valoración de la empresa **\$ 11.015.132**

En base a los análisis externos e internos realizados, a más de considerar que el desempeño que ha tenido Rio Manso S.A. ha sido bueno y ha estado en constante crecimiento 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%, 30% y 20% respectivamente. De esta manera el valor ponderado de la empresa es de \$ **61'751.797**.

Cuadro 4. 4 Valoración ponderada Rio Manso S.A.

Escenario	Valor empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Pesimista	11.015.132	20%	\$ 2.203.026
Esperado	48.714.983	50%	\$ 24.357.492
Optimista	117.304.262	30%	\$ 35.191.279
TOTAL			\$ 61.751.797

A modo conclusión, la cifra obtenida por la valoración ponderada de \$61 millones parece razonable considerando el potencial de crecimiento que tiene la empresa.

En el caso de la extractora Rio Manso S.A es una empresa que a pesar de estar endeudada se encuentra establecida en el mercado, tiene asegurada la compra de su producto y genera suficiente efectivo por actividades de operación que le permite cumplir con sus obligaciones.

5. CONCLUSIONES

La valoración de empresa es una disciplina dentro del ámbito de las finanzas corporativas que se ha desarrollado y tomando una importante relevancia en los últimos años, ya que no sólo sirve para determinar su precio de venta en una fusión o adquisición, sino también para identificar los parámetros principales de su valor. Entre otros importantes indicadores tenemos: salidas a bolsa de valores, planificación estratégica, decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa, y sistemas de remuneraciones basados en creación de valor.

Todos los métodos entregan diferentes valores para la misma firma, sin embargo son solo estimaciones referenciales de su valor. Tener los tres escenarios posibles en el método de Flujo de caja descontado nos da un valor promedio ponderado de \$61'751.797.00 para la empresa Rio Manso Exa S.A lo que se puede considerar razonable porque es una empresa establecida con su venta asegurada.

La valoración se realiza de acuerdo al sector de la empresa donde se muestra si está ganando valor o por el contrario si algo negativo estuviese pasando alertando a los gerentes cuando esté perdiendo valor en el mercado. En el caso de la extractora Rio Manso Esa S.A el valor se ha mantenido gracias al crecimiento de la materia prima y la venta de los subproductos del proceso de extracción del aceite de palma en el Ecuador.

El individuo que se dedica de lleno a la Valoración de Empresas, está obligado a ser un profesional completo, el cual no le basta con conocer de todo un poco, sino que debe dominar todos los aspectos significativos de las Finanzas Corporativas (tanto Operativas como Estructurales), la Contabilidad (tanto NIIF Completas como NIIF para Pymes), la Tributación, la Economía, la Estadística y las Matemáticas, puesto que no sabrá con exactitud a qué se enfrentará en el momento que ingrese a una empresa para conocer su valor justo.

Aunque la compañía tuvo una relativa mejoría en cuanto a su solvencia al momento de cancelar el total de sus pasivos con recursos propios porque el tiempo en que tardaría en hacerlo era de 4.2 años en el 2014 mientras en el 2013 fue de casi el doble 10.65 años. También su deuda financiera mejoro en el 2014 la cual se podría pagar 2.47 años mientras que en el 2013 se tardaría 5.41 años.

Existen muchos métodos para valorar una empresa, en este caso a pesar de la gama existente, por su técnica, su esquema y la razonabilidad de su explicación el método

escogido es el de flujos de caja descontados el cual se considera el más completo, ya que para valorarla no solo analiza y estima los resultados futuros de una empresa, sino que además considera el entorno en que se desenvuelve, su estructura de capital, y riesgos a los que está expuesta. La principal desventaja del DCF es que la proyección de flujos futuros se basan en supuestos, que lleva consigo un alto nivel de subjetividad, pero estos podemos volverlos objetivos, con un adecuado análisis del entorno interno y externo de la empresa.

El modelo CAPM se lo está utilizando como una herramienta factible para estimar el costo patrimonial de un negocio o inversión. Como no se puede estimar el retorno esperado de todo el mercado el beta es 1 sin que sea un limitante el no contar con mercado bursátil desarrollado. Aplicando este método de Rio Manso, nos da un WAAC de 7.26%.

El análisis de escenarios que permite llevar a cabo la valoración es muy importante porque determina los efectos que tendría en el valor de la empresa, ya que no es una predicción sino más bien una descripción de lo que puede suceder y la interacción de las variables a la que están expuestas. Se ha considerado crecimiento de ventas entre 9% a 12%, y cobertura de costos entre 92% a 94%.

La valoración no determina un valor único, sino que estos futuros esquemas posibles que la empresa pueda enfrentar conllevan a un rango de valores que sirven a la hora de tomar decisiones. En este trabajo de tesis el caso de Rio Manso S.A. muestra valores que oscilan entre los 11 y 117 millones de dólares, lo que en un promedio ponderado que supera los 61 millones de dólares que es el valor de la empresa según lo calculado en esta investigación.

RECOMENDACIONES

- Se entiende que la compañía recurrió a un mayor nivel de endeudamiento entre el 2013 y el 2014, sin embargo no es algo negativo ya que este financiamiento provee una ventaja fiscal a la empresa ya que los intereses son deducidos de impuestos.
- El entorno macroeconómico en que se desenvuelve la empresa es estable, sin embargo se sugiere mejorar el sistema de cobranzas de los clientes ya que existen facturas pendientes de cobro que tienen un promedio de vencimiento de 30 días y esto le resta liquidez a la empresa lo que puede significarles riesgos para los planes de expansión de la misma.
- La cobertura de la deuda financiera total mejoró, ya que de 0.16 veces (2013) pasó a 0.40 veces (2014), lo mismo pasó con la deuda a corto plazo que de 0.18 veces (2013) al 0.65 veces (2014) lo que muestra un ratio positivo gracias a que sus obligación financiera a corto plazo bajaron, se recomienda seguir teniendo un mayor EBITDA para conservar valores como los del 2014.
- Ya que la deuda financiera sobre el patrimonio fue mejor en el 2013 (2.93 veces) a la del 2014 (2.90 veces) la empresa debe cuidarse porque esto puede dar un imagen negativa de la empresa en el mercado, se podría pensar que la extractora Rio Manso se financia mayoritariamente de recursos a terceros, lo que puede no ser muy atractivo para nuevos inversionistas.
- Se recomienda mantener la transparencia en sus datos financieros para que pueda competir en mercados internacionales, simplemente hay que estar preparado, por lo que se recomienda cada año de manera habitual realizar una valoración para ver si la empresa está adquiriendo o perdiendo su valor.
- En el Plan Nacional del Buen Vivir 2014 unos de los objetivos del gobierno nacional es impulsar la transformación de la matriz productiva hasta el 2017 y la palma es el 1.8% del producto interno bruto general y el 15% del PIB agrícola (Sistema de Información Nacional de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca, 2013) lo que se recomienda a la empresa mantener los niveles de calidad y seguir dando apoyo a los pequeños y medianos agricultores especialmente en lo que es servicios de créditos para la compra de insumos y fertilizantes y asistencia técnica.
- En cuanto a la liquidez de la empresa se observa que por motivos de política interna la extractora Rio Manso realiza el pago a sus proveedores al contado como táctica de fidelización lo que la mantiene en niveles por debajo de uno, por lo tanto 0.79

veces en el 2014, lo que fue ligeramente mejor del 2013 (0.66 veces). Lo que se recomienda es no alarmarse con estas cifras ya que esta empresa asegura la provisión de sus productos lo que produce una concentración del activo corriente en inventario y como ha mencionado durante este trabajo de tesis la venta del producto está asegurada.

REFERENCIAS

- Accival Casa de Valores (2013) **Prospecto de oferta pública** Extractora Agrícola Rio Manso S.A.
- Ancupa. (2014). **Precio Internacional del Aceite de Palma, semana del 25 de agosto del 2014.** <http://www.ancupa.com/index.php/estadisticas>
- **Aceite de Palma Ecuatoriano en el top ten del mundo (2014).**
- <http://www.revistaelagro.com/2014/05/22/aceite-de-palma-ecuatoriano-en-el-top-ten-del-mundo/>
- Badenes, C., Santos, J. (1998) **Introducción a la valoración de empresas a través de comparables.**
- <http://exariomanso.com/index.php/component/content/?view=featured>
- Banco Central del Ecuador. <http://www.bce.fin.ec>
- Benítez, G. (2013). **Valoración de Empresas. Aplicación Modelo Black and Scholes.**
- Damodaran. (2015). **Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current.** <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- Damodaran. (2015). **Betas by sector.**
- Damodaran. (2015). **Country Default Spreads and Risk Premiums**
- Damodaran. (2015) <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- Damodaran. (2015) <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- Del Valle, J. (2014) **Planeación – Evaluación económica.**
- Díaz Ramirez (2004) **Valoración de empresa.**
<http://www.es.slideshare.net/ancadira/valoracin-de-empresa>
- Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2014). **Estadísticas Macroeconómicas Junio 2014.**
- Ecuador. Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2014). Informe inflación octubre-2014.
- Ecuador. Ministerio Coordinador de la política económica. (2014) **Indicadores macroeconómicos Junio-2014.**
- E, Estay. (2007) **Valoración de empresas.**
- 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.**

- Fernández, P. Métodos de Valoración (2008) de Empresa www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.
- Fernández, P. (2000, 0007). **Métodos de valoración de empresas como medir y gestionar la creación de valor**)3ed=
- Faus, J. (2002) **Valoración de Empresas: Un Enfoque Pragmático.**
- IDacción Business News(2014) <http://idnews.idaccion.com/valoracion-de-empresas-iii-metodo-de-los-flujos-de-caja-descontados/>
- Jenkins, M. (2008). **Métodos de valoración de empresas.**
- **La palma busca expandirse con responsabilidad.** (2012, 12 de marzo). Diario Hoy.
- Master, T. (2013) **Métodos de valoración de empresas.**
- **Ochoa J y Chavez E (2011) EVALUACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD EN LOS CULTIVOS DE PALMA AFRICANA EN EL DEPARTAMENTO DEL META,** [www.eumed.net › Revistas › CCCSS](http://www.eumed.net/Revistas/CCSS)
- 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** <http://www.ekosnegocios.com/empresas>
- Roca, L. (2014) **Valoración financiera de La Fabril S.A.**
- Romero, F. (2013) **Programa Valoración de empresas.**
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., (2012). **Finanzas Corporativas.**
- Rio Manso S.A. (2014) **Informe de gestión 2013.**
- Artículos de valoración www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v07/073049.pdf
- Ruso, P. (2010) **Formas de valuación por descuento de flujo.**
- Santandreu, M. (1998) **Manual Práctico de Valoración de empresas.**
- Sarmiento, J. (2002). **Valoración de empresas – Métodos.**
- Sanjurjo, M. (2003) **Guía de Valoración de empresas.**
- **Sarmiento J, Javeriana, Valoración de Empresas, métodos contables para la valoración.**
- <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
- Sherman, F (2012) **Las ventajas del método del flujo de caja descontado.**
- Schettini R. y Almeida V. (2012) PUCE, Ejemplos del Uso de estilo APA
- www.puce.edu.ec/economia/docs/.../2007_ayala_eguez_Maria_elena.pdf
- Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana. (2014). **Actualización de la Calificación de riesgo a la Emisión de papel comercial Rio Manso SA.**
- 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.**
- Tuppia Jim (2013) Ratios Financieros <http://es.slideshare.net/isaihm1/ratios-financieros-29376523>.
- **US Treasury Bonds Rates.** (2015) <http://finance.yahoo.com/bonds>