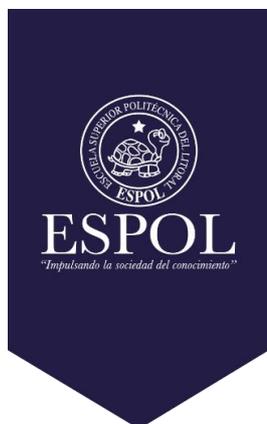


ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



FCSH

**FACULTAD DE CIENCIAS
SOCIALES Y HUMANÍSTICAS**

**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
TONI S.A.”**

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previa a la obtención del Título de:

**ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN
EMPRESARIAL**

Presentado por:

**SOFÍA CRISTINA BERMEO VALDÉZ
ESTEFANÍA ELOÍSA FIGUEROA BRIONES**

Guayaquil – Ecuador

Febrero - 2016

AGRADECIMIENTOS

Quiero dar infinitas gracias a Dios por darme el don de la vida, por llenarme de bendiciones y asignarme los padres maravillosos que tengo, que me criaron en el equilibrio perfecto de amor y disciplina, quienes con su esfuerzo y trabajo ayudan a construir los sueños de cada una de sus hijas. Agradezco a mis hermosas hermanas; Kerly, Diana y Luly quienes siempre me han alentado para no desistir y continuar en este camino. A mi pequeña sobrina Adrianita, quien con un gesto y un abrazo elimina todo mi estrés y malgenio. A mi soulmate Brian por estar siempre presto a ayudarme.

Agradezco a mis amigos y compañeros de la universidad, en especial a Estefanía y Johnny por ser siempre buenos amigos.

Sofía Cristina Bermeo Valdez

Agradezco a Dios por bendecirme siempre, darme la inteligencia y dedicación para terminar con mis metas. Una de las bendiciones más grandes que Dios me ha dado es contar con padres increíbles, que siempre confían en mí y me apoyan en cada meta que me propongo, a ellos les dedico mis éxitos. A mis queridas hermanas quienes con sus sonrisas me dan la fuerza para continuar. A mis amigos y compañeros de la universidad con quienes he compartido este camino de esfuerzo y dedicación.

Estefanía Eloísa Figueroa Briones

DEDICATORIA

Este logro en mi vida es una muestra del éxito que han tenido como padres, Juan y Sonia quienes con su esfuerzo, paciencia y muchas veces sacrificio me han permitido llegar hasta el final de mi meta.

Sofía Cristina Bermeo Valdez

Este trabajo producto de mucho esfuerzo, dedicación y sacrificio se lo dedico a Dios que me ha ayudado siempre en mi toma de decisiones; a mis padres, hermanas y familiares que con su amor y consejos han hecho de mí una mejor persona. Cualquier éxito o logro en mi vida también será éxito y logro para mi familia pues ellos son quienes están conmigo apoyándome y creyendo en mí.

Estefanía Eloísa Figueroa Briones

RESUMEN

Este trabajo de titulación presenta las diferentes herramientas, metodologías y análisis referente a la valoración de empresas, lo que significa un instrumento útil para los directivos y administradores al momento de la toma de decisiones. El fin que persigue el presente trabajo es la selección de la mejor metodología de valoración para Industrias Lácteas Toni S.A., empresa dedicada la producción de alimentos funcionales a base de lácteos y jugos. Consta de cinco capítulos: en el capítulo uno se plantean los antecedentes, descripción de problema y objetivos del trabajo. En el capítulo dos tenemos la revisión de la literatura donde se presentan las diferentes metodologías de valoración de empresas y un cuadro comparativo entre los principales métodos. En el capítulo tres se justifica el método seleccionado para la valoración de Industrias Lácteas Toni S.A. de acuerdo a las características que presenta la misma. En el capítulo cuatro se realiza un análisis macroeconómico, análisis del sector manufacturero en el que se desenvuelve la empresa, análisis de aspectos financieros, de estrategias y competidores. En el capítulo cinco se realiza la simulación de Montecarlo y el respectivo análisis de sensibilidad de las variables seleccionadas. Como parte final tenemos las conclusiones que se obtienen del trabajo realizado.

TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN

MSc. Washington Macías Rendón
Director de Trabajo de Titulación

DECLARACIÓN EXPRESA

"La responsabilidad y la autoría del contenido de este Trabajo de Titulación, nos corresponde exclusivamente; y damos nuestro consentimiento para que la ESPOL realice la comunicación pública de la obra por cualquier medio con el fin de promover la consulta, difusión y uso público de la producción intelectual"

.....
Sofía Cristina Bermeo Valdez

.....
Estefanía Eloísa Figueroa Briones

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTOS	1
DEDICATORIA	2
RESUMEN	3
TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN.....	4
DECLARACIÓN EXPRESA	5
ÍNDICE GENERAL	6
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	8
ÍNDICE DE TABLAS	8
CAPÍTULO I	9
1. INTRODUCCIÓN	9
1.1. Antecedentes	9
1.2. Definición del problema.....	10
1.3. Objetivos	10
1.3.1. Objetivo General.....	10
1.3.2. Objetivos Específicos	10
CAPÍTULO II.....	11
2. REVISIÓN DE LITERATURA.....	11
2.2. Métodos de valoración de empresas.....	11
2.2.1. Métodos basados en los balances:	11
2.2.2. Métodos basados en las cuentas de resultados:.....	12
2.2.3. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos:.....	13
2.2.4. Mixto, basado en el fondo del comercio (GOODWILL):.....	14
2.3. Ventajas y desventajas.....	15
CAPÍTULO III.....	16
3. METODOLOGÍA	16
3.1. Justificación del método seleccionado	16
3.2. Descripción del proceso de valoración.....	16
3.3. Fuentes de información	20
CAPÍTULO IV	22
4. ANÁLISIS DE INDUSTRIAS LÁCTEAS TONI S.A.	22
4.1. Análisis externo.....	22
4.1.1. Crecimiento de la economía ecuatoriana	22
4.1.2. Inflación.....	23
4.1.3. Evolución de empleo y desempleo	25
4.1.4. Inversión extranjera directa	25
4.1.5. Análisis del sector.....	26
4.2. Aspectos no financieros.....	30
4.2.1. Actividades y proyectos.....	30
4.2.2. Mercado y competencia por línea de productos	30

4.2.3.	Análisis estratégico.....	32
4.2.4.	Las cinco fuerzas de Porter.....	34
4.2.5.	Análisis financiero.....	35
CAPÍTULO V.....		44
5.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA	44
5.1.	Supuestos de la valoración	44
5.2.	Estimación de tasas de descuento.....	46
5.2.1.	Tasa de rentabilidad.....	46
5.2.2.	Costo de la Deuda.....	48
5.3.	Valoración de la empresa TONI s.a.	48
5.4.	Análisis de sensibilidad de la empresa	51
5.4.1.	Simulación de Montecarlo.....	51
5.4.2.	Análisis de sensibilidad de las variables.....	57
CAPÍTULO VI.....		59
6.	CONCLUSIONES	59
7.	BIBLIOGRAFÍA	62

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 4.1 PIB trimestral, USD 2007	23
Ilustración 4.2 Inflación a noviembre de 2015.....	24
Ilustración 4.3 Incidencia en la inflación de las divisiones de productos	24
Ilustración 4.4 Evolución de indicadores laborales: Área urbana	25
Ilustración 4.5 Inversión Extranjera Directa por ramas de actividad económica	26
Ilustración 4.6 Composición del PIB manufacturero del Ecuador	28
Ilustración 4.7 Principales cliente de TONI en 2014	31
Ilustración 4.8 Evolución de los ingresos (millones de US\$)	36
Ilustración 4.9 Evolución del costo de ventas (millones de US\$).....	37
Ilustración 4.10 Evolución de los egresos (millones de US\$).....	37
Ilustración 4.11 Evolución de las utilidades (millones de US\$)	38
Ilustración 4.12 Estructura de los activos TONI S.A. (millones de US\$).....	39
Ilustración 4.13 Estructura de los pasivos TONI S.A. (millones de US\$).....	40
Ilustración 4.14 Estructura del Patrimonio TONI S.A. (millones de US\$).....	41
Ilustración 4.15 Nivel de endeudamiento TONI S.A.	42
Ilustración 4.16 Nivel de solvencia TONI S.A.	42
Ilustración 4.17 Rentabilidad de TONI S.A.	43
Ilustración 5.1 Histograma de crecimiento del PIB	53
Ilustración 5.2 Histograma Inflación	53
Ilustración 5.3 Histogramas de las variables de la empresa	53
Ilustración 5.4 Suposición del PIB, simulación de Montecarlo	54
Ilustración 5.5 Suposición de la Inflación, simulación de Montecarlo	54
Ilustración 5.6 Suposición del crecimiento de las ventas, simulación de Montecarlo	55
Ilustración 5.7 Suposición del costo de ventas, simulación de Montecarlo	55
Ilustración 5.8 Valor de la empresa, simulación de Montecarlo	56
Ilustración 5.9 Valor del patrimonio, simulación de Montecarlo.....	57
Ilustración 5.10 Matriz de correlaciones.....	58
Ilustración 5.11 Sensibilidad: Valor de la empresa.....	58

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Empresa "XYZ" S.A. Balance oficial (Millones de dólares).....	11
Tabla 2 PER Banco Santander	12
Tabla 3 Ventajas y Desventajas de los Métodos de Valoración.....	15
Tabla 4 Producto Interno Bruto por rama de actividad manufacturera. Porcentaje de variación. Primer trimestre 2014.	27
Tabla 5 Participación de mercado por producto	32
Tabla 6 Identidad de la Marca	32
Tabla 7 Supuestos para la proyección de flujos de caja	44
Tabla 8 Análisis Vertical de las cuentas del estado de resultados. Periodo 2010-2014	45
Tabla 9 Estimación de las tasas Kd, Kp y WACC	47
Tabla 10 Estado de Resultados Proyectado	49
Tabla 11 Flujo de Caja Libre de la Empresa.....	50
Tabla 12 Flujo de Caja Libre del Accionista	50
Tabla 13 Estimaciones de las variables a perpetuidad para la simulación de Montecarlo	52
Tabla 14 Matriz de correlación	52

CAPÍTULO I

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

La compañía Industrias Lácteas Toni S.A. es una empresa ecuatoriana constituida en 1978 bajo la dirección y tecnología de Toni de Suiza con un capital social de 30 millones de sucres. El compromiso de Industrias Lácteas Toni es llevar bienestar mediante alimentos funcionales y saludables a cada tipo de consumidores, acuerdo a sus necesidades en salud y nutrición.

Industrias Lácteas Toni S.A. es una empresa enfocada en la responsabilidad integral, además procura el cuidado del medio ambiente y cree que la única forma de obtener un desarrollo sostenible es generando riqueza mediante la creación de valor entre las partes interesadas.

En 2002, Toni alcanza la certificación en sistema de gestión de calidad, que garantiza el cumplimiento de procesos y el continuo mejoramiento de los mismos. Posteriormente, en 2006 alcanza otro reconocimiento que garantiza la vigilancia de procesos que puedan causar daño al ambiente con el objeto de minimizarlos y finalmente eliminarlos.

Toni es una marca líder en el mercado y junto a las empresas Plásticos Ecuatorianos S.A., Dipor, Heladosa S.A. y Cosedone forman parte del Holding Tonicorp que posee la mayoría de las acciones de estas compañías que se dedican a diferentes actividades económicas. Según lo publicado en la página web de Arca Continental, para el 15 de abril del 2014, la compañía Coca-Cola y Arca Continental anuncian la adquisición de la mayoría accionaria del Holding Tonicorp que es una empresa líder en el segmento de productos lácteos y además uno de los grupos más importantes en el sector de consumo en Ecuador (EKOS, 2014).

Con esta adquisición, ambas compañías reiteran su compromiso con el país y la inversión local, por lo cual, Francisco Alarcón Fernández-Salvador, Presidente de Holding Tonicorp, destacó lo siguiente: “esta inversión es una muy buena noticia, que nos llena de orgullo, porque representa un reconocimiento y aval al éxito y la solidez

del grupo, así como un voto de confianza para el país, atrayendo nuevas y muy valiosas inversiones para impulsar el desarrollo del Ecuador” (EKOS, 2014)

Según la revista Ekos Negocios (2015), Industrias Lácteas Toni ha sido catalogada como uno de los mejores lugares para trabajar en Ecuador, obtuvo el tercer puesto del premio Great Place to Work, en la categoría de empresas con más de 500 colaboradores en el sector Industrial alimento. Con 35 años de existencia, Industrias Lácteas Toni posee más del 68% del mercado de lácteos y jugos, el mismo que pretende mantener y para ello ha implementado nuevas estrategias de mercado dirigido a los menores del hogar y para lograrlo cuenta con 655 colaboradores.

Toni es una de las empresas líderes en el sector industrial alimento, ocupando el puesto 99 del ranking de las compañías más rentables del Ecuador con un ratio utilidad/ingresos de 12.02%, según lo publicado por la revista Ekos. Hasta el año 2014, la empresa obtuvo ventas de \$168.246.742 y utilidades que alcanzaron \$20.225.078, lo que evidencia que la empresa cuenta con marcas líderes en el mercado lácteo.

1.2. Definición del problema

Es de vital importancia al momento de la toma de decisiones conocer la mayor información posible sobre la situación de la empresa, y esta información la ofrece una valoración. En el siguiente trabajo se define la valoración de empresas y se describe los métodos, la estructura y las formas de aplicarlos.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo General

Determinar el valor financiero de la empresa Industrias Lácteas Toni S.A., considerando la expectativa de generación de flujos de caja futuros.

1.3.2. Objetivos Específicos

- Comprender los beneficios de la valoración de empresas
- Establecer las diferencias y similitudes entre los diferentes métodos de valoración
- Definir el método de valoración más adecuado y describirlo detalladamente
- Analizar el entorno macroeconómico y sectorial de la empresa
- Aplicar el modelo de valoración adecuado para determinar el valor financiero de la empresa Industrias Lácteas Toni S.A.
- Sensibilizar el valor de la empresa aplicando la simulación de Montecarlo

CAPÍTULO II

2. REVISIÓN DE LITERATURA

2.1. Definición de valoración de empresas

La valoración de empresas es aquel proceso mediante el cual se cuantifica los elementos de una empresa, ya sean intangibles como tangibles, que conforman su patrimonio (Sanjurjo & Reinoso, 2003). Nos sirve para conocer la sensibilidad de la valoración ante cambios en las variables con las que guarda relación y así conocer cuál es el verdadero valor de la empresa en un tiempo determinado, debido a que esta información es muy valiosa al momento de tomar decisiones futuras de crecimiento.

2.2. Métodos de valoración de empresas

2.2.1. Métodos basados en los balances: este método considera que el valor de la empresa está en su balance, por lo cual ofrece una presentación meramente estática pues en los balances no se presentan los cambios como: valor del dinero en el tiempo, problemas con el personal, organizacional, etc. (Fernández, 2000). Entre estos tenemos:

Valor Contable: es el valor de los recursos propios de la empresa (capital y reservas). Esta también es la resta entre el activo total y el pasivo exigible.

Ejemplo:

Tabla 1 Empresa "XYZ" S.A. Balance oficial (Millones de dólares)

ACTIVO		PASIVO y PATRIMONIO	
Tesorería	6,3	Proveedores	47,5
Deudores	11	Deudas bancarias	27,8
Inventarios	48,5	Deudas a largo Plazo	32,7
Activos Fijos	136,7	Capital y reservas	94,05
Total activos	202,5	Total pasivo y patrimonio	202,05

Valor contable ajustado: El patrimonio ajustado es igual al total de los activos ajustados menos los pasivos ajustados, es decir, el valor del mercado de dichas cuentas.

Valor de liquidación: valor después de la venta de los activos y cancelación de las deudas más los gastos de liquidación que se presenten como indemnización, gastos fiscales etc. (Fernández, 2000).

Valor sustancial: consiste en el valor que se requiere para crear una empresa en iguales condiciones a la valorada.

2.2.2. Métodos basados en las cuentas de resultados: a diferencia del método anterior, este método considera las cuentas del estado de resultados para su análisis (Fernández, 2000).

Múltiplo de los beneficios, PER: en este método el valor de las acciones es igual a la multiplicación del beneficio neto anual por un término llamado PER (Price earnings ratio), que es el múltiplo del beneficio por acción en la bolsa de valores y si ésta no cotiza en la bolsa se utilizará el de una empresa parecida (Fernández, 2000).

$$VALOR DE LAS ACCIONES = PER * Beneficios$$

Ejemplo: Considere el PER (Price earnings ratio) del Banco Santander S.A., halle el valor de las acciones de un banco de situaciones similares, Banco Ecuabank S.A, el cual posee beneficios anuales de 0.88 y 0.78 en los años 2008 y 2009 respectivamente.

Tabla 2 PER Banco Santander

	2008	2009
Cotizan	6.75	11.55
Beneficio por acción	1.22	1.05

Fuente: Banco Santander S.A.

$$PER_{2008} = \frac{6.75}{1.22} = 5.53$$

$$PER_{2009} = \frac{11.55}{1.05} = 11.05$$

Valor de las acciones del Banco Ecuabank S.A.

$$Valor de las acciones_{2008} = 5.53 * 0.88 = 4.87$$

$$Valor de las acciones_{2009} = 11.05 * 0.78 = 8.62$$

Valor de los dividendos: Los dividendos son la porción de los beneficios que se entrega a un accionista y constituyen en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que

reciben las acciones (Fernández, 2000). Este método considera que el valor de la acción será igual al valor actual de los dividendos si son constantes o perpetuos. Las fórmulas que se utilizan son las siguientes:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Rentabilidad exigida a la acción}}$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción del próximo año}}{\text{rentabilidad exigida a la acción} - \text{crecimiento anual constante}}$$

Múltiplo de las ventas: Este múltiplo es obtenido dividiendo el precio sobre el valor de las ventas, que según Fernández (2000), puede ser descompuesto en dos ratios.

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio}} * \frac{\text{Beneficio}}{\text{ventas}}$$

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio}} = \text{PER}_{\text{empresa}} \frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}} = \text{rentabilidad de vtas}$$

Métodos basados en el descuento de flujos de fondos: Según Fernández (2000) este método trata de estimar los flujos de dinero que se generarán en el futuro para luego ser descontados a una tasa de costo de oportunidad ajustada por riesgo. Muchas veces en la práctica la tasa mínima la imponen los interesados.

Método general para el descuento de flujos: los métodos que menciona Fernández (2000), parten de la ecuación general que se usa para traer los flujos al valor presente.

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Donde:

CF_t = flujo de fondo generado en el periodo i.

K = tasa de descuento de los flujos futuros a partir de ese periodo.

Flujo de fondos disponibles para la deuda (CFd): se refiere a la suma de los intereses que corresponden pagar más la devolución de la deuda principal. Con la finalidad de hallar el valor de mercado actual de la deuda existente, el flujo debe descontarse a la tasa exigida de la misma, como lo dice Fernández (2000) en su libro.

Flujo de fondos libres (free cash flow): permite obtener directamente el valor total de la empresa.

Para descontar este flujo de fondo utilizamos la tasa de descuento Costo Promedio Ponderado de capital (WACC).

$$WACC = \left(\frac{P}{V}\right) K_p + \left(\frac{D}{V}\right) K_d(1 - T_c)$$

P/V= Nivel del patrimonio sobre los activos

D/V= Nivel de deuda financiera

K_p= Tasa de rendimiento para los accionistas o costo patrimonial.

K_d= Tasa exigida a la deuda

T_c= Tasa de impuestos

En el caso que la empresa que se está valorando no posea deuda financiera, es decir, que no paga intereses, el WACC será igual al K_p, el cual puede ser calculado utilizando la metodología del Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM).

$$K_p = R_f + \beta(PRM)$$

R_f= tasa libre de riesgo

B = beta apalancado de la empresa

PRM= prima por riesgo de mercado

Flujo de fondo para los accionistas (CFac): permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá también establecer el valor de la empresa. Según Fernández (2000), los flujos para accionistas y los flujos de fondos libres pueden ser iguales, si no existiera deuda, pero si la hubiere, éstos se calcularán a partir de los flujos de fondos libres, restando el pago principal y los intereses de la deuda (además de sumar las aportaciones en caso de contraer nuevo financiamiento). Este flujo se descuenta al costo patrimonial, K_p.

$$CFac = FCF - (Intereses\ pagods * (1 - T)) - Pago\ principal + Nueva\ deuda$$

2.2.3. Mixto, basado en el fondo del comercio (GOODWILL): En este método lo que se quiere encontrar es el fondo del comercio que es valor que tiene la empresa fuera del de su valor contable y contable ajustado. Este método trata de reflejar el valor de los activos inmateriales que posee la empresa los cuales le agregan valor, el problema con este tipo de valoración es que es complicado designar valor ya que no se llega a una igualdad metodológica para calcular.

2.3. Ventajas y desventajas

Tabla 3 Ventajas y desventajas de los Métodos de Valoración

Métodos	Ventajas	Desventajas
Balances	Facilidad para recabar la información. Fácilmente calculable. Fácil interpretación.	Resultados estáticos, no considera los riesgos u otras variables. No considera intangible como posición de mercado, marcas, administración.
Cuentas de resultado	Facilidad de cálculo	Resultados estáticos, no considera los riesgos u otras variables. Dificultad de encontrar empresas comparables.
Flujos de caja Descontados	Considera el futuro, es el que más se acerca a la realidad.	Los datos deben ser muy confiables, para que los resultados obtenidos sean útiles.
Mixtos (GOODWILL)	La información que se requiere puede ser la propia o de empresas similares.	No considera el futuro ni los riesgos que puede tener la empresa.

Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO III

3. METODOLOGÍA

3.1. Justificación del método seleccionado

Partiendo de la breve explicación de los métodos de valoración, se determinó que el método de descuento de flujos es el más factible para desarrollar este trabajo, dado que considera a la empresa como un ente generador de fondos futuros y que además considera el valor del dinero a través del tiempo, así como los riesgos a los que está expuesta la empresa (Fernández, 2008).

Fernández (2000) sostuvo que la determinación de las tasas de descuento es uno de los puntos más importantes en la valoración, para lo cual se debe tener en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas.

Por tanto, para valorar la empresa Industrias Lácteas Toni S.A. se eligió la metodología del flujo de caja libre descontado, puesto que este método ha mostrado adaptabilidad en los negocios a través del tiempo, es decir, permite dentro del análisis una adecuada incorporación de los recursos futuros de la empresa, y a su vez, incorpora variables económicas como la inflación, el riesgo y la innovación tecnológica.

3.2. Descripción del proceso de valoración

El modelo que hemos seleccionado para la valoración fue el de flujo de fondos libres que permite obtener directamente el valor total de la empresa y del patrimonio, se refiere al flujo generado por las operaciones sin tener en cuenta el nivel de endeudamiento después de impuestos (Fernández, 2008). La metodología utilizada para nuestra valoración es la siguiente:

1. Análisis del entorno

Para realizar el análisis macroeconómico de la empresa, se utilizó la evolución económica que ha tenido el Ecuador durante los últimos años, a través de variables macroeconómicas como el PIB, balanza comercial, inflación, desempleo e inversión extranjera directa, así como el impacto que pueden llegar a ejercer en los ingresos y costos.

El análisis sectorial de la empresa se realizó tomando como referencia la información publicada en los portales de la revista Ekos y el informe realizado por Pacific Credit Rating (PCR), cuya información presenta estadísticas del sector de elaboración de alimentos y bebidas.

2. Análisis de la empresa

Dentro de este análisis se presentó la situación de la empresa en cuanto a aspectos no financieros, tales como: la marca, recursos humanos y análisis de Porter; así como el análisis vertical, horizontal y de ratios financieros.

Fueron evaluados los estados financieros de la empresa en los cinco últimos años, lo que nos permitió establecer un promedio para obtener la proyección del primer año del flujo de efectivo.

Se analizaron los principales ratios financieros de la empresa, en aras de poder obtener una clara perspectiva del comportamiento a futuro de la empresa. Los ratios financieros se dividen en cuatro grupos: ratios de liquidez, de endeudamiento, de rentabilidad y de gestión u operativos. Siendo los siguientes los que hemos considerado de mayor relevancia para el análisis:

- ***Ratios de liquidez***
 - Ratio de liquidez corriente: $\text{Activo Corriente} / \text{Pasivo Corriente}$
 - Capital de Trabajo: $\text{Act. Corriente} - \text{Pas. Corriente}$
- ***Ratios de endeudamiento***
 - Ratio endeudamiento total: $(\text{Pasivo} / \text{Patrimonio})$
 - Ratio endeudamiento de activo: $((\text{Pas. Corr} + \text{Pas. No Corr}) / \text{Activo})$
- ***Ratios de rentabilidad***
 - Rentabilidad sobre Activos (ROA): $\text{Utilidad Neta} / \text{Activos}$
 - Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE): $\text{Utilidad Neta} / \text{Patrimonio}$
 - Rentabilidad sobre Ventas (ROS): $\text{Utilidad Neta} / \text{Ventas netas}$

3. Proyección de los estados financieros

Para realizar la valoración se debió proyectar los estados financieros para los cinco años, entre ellos, el Estado de Resultados, Flujo de Caja libre de los Activos y el Flujo de Caja del accionista, es decir, uno para la empresa y otro para el patrimonio.

A continuación se muestra la derivación de los flujos de caja del periodo de proyección:

- (+) Ingresos por ventas
- (-) Costo de Ventas
- (=) Utilidad Bruta
- (-) Gastos Operativos
- (-) Gastos Financieros
- (=) Utilidad Neta antes de Impuestos (EBIT)
- (-) Participación de Trabajadores
- (-) Impuesto a la Renta
- (=) Utilidad Operativa Neta después de Impuestos**
- (+) Depreciaciones
- (+/-) Variación del Capital del Trabajo Neto
- (-) Inversiones en Capital
- (+) Intereses (después de impuestos)
- (=) Flujo de Caja Libre**
- (-) Intereses (después de impuestos)
- (+/-) Prestamos/Amortización
- (=) Flujo de Caja del Accionista**

4. Tasa de descuento

Se realiza el descuento de los flujos de caja libres utilizando el coste promedio ponderado de los recursos de deuda y acciones (WACC), siendo esta la tasa de descuento apropiada (Fernández, 2008).

$$WACC = \left(\frac{P}{V}\right) K_p + \left(\frac{D}{V}\right) K_d(1 - T_c)$$

P/V= Nivel del patrimonio sobre los activos
D/V= Nivel de deuda financiera
K_p= Tasa de rendimiento para los accionistas, o costo patrimonial.
K_d= Tasa exigida a la deuda
T_c= Tasa de impuestos

Fernández (2000) establece que el WACC se calcula ponderando el coste de la deuda (K_d) y la tasa de rendimiento para los accionistas (K_p) en función de la estructura financiera de la empresa. El K_p se calcula con el modelo de valoración de activos (CAPM), que involucra variables como la tasa libre de riesgo (R_f), el beta del mercado (β), la prima por riesgo (PRM). No se incluye el riesgo país en la formula, ya que lo más adecuado es que se lo incluya en el flujo y después hacer la simulación de Monte Carlo.

Usar el riesgo país en la tasa de descuento según McKinsey (2000) no es lo más recomendable, porque según estimaciones realizadas, lo correcto es incorporarlo en el flujo de efectivo de la empresa y descontarlo a un costo de capital específico de la industria. La razón es que al contabilizar el riesgo en los flujos de efectivo mediante la construcción de escenarios de probabilidad, se obtiene una comprensión y base analítica más sólidas de cómo se podría crear valor. Además, uno de los argumentos que apoya el punto de vista anterior es que muchos riesgos en un país son idiosincráticos, es decir, no se aplican por igual a todas las industrias o a todas las empresas dentro de una industria (McKinsey & Company, 2000).

Entonces, la tasa de descuento es la siguiente:

$$K_p = R_f + \beta(PR M)$$

5. El valor residual (VR)

Es el valor atribuido al negocio desde el último periodo de proyección. Donde FC_n se refiere al flujo de caja esperado por la empresa en el año n .

$$VR = \frac{FC_n * (1 + \text{tasa de crecimiento})}{\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento}}$$

6. Cálculo del valor presente neto

El valor presente de la compañía se lo obtiene mediante la suma de todos los flujos proyectados, incluyendo el valor residual, utilizando las tasas de descuento explicadas anteriormente.

7. Simulación de Monte Carlo

Ross (2012) en su libro de finanzas corporativas dice que la simulación de Montecarlo es otro intento de modelar la incertidumbre del mundo real. Es una técnica que permite llevar a cabo la valoración de los proyectos de inversión o empresas considerando que una o varias de las variables que se utilizan para la estimación de los flujos de caja pueden tomar varios valores, además, permite introducir el riesgo en la valoración.

Un consultor especializado en este método, Lester Mauney, explica los cinco pasos básicos de este método (Ross, 2012).

Paso 1: Especificación del modelo básico.

Paso 2: Especificación de una distribución de cada variable de entrada del modelo.

Paso 3: La computadora genera un valor aleatorio para cada variable de entrada.

Paso 4: Como consecuencia del paso anterior, se genera un resultado aleatorio en la variable de salida, que en este caso sería el valor de la empresa.

Paso 5: Repetición del procedimiento miles de veces y obtención de una distribución resultante para el valor de la empresa.

A manera de síntesis, la Simulación de Montecarlo nos permite ver todos los resultados posibles de las decisiones que se toman y evaluar el impacto del riesgo para poder tomar las mejores decisiones aún bajo condiciones de incertidumbre.

3.3. Fuentes de información

Para el desarrollo de la valoración financiera de la empresa Industrias Lácteas Toni S.A., se utilizaron las siguientes fuentes de información:

En el portal web de la Superintendencia de Compañías encontramos los estados financieros históricos, así como otros documentos financieros que nos sirven para el análisis interno de la compañía, estas son fuentes de información primaria.

Para determinar las tasas de descuento, se utilizará información publicada en sitios web especializados en primas de riesgo, tasas libres de riesgo y betas referenciales de la industria. Damodaran online es un sitio donde podemos encontrar dicha información.

Para el análisis del sector, se tomó como referencia los datos y estadísticas del Informe Sectorial que realizó la empresa Pacific Credit Rating sobre el sector de alimentos y bebidas, que se especializa en ratings financieros con cobertura internacional. También se tomaron en cuenta las publicaciones de la revista Ekos sobre análisis del sector y del Informe de Coyuntura a Junio de 2014, realizado por el Ministerio de Industrias y Productividad.

La información necesaria para realizar el análisis externo se obtiene de los siguientes portales web: Revista Ekos, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), Banco Central del Ecuador (BCE), entre otros.

CAPÍTULO IV

4. ANÁLISIS DE INDUSTRIAS LÁCTEAS TONI S.A.

4.1. Análisis externo

El Ecuador últimamente ha atravesado por un periodo de desaceleración de su economía, provocado en gran medida por la caída de los precios del petróleo a inicios de este año, lo que provocó escenarios desalentadores para la economía ecuatoriana a comienzos del 2015.

La caída de los precios del petróleo ha influido negativamente en la balanza comercial, ya que este recurso constituye una fuente principal de ingresos para el país. La apreciación del dólar durante los últimos años ha provocado que Ecuador pierda competitividad frente a otros países que si pueden depreciar su moneda, razón argumentada por el gobierno para implementar salvaguardias y poder restringir las importaciones, y de cierta forma evitar que la balanza comercial empeorara.

4.1.1. Crecimiento de la economía ecuatoriana

La economía ecuatoriana a pesar de la crisis mundial y de la caída del precio del petróleo ha presentado crecimiento aunque cada vez más bajo con respecto a años anteriores. Ecuador en el año 2014 había presentado aumento en el PIB cada semestre, pero en el año 2015 presentó una disminución en su PIB semestral como consecuencia de los problemas antes mencionados.

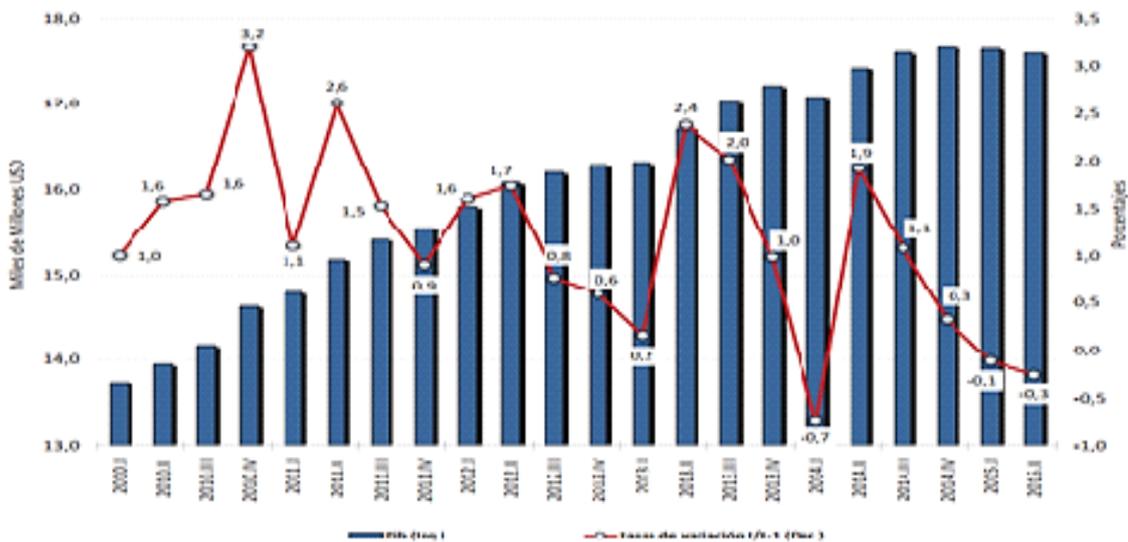
Esta caída que presenta la economía ecuatoriana también se siente en el sector de la manufactura, la cual esperaba un crecimiento del 3,8%, que representa una ligera disminución con respecto al 2014; esto se debe principalmente a las políticas que se han implementado: restricciones a las importaciones y cambio de la matriz productiva, sin embargo, se espera que a largo plazo estas medidas aporten para el aumento de la producción y el desarrollo de la industria nacional (Revista EKOS, 2015).

Para inicios de 2015, la proyección de crecimiento de la economía ecuatoriana realizada por el FMI era del 1,9% y de 3,6% para el 2016, sin embargo, a inicios de octubre el FMI pronosticó que debido a la crisis económica global, Ecuador sería una de

las economías que sufriría las turbulencias de la crisis debido a que es un país productor de petróleo; así el PIB se contraería un 0,6% en lo que queda del 2015.

De acuerdo al Country Report Ecuador a enero del 2016, el Crecimiento Real del PIB para el 2015 fue de 0.02%, pero para el año 2016 se esperaría una variación negativa de 0.8% debido a la caída del precio del petróleo, lo que causó la disminución del PIB para el año 2015 (Economist Intelligence Unit, 2016).

Ilustración 4.1 PIB trimestral, USD 2007

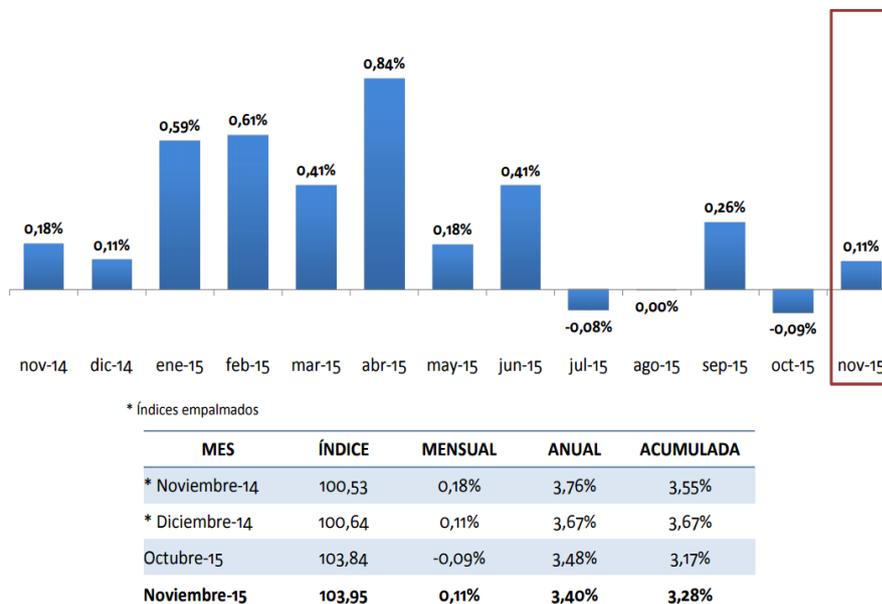


Fuente: Banco Central del Ecuador

4.1.2. Inflación

Para noviembre de 2015 la inflación en el Ecuador se ubicó en 0.11%, mientras para el 2014 a esa misma fecha fue de 0.18%, según el último reporte del Índice de Precios al consumidor (IPC), publicado por el instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC). Podemos observar un leve decrecimiento de la inflación acumulada ya que para noviembre del 2015 registra 3,28% frente al 3,55% que alcanzó en noviembre del 2014. La canasta básica se ubicó en \$669.96, en cambio el ingreso familiar calculado para 1.6 perceptores tiene una cobertura del 98,63% del costo de la canasta básica familiar.

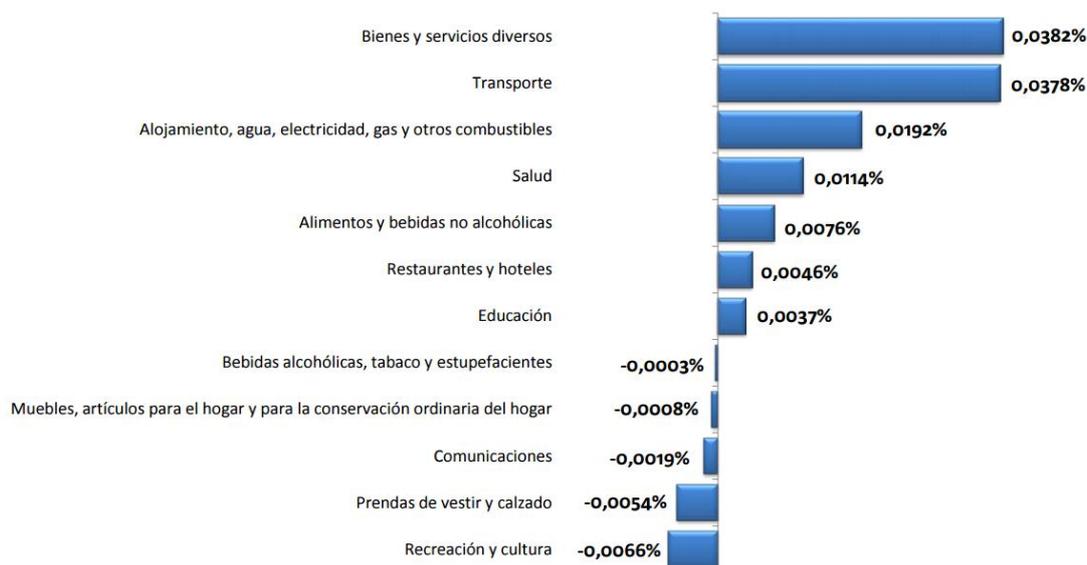
Ilustración 4.2 Inflación a noviembre de 2015



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

Las divisiones que tuvieron mayor incidencia en la inflación fueron bienes y servicios diversos con 0.382% y transporte con 0.0378%.

Ilustración 4.3 Incidencia en la inflación de las divisiones de productos



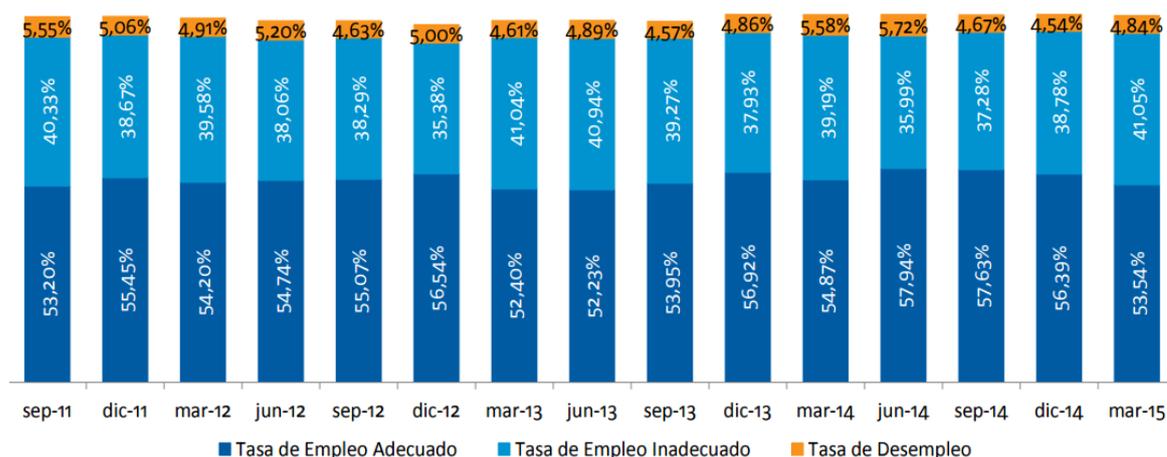
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

Siendo Toni una empresa de producción, siempre se verá afectada por la inflación debido al aumento del precio de la materia prima que utiliza para sus diferentes líneas de productos.

4.1.3. Evolución de empleo y desempleo

En el área urbana se presentó una tasa de empleo adecuado de 53,54%, la tasa de empleo inadecuada es de 41,05% y la de desempleo es de 4,84%.

Ilustración 4.4 Evolución de indicadores laborales: Área urbana



Nota: Se excluye la categoría de no clasificados, con la cual suma el 100% de la PEA.

*No existen variaciones estadísticamente significativas respecto a marzo 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

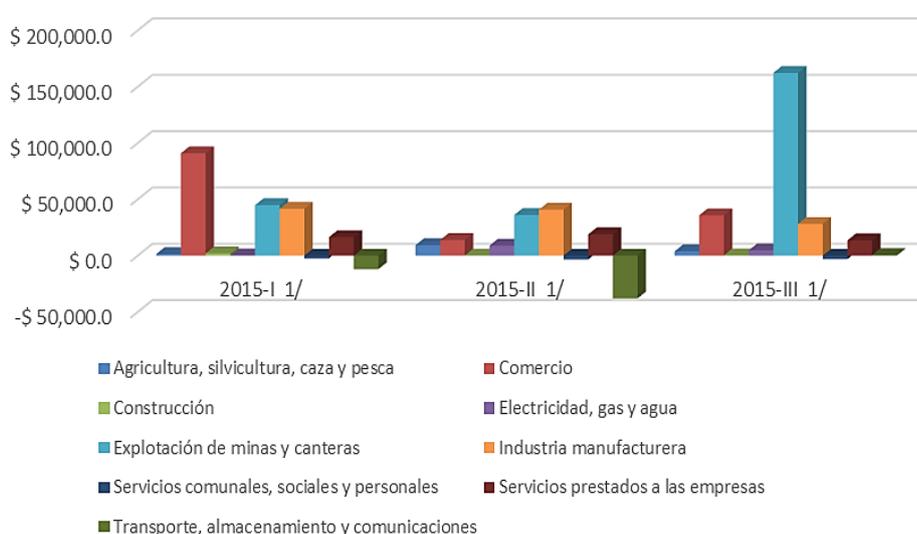
Industrias Lácteas Toni S.A. es una empresa comprometida con el desarrollo de sus colaboradores, creando un ambiente agradable y de profesionalismo que estimula al empleado y crea fuertes lazos de compromiso con los objetivos de la institución. Toni maneja índices de rotación muy bajos lo que significa que sus empleados se sienten comprometidos a mejorar y estar preparándose constantemente para alcanzar mejores cargos dentro de la empresa.

4.1.4. Inversión extranjera directa

En 16 países de América Latina y el Caribe la inversión extranjera directa disminuyó 21% en el primer semestre del 2015, respecto a lo que sucedió el año anterior, según informó la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

La inversión extranjera directa se contrajo básicamente por la caída de las inversiones mineras y en hidrocarburos debido a la reducción de los precios internacionales, la desaceleración de China y la disminución del crecimiento de la región.

Ilustración 4.5 Inversión Extranjera Directa por ramas de actividad económica



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Como vemos en el gráfico la inversión extranjera directa en los cuatrimestres del año 2015 ha disminuido en la mayoría de los sectores. Nos podemos fijar que en el sector de industria manufacturera, que es el sector de Industrias Lácteas Toni S.A., existe una disminución para el tercer cuatrimestre.

Industrias Lácteas Toni recibió financiamiento por 30 millones de dólares de la Corporación Financiera Internacional perteneciente al Banco Mundial, con el objetivo de realizar la construcción de una nueva planta de producción en la Aurora, con lo que esperan aumentar su producción, introducir nuevos productos y penetrar sus productos en zonas de difícil acceso.

4.1.5. Análisis del sector

Descripción del sector

La industria de alimentos y bebidas está incluida dentro de la división de manufactura del Banco Central del Ecuador (BCE). En la tabla siguiente, las actividades que presentaron mayor incremento en el primer trimestre del 2014 fueron: Procesamiento y conservación de camarón el 15,7% y Elaboración de productos lácteos el 13,2%; mientras que las actividades que presentaron un decrecimiento fueron: Elaboración de azúcar el -8,7%, seguida de elaboración de productos alimenticios del -3,0% (Ministerio de Industrias y Productividad, 2014).

Tabla 4 Producto Interno Bruto por rama de actividad manufacturera. Porcentaje de variación. Primer trimestre 2014.

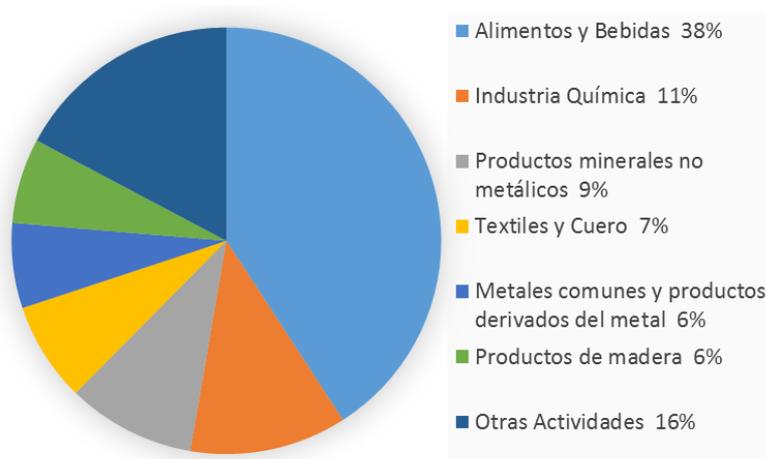
RAMA DE ACTIVIDAD	Q1 2013	Q1 2014	% Variación
Procesamiento y conservación de camarón	55,670	64,422	15.7%
Elaboración de productos lácteos	62,029	70,119	13.0%
Procesamiento y conservación de carne	98,502	107,824	9.5%
Fabricación de sustancias y productos químicos	197,673	214,732	8.6%
Fabricación de metales comunes y de productos derivados del metal	114,997	123,763	7.6%
Fabricación de muebles	56,815	60,257	6.1%
Fabricación de maquinaria y equipo	78,798	82,916	5.2%
Fabricación de productos del caucho y plástico	84,890	89,252	5.1%
Fabricación de papel y productos de papel	113,255	118,920	5.0%
Producción de madera y de productos de madera	119,051	124,425	4.5%
Fabricación de productos textiles, prendas de vestir; fabricación de cuero y artículos de cuero	143,689	148,928	3.6%
Elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería	20,908	21,650	3.5%
Industrias manufactureras ncp	49,988	51,701	3.4%
Fabricación de otros productos minerales no metálicos	180,572	186,094	3.1%
Elaboración de bebidas	121,937	124,321	2.0%
Elaboración de aceites y grasas origen vegetal y animal	75,173	76,464	1.7%
Elaboración de tabaco	2,680	2,683	0.1%
Elaboración de productos de la molinería, panadería y fideos	78,240	77,915	-0.4%
Fabricación de equipo de transporte	41,791	40,816	-2.3%
Procesamiento y conservación de pescado y otros productos acuáticos	137,067	133,278	-2.8%
Elaboración de otros productos alimenticios	73,177	70,957	-3.0%
Elaboración de azúcar	28,194	25,731	-8.7%
PIB MANUFACTURA	1,935,096	2,017,168	4.2%

Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaborado por Secretaría de Comercio y Servicios

De acuerdo al informe sectorial presentado por Pacific Credit Rating, la elaboración de productos correspondientes a alimentos y bebidas constituye alrededor del 7.70% del valor agregado bruto dentro del Producto Interno Bruto (PIB) a 2014, además representa el 54,50% del sector manufacturero, según cifras oficiales del Banco Central.

La actividad manufacturera tiene un peso de 1,8% en el PIB, constituyéndose como un elemento fundamental para el desarrollo productivo del país. Considerando un punto de vista sectorial, las proyecciones para el año 2015 arrojan un crecimiento estimado de 3,68% en el caso de la manufactura, cuyo crecimiento esperado responde a algunas inversiones y a la capacidad de aprovechar las restricciones comerciales que se han aplicado. La industria de elaboración de alimentos y bebidas es la más importante en el país con un peso de 38% dentro del total del producto manufacturero, mientras que los productos lácteos ejercen el 9% en la composición del PIB de la producción de alimentos. (EKOS, Septiembre 2015).

Ilustración 4.6 Composición del PIB manufacturero del Ecuador



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaborado por Revista Ekos

El índice de precios de los alimentos de la FAO es una medida de la variación mensual de los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios. Consiste en el promedio de los índices de precios de cinco grupos de productos básicos: cereales, productos lácteos, carne, aceite vegetal y azúcar. (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, 2016).

El índice de precios de los productos lácteos según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), registró en noviembre del 2015 un promedio de 151.1 puntos, un 2.9% (4,6 puntos) menos que en octubre. El descenso de los precios fue resultado del escaso interés de los compradores, esto como señal de que los principales importadores habían acumulado existencias suficientes para cubrir sus necesidades inmediatas.

Breve análisis de competidores dentro del sector

Dentro de la producción y desempeño de la economía nacional, la industria de alimentos y bebidas tiene mayor importancia, las principales marcas competidoras son: Pronaca, Nestlé, Inalecsa, Supermaxi, Coca Cola, Pepsi, Facundo, Industrias Lácteas Toni, Unilever y La Universal, siendo el segmento de productos lácteos el que sobresale en cuanto a su volumen de producción (Pacific Credit Rating, 2015).

Las empresas que hemos elegido como más representativas del segmento de elaboración de bebidas y productos lácteos son: Lácteos San Antonio, Alpina S.A.,

Empresa Pasteurizadora Quito, Industrias Lácteas Chimborazo y Lechera Andina. Estas empresas están agregadas por código CIU (C1050.01) que corresponde a: *“Elaboración de leche fresca líquida, crema de leche líquida, bebidas a base de leche, yogurt, incluso caseína o lactosa, pasteurizada, homogeneizada y/o tratada a altas temperaturas”*.

Las cinco empresas mencionadas constituyen para Toni S.A. competencia por la participación en el mercado de elaboración de productos lácteos. Toni es la marca que lidera el mercado porque ha demostrado ser una empresa sólida con accionistas altamente comprometidos, una eficiente estructura y un gobierno corporativo que garantiza la transparencia financiera e impositiva.

Toni ocupa la posición 99 del ranking empresarial (por volumen de ventas) que maneja la Revista Ekos, durante el 2015 obtuvo \$168.246.746 en ventas, \$20.225.078 en utilidades y un total de \$4.185.443 en impuestos.

Lácteos San Antonio por su parte, ocupa el puesto 204 del ranking, y que en 2015 generó \$89.386.355 en ventas, \$11.953.306 en utilidades y \$2.240.920 en impuestos. Alpina por su parte, ocupa el puesto 246, obteniendo \$74.415.960 en ventas, \$3.074.528 en utilidades y \$767.683 en impuestos.

Pasteurizadora Quito ocupa el puesto 271, con ventas de \$68.662.424 en 2015, \$2.748.822 en utilidades y \$492.140 de impuestos. Lechera Andina ocupa el puesto 740 y obtuvo \$24.826.259 en ventas, pero cerró el año con una pérdida de \$786.197. Industrias Lácteas Chimborazo ocupa el puesto 1064 del ranking y obtuvo \$15.950.442 en ventas, \$163.751 en utilidades y \$96.363 de impuestos.

Por la información expuesta anteriormente, podemos decir que Lácteos San Antonio es la empresa que podría representar una verdadera competencia para Toni debido a que el nivel de ingresos y utilidades para el último año fue bastante similar en ambas empresas, aunque la diferencia en los ingresos fue de 78 millones de dólares a favor de TONI.

El importante crecimiento de la industria de alimentos y bebidas se debe en gran medida al mayor consumo interno, además, cabe recalcar que este sector es una fuente generadora de empleo en el país. La composición del empleo urbano por rama de

actividad muestra que la rama de manufactura es la segunda con la mayor parte de ocupados, que representa el 12,7%, superado por la rama de comercio con 23,8% para septiembre de 2015 (INEC. Ecuador en Cifras, 2015).

Según los resultados del Censo Económico, el número de establecimientos de Industrias Manufactureras en la provincia del Guayas era de 9.350 establecimientos, con un total de 76.239 personas ocupadas con datos de la encuesta realizada en 2010.

4.2. Aspectos no financieros

4.2.1. Actividades y proyectos

Industrias Lácteas Toni S.A. se constituyó en 1978, posee una gran trayectoria en la producción y comercialización de productos lácteos, gelatinas, jugos y bebidas refrescantes. En la actualidad es considerada una empresa líder de mercado en yogurt, gelatinas, leche saborizada, avenas, manjar de leche y queso crema con participaciones mayores al 60% del mercado.

Industrias Lácteas Toni S.A. forma parte de Holding TONICORP, con el cual realiza actividades de Responsabilidad Social. Dichos proyectos realizados tienen como objetivo concienciar a la ciudadanía en temas de educación ambiental, nutrición, optimización del uso de recursos, entre otros.

Tonicorp recibió por parte de la Corporación Financiera Internacional \$30 millones de dólares para la construcción de la nueva planta de producción que estará ubicada en La Aurora, provincia del Guayas, esto impulsará el desarrollo de la industria de lácteos en el país.

4.2.2. Mercado y competencia por línea de productos

Mercado local y distribución

Industrias Lácteas Toni S.A. es una empresa con presencia en casi todo el país, y se encuentra constantemente trabajando para mejorar su distribución y así poder llegar a cada uno de los rincones del Ecuador.

Dado que sus productos son de consumo masivo, Toni S.A. posee plantas de distribución de los productos en casi todas las provincias en las cuales no se encuentra presente, las abastece con los proveedores de las provincias más cercanas.

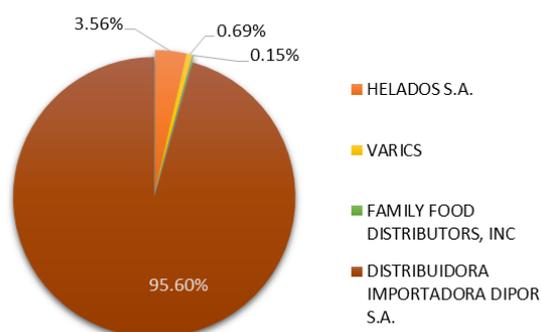
Por medio de la Distribuidora Importadora DIPOR S.A., empresa que también es parte del Holding, Toni S.A. realiza la comercialización y distribución del 96,1% de sus productos, los cuales son distribuidos entre supermercados como Mi comisariato y Supermaxi, en despensas, tiendas de barrio, locales de comida, restaurantes y hoteles.

Cabe recalcar que DIPOR S.A. cuenta con las redes de distribución más grandes y eficientes del país.

Clientes y cuentas por cobrar

DIPOR S.A. no solo es el distribuidor de Toni S.A., sino que también es su principal cliente con un 95.60% de las ventas a Mayo del 2014, seguido por HELADOSA S.A. con un 3.56% y el porcentaje restante corresponde a varios clientes, principalmente FAMILY FOOD DISTRIBUTOR, INC cliente en los Estados Unidos.

Ilustración 4.7 Principales cliente de TONI en 2014



Fuente: Industrias Lácteas TONI S.A.

Industrias Lácteas TONI otorga a sus clientes un plazo de crédito no mayor a 45 días, con excepción de Food Family Distributors, el cual es un cliente en los Estados Unidos con el que tiene un plazo de hasta 90 días.

Participación de mercado y competencia

Industrias Lácteas Toni posee una gran parte de la participación de mercado en sus productos, en la siguiente tabla elaborada por la Calificadora de riesgos Pacific Credit Rating S.A., mostramos las principales líneas de productos a marzo del 2014 con sus respectivos competidores.

Tabla 5 Participación de mercado por producto

Producto	Participación de Toni	Principales competidores y su participación
Queso Crema	94.40%	Floralp (3.9%), Kraft (1.1%)
Gelatina	92.20%	Alpina (7.0%)
Leche Saborizada	75.00%	Pasteurizadora Quito (8.4%), Nestlé (8.1%)
Yogurt	66.00%	Alpina (15.8%), Alimec (2.6%)
Manjar	65.70%	Alpina (27.5%), Nestlé (2.7%)
Avenas	62.30%	Alpina (18.5%), Nestlé (18.1%)
Leche Larga Vida	7.40%	Nestlé (25.7%), Pasteurizadora Quito (23.4%)
Tés	3.20%	Arca (85.8%), Nestlé (4.7%)

Por medio de este cuadro podemos ver que Toni S.A. es el favorito en la mayoría de sus productos, popularidad que la ha ganado a través de los años por su compromiso de ofrecer productos de calidad.

Marca

Toni S.A. está fuertemente posicionado en el mercado por ofrecer productos saludables y altamente nutritivos para los consumidores.

Tabla 6 Identidad de la Marca

Empresa	TONI S.A.
Marca	Toni
Tipo de producto	Alimentos
Slogan	Te hace bien y claro que TONI
Ventaja Competitiva	Líder en la sección de Yogurt
Logo	

Fuente: Industrias Lácteas Toni S.A.

4.2.3. Análisis estratégico

Misión

“Producir alimentos funcionales de excelente calidad, pensando en la nutrición y salud de las familias, con un gran sentido de responsabilidad social y del medio ambiente fundamentando su crecimiento en el desarrollo sostenible de su gente.”

Visión

“Ser empresa líder e innovadora en productos alimenticios con valor agregado para el mercado nacional e internacional, generando una cultura de servicio y calidad.”

Análisis FODA

Fortalezas

- Tecnología de punta para la producción.
- Compromiso y cumplimiento de los valores de la institución por parte de los trabajadores.
- Personal y talento humano con índice de rotación muy bajo.
- Liderazgo aceptado y reconocido por sus colaboradores.
- Decisiones enfocadas al cumplimiento de los objetivos organizacionales.
- Constante innovación de procesos para la optimización de recursos y aumento de la productividad.
- Por medio de proyectos sociales realizados fortalecen la confianza de los consumidores.

Oportunidades

- Ser líder en un mercado tan competitivo como el de la industria láctea nacional.
- Desarrollo continuo de productos nutricionales que proporcionan bienestar al consumidor.
- Participar en mercados internacionales en los cuales trata de introducir cada vez más productos.

Debilidades

- Resistencia al cambio por parte de ciertos colaboradores.
- Procesos y políticas poco socializadas y capacitaciones poco acertadas.
- Falta de comunicación por parte de las diferentes áreas.

Amenazas

- Políticas que amenazan el comercio internacional dificultando la exportación de productos a los Estados Unidos.
- Competencia agresiva por parte de empresas extranjeras que están tratando de ingresar al mercado con fuerte publicidad causando gran impacto en el consumidor.
- Poca oferta laboral de personal técnico capacitado para manejar la planta industrial de lácteos y mantenimientos de los equipos.

4.2.4. Las cinco fuerzas de Porter

Las fuerzas de Porter son un gran legado de parte del Economista Michael Eugene Porter para el mundo de los negocios. Sin importar el giro del negocio las cinco fuerzas de Porter ayudan a maximizar los recursos y a superar a la competencia.

Según Porter, se debe que tener una planificación bien elaborada si se quiere sobrevivir en el mundo de los negocios; las cinco fuerzas de Porter permiten a la empresa realizar un análisis interno y externo que le permitirá aprovechar las oportunidades y/o enfrentar las amenazas que se presentarán.

El poder de negociación de los clientes

Al ser un mercado en el cual los consumidores no están organizados o agrupados, no existe poder de negociación de precios o exigencia de mejor calidad o promociones que implicaría la disminución de la utilidad del productor.

Los productos Toni son considerados productos de calidad y de constante innovación que están posicionados en el mercado como productos que fomentan una vida saludable, lo cual le ha dado el liderazgo en este mercado, no obstante, es uno de los mercados más competitivos que implica entradas de nuevas empresas que ofrecen al consumidor cada vez más opciones al momento de elegir.

El poder de negociación de los proveedores

Un mercado se vuelve poco atractivo si los proveedores son pocos y se encuentran asociados, lo que podría causar presión al momento de negociar precios.

Toni es líder en la producción de yogurt en el país, gran parte de los productores de leche son proveedores de Toni, lo que causa que tenga poder para ejercer presión en las negociaciones de precios con los proveedores.

Amenazas de ingresos de nuevos competidores

En el mercado de productos lácteos que es el principal negocio de Toni existen más de 60 empresas, lo que implica un alto grado de competitividad debido a que posee una gran demanda, por lo cual existen constantemente empresas que quieren ingresar al mercado. La ventaja de Toni es que es una empresa con trayectoria en el mercado y también una marca muy reconocida.

Amenazas de ingresos de productos sustitutos

Toni se caracteriza por ofrecer a sus consumidores productos saludables, pero en la actualidad existe tendencia a consumir productos como leche de soya o de almendras que representan opciones más saludables y tienden a ser fácilmente sustitutos de los productos Toni.

La ventaja que tienen los productos Toni es que están fuertemente posicionados en el consumidor a diferencia de estos productos nuevos que aún no ganan una participación *representativa en el mercado*.

Rivalidad entre los competidores

El mercado en el cual está inmerso Toni es un mercado altamente competitivo en el cual existen muchas marcas ofreciendo productos con poca diferenciación lo que hace que este mercado se encuentre en constante guerra de precios, entrada de nuevos productos y campañas publicitarias agresivas. Gracias al constante esfuerzo e innovación, Toni se encuentra bien posicionado en la mente del consumidor y la mantiene líder en este mercado.

4.2.5. Análisis financiero

El análisis de estados financieros es un conjunto de técnicas utilizadas para diagnosticar la situación y perspectivas de la empresa con el fin de poder tomar decisiones adecuadas. Desde una perspectiva interna, la dirección de la empresa puede ir tomando las decisiones que corrijan los puntos débiles que pueden amenazar su futuro, así como sacar provecho de los puntos fuertes que permitan a la empresa alcanzar sus objetivos.

Análisis del estado de resultados

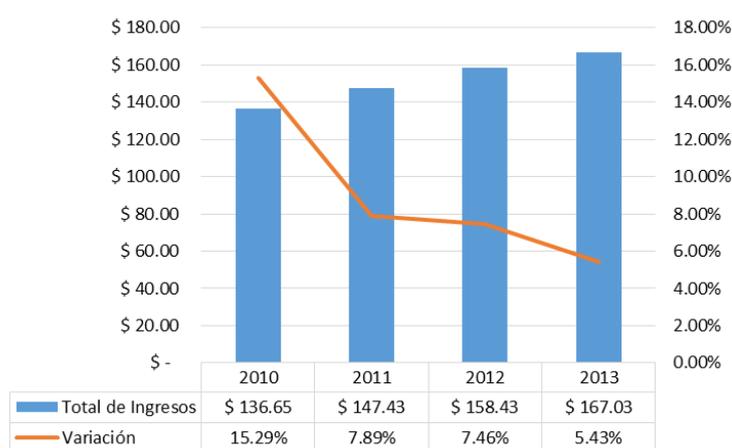
Con el análisis vertical y horizontal de las cuentas del estado de resultados se obtuvieron las siguientes conclusiones para cuatro de sus cuentas con mayor representatividad sobre el nivel de ventas por año:

Ingresos operacionales

Los ingresos de TONI durante los últimos cinco años han ido incrementándose, al 31 de diciembre del 2014, generó ingresos por un total de US\$167,03 millones, lo que

representa un crecimiento del 5.43% con respecto al 2013 (US\$ 158,43 millones), mientras que el crecimiento promedio de ingresos fue de 7.46% durante los 4 últimos años. Esto nos indica que aún a pesar del crecimiento poco significativo en el sector, la empresa ha sabido manejar las adversidades y mantener un crecimiento significativo en sus ingresos.

Ilustración 4.8 Evolución de los ingresos (millones de US\$)

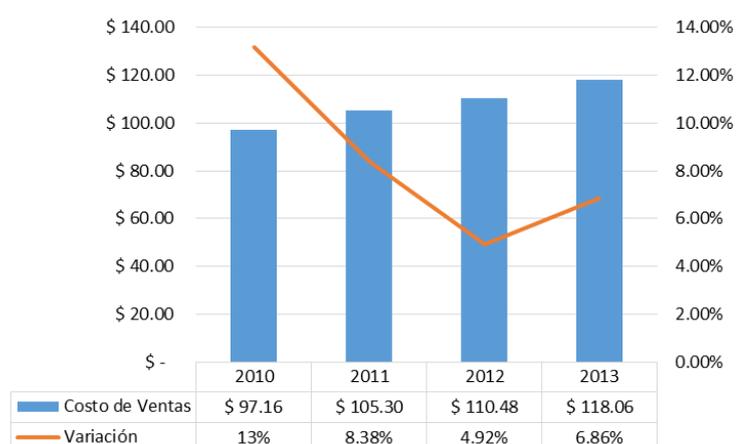


Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

Costo de ventas y egresos

El costo de ventas pasó de US\$ 110.48 en el 2013 a US\$ 118.06 millones en el 2014, presentando un incremento del 6,86% con respecto al año anterior. El mayor incremento en el costo de ventas (13.18%) fue para el año 2011 con respecto al año 2010. El crecimiento promedio anual del costo de productos vendidos, como porcentaje de las ventas ha sido de aproximadamente 71% durante los últimos cinco años.

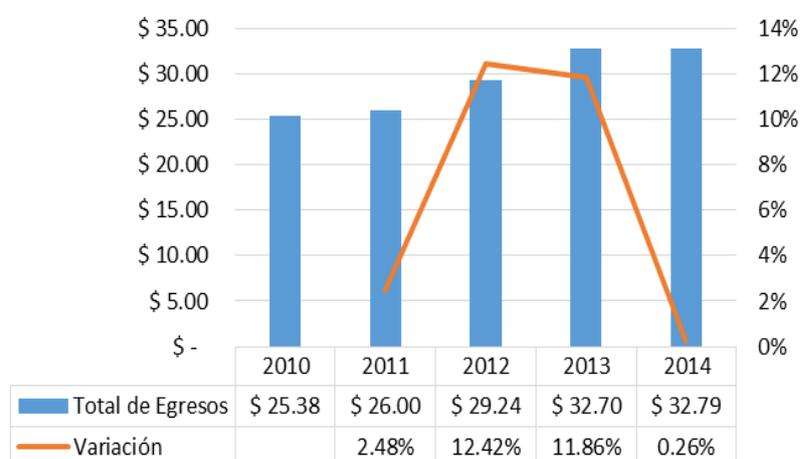
Ilustración 4.9 Evolución del costo de ventas (millones de US\$)



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

El mayor incremento de los egresos se registró en el 2012 con un 12.42%, seguido por el 11.86% del 2011. El crecimiento más bajo fue el registrado a finales del 2014 (0.26%), que fue un crecimiento menor al registrado en los ingresos del mismo año.

Ilustración 4.10 Evolución de los egresos (millones de US\$)



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

El crecimiento promedio anual de los egresos ha representado aproximadamente el 19.40% sobre el total de las ventas durante los últimos 5 años; del porcentaje mencionado, el 11.36% representa el crecimiento promedio anual de los gastos de ventas, el 7.64% corresponde a los gastos administrativos y el 0.40% restante corresponde a otros gastos de la empresa.

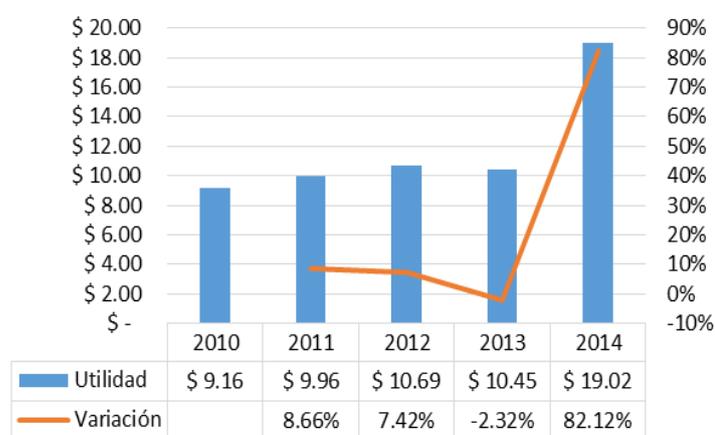
Utilidad neta

Las utilidades de la empresa al cierre de los años 2010-2012 se mantuvieron en un rango de 9.16 a 10.69 millones de dólares, con incrementos de 8.66% para el 2011 y de 7.42% en el 2012.

Para el año 2013, la utilidad registrada fue menor con respecto al año anterior, dando como resultado un crecimiento negativo de -2.32%, sin embargo, para el cierre del 2014, la utilidad que registró fue mucho mayor a la registrada en años anteriores, lo que permitió alcanzar un crecimiento bastante significativo de 82.12% en comparación al año anterior.

El crecimiento promedio anual de la utilidad neta como porcentaje de las ventas ha sido de aproximadamente 6.82% durante los últimos cinco años, promedio obtenido por medio del análisis vertical de las cuentas del estado de resultados por año.

Ilustración 4.11 Evolución de las utilidades (millones de US\$)



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

Análisis del estado de situación financiera de TONI S.A.

Como resultado del análisis vertical del estado de situación financiera de la empresa Toni S.A. se obtuvieron las siguientes conclusiones:

1.- Dado que el activo circulante (31.73%) es mayor al exigible a corto plazo (activo fijo, 30.71%), la empresa no tiene problemas de liquidez y puede afrontar sus pagos.

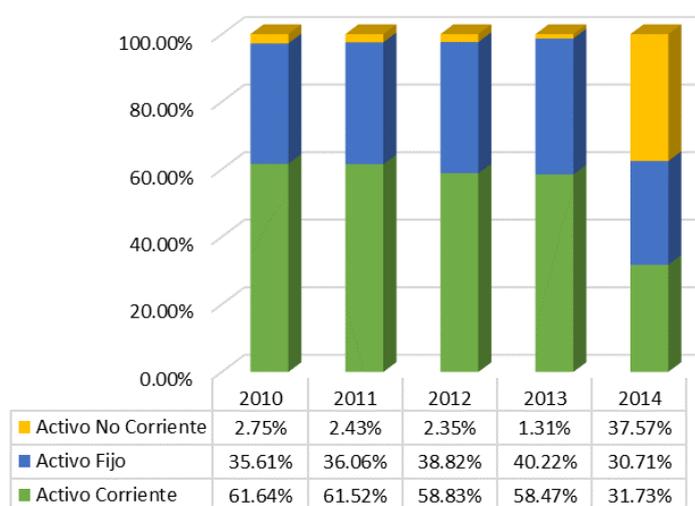
2.- Dado que las cuentas por cobrar y el efectivo (US\$ 26,19 millones) igualan aproximadamente al pasivo a corto plazo (US\$ 21,55 millones), la empresa no tiene problemas de liquidez.

3.- Dado que los capitales propios ascienden al 59.36% del total del activo, este porcentaje de capitales es preciso para que la empresa esté suficientemente capitalizada y su endeudamiento no sea excesivo.

Estructura de los activos

Al cierre del 2014 los activos totales de Toni S.A. ascendieron a US\$ 124,82 millones, un 63.74% más que el total de activos registrados al cierre del 2013. Los activos corrientes representaron el 31.73% del total de activos, los activos fijos el 30.71%, y los activos no corrientes con el 37.57%, son los que mayor representatividad presentaron al cierre del 2014.

Ilustración 4.12 Estructura de los activos TONI S.A. (millones de US\$)



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

Estructura de los pasivos

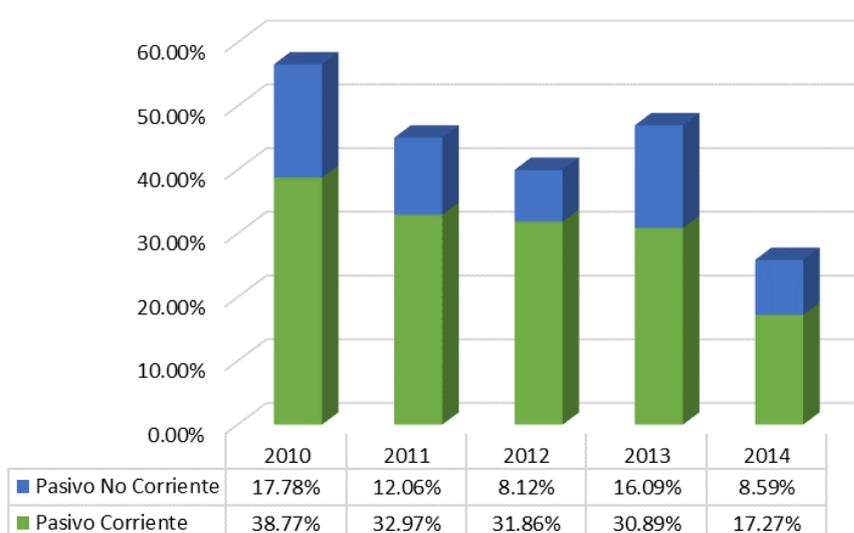
Al 31 de diciembre del 2014, el total de pasivos de TONI fue de US\$ 32.28 millones, el 67% del cual pertenece a los pasivos corrientes, y el 33% al pasivo no corriente.

Los pasivos corrientes han ido disminuyendo con respecto a los activos, pasando de 38.77% en el año 2010 a 17.27% en el 2014. Los pasivos no corrientes

como proporción de los activos también han ido disminuyendo, en 2010 empezó con 17.78% hasta llegar al 8.12% en el año 2012; para el año 2013 creció a 16.09% y en 2014 volvió a bajar y representó tan solo el 8.59% del total de activos.

Dado que los pasivos han disminuido su proporción respecto al total de activos, se puede concluir que la fuente de financiamiento con terceros ha disminuido con los años.

Ilustración 4.13 Estructura de los pasivos TONI S.A. (millones de US\$)



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

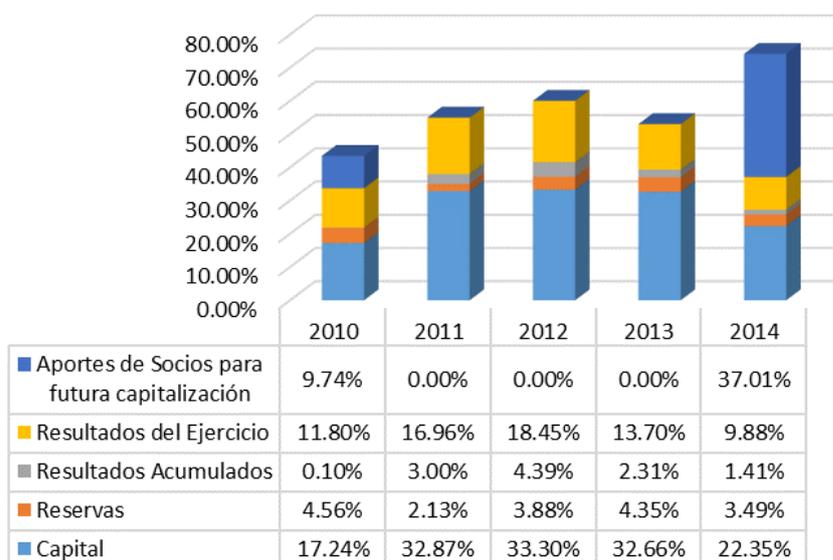
Estructura del patrimonio

El patrimonio de TONI está estructurado por las siguientes cuentas: Aportes de socios para futura capitalización, resultados del ejercicio, resultados acumulados, reservas y capital. La cuenta resultados acumulados hace referencia a las ganancias o pérdidas acumuladas; mientras que la cuenta resultados del ejercicio se refiere a las ganancias o pérdidas netas del periodo.

El aporte de socios para futura capitalización representó en el año 2010 el 9.74% de los activos de la empresa, el 37.01% para el año 2014 y el 0% para los años 2011, 2012 y 2013. El capital es el más representativo en los recursos patrimoniales, representando en 2013 el 32.66% del total de activos, aunque para el año siguiente solo representó el 22.35%. El patrimonio total de la empresa al 31 de diciembre de 2014

ascendió a US\$ 92.50 mayor al patrimonio total del 2013 que fue de US\$ 40.42 millones.

Ilustración 4.14 Estructura del Patrimonio TONI S.A. (millones de US\$)



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

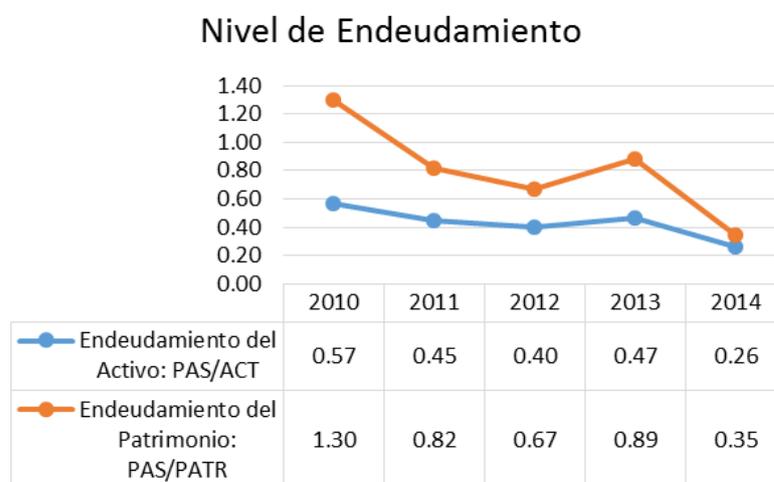
Análisis de indicadores

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento en el año 2010 representaba el 57%, es decir, estaba por encima de la mitad de los activos que poseía la compañía; la situación cambió y ha estado disminuyendo, terminando el 2014 con un nivel de endeudamiento del 26%, dando como resultado que dicha proporción de deuda pueda ser cubierta por los activos. Mientras menor sea el porcentaje de endeudamiento, significa que mayor es la capacidad de la empresa para cubrir su deuda.

La situación con el nivel de endeudamiento respecto al patrimonio es la misma, al 2014 el nivel de endeudamiento fue de 35%, es decir, la deuda puede ser cubierta con fondos propios de la empresa.

Ilustración 4.15 Nivel de endeudamiento TONI S.A.

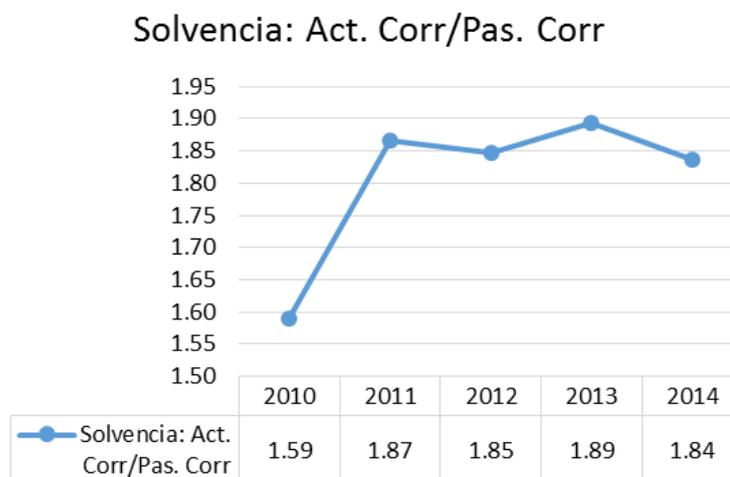


Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

Solvencia

El ratio de solvencia es una medida de liquidez a corto plazo, es decir, muestra qué proporción de deudas de corto plazo son cubiertas por activos que pueden convertirse en efectivo en el tiempo estimado de vencimiento de la deuda. La medición puede ser en dólares o en veces, entonces, se podría decir que TONI a 2014 tuvo 1.84 dólares en activos corrientes por cada dólar en pasivos corrientes, o a su vez, que la empresa cubre sus pasivos corrientes en 1.31 veces.

Ilustración 4.16 Nivel de solvencia TONI S.A.



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

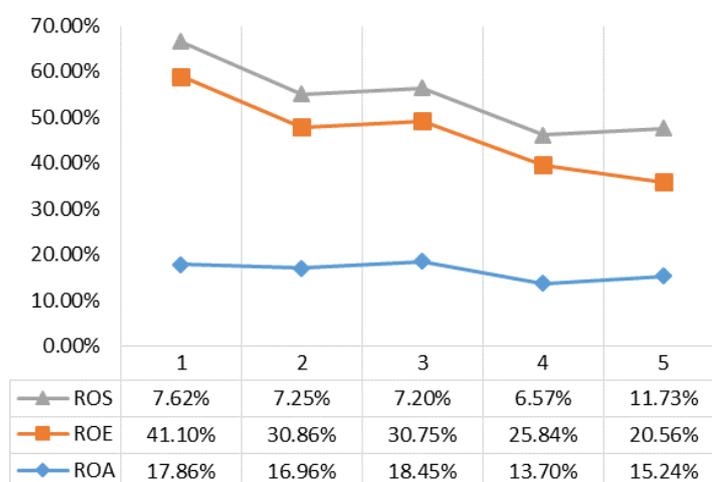
Rentabilidad

El rendimiento sobre el patrimonio (ROE) es una herramienta que sirve para medir cómo les fue a los accionistas durante el año. A diciembre del 2014 el ROE es del 20.56%, lo que significa que por cada dólar de capital, TONI generó 20 centavos de utilidad.

El rendimiento sobre los activos (ROA) es una medida de la utilidad por dólar de activos. En el año 2014 alcanzó un rendimiento de 15.24%, es decir, que por cada dólar de activos, la empresa obtuvo 15 centavos de utilidad; este rendimiento fue superior al registrado en 2013 debido al incremento de los activos totales y utilidad neta.

El retorno sobre ventas (ROS) en el año 2014 es del 11.73%, evidencia un incremento del 6.57% respecto al año 2013, debido al crecimiento del patrimonio y utilidad neta.

Ilustración 4.17 Rentabilidad de TONI S.A.



Fuente: Estados Financieros TONI S.A.

CAPÍTULO V

5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA

5.1. Supuestos de la valoración

Para la proyección del flujo de caja de la empresa, se debe tener en consideración que se utilizará el método de Flujo de Caja Libre (FCF), se valorará empresa y patrimonio, es decir, se proyectará el flujo de caja libre de los activos y el flujo de caja del accionista, descontando los flujos mediante las tasas WACC y K_p respectivamente.

Los supuestos que vamos a tomar en cuenta para la proyección de los próximos cinco años, se estimaron considerando datos históricos y estimaciones a partir del análisis de los balances de la empresa.

Tabla 7 Supuestos para la proyección de flujos de caja

		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en Ventas		5.30%	5.40%	6.60%	7.80%	9.00%	3.00%
Costo de Venta (% sobre las ventas)		70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	71.00%	71.00%
Gastos de Ventas (% sobre las ventas)		11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%
Gastos Administrativos (% sobre las ventas)		7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Gastos Financieros (% sobre las ventas)		0.58%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
Otros Ingresos (% sobre las ventas)		0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Otros Gastos (% sobre las ventas)		0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
Tasa participación Trabajadores (sobre utilidad operacional)		15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Tasa Impuesto a la renta		22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
Inversión en Activos Fijos		3 MM					
Depreciaciones		2.5 MM					
Capital de Trabajo (% sobre costos y gastos totales)	18,048,457.71	12.29%	12.29%	12.29%	12.29%	12.29%	12.29%

Fuente: Elaboración propia con datos históricos de los Estados Financieros de TONI S.A.

El crecimiento promedio esperado de las ventas de aproximadamente 5.30% anual, este porcentaje se obtuvo del crecimiento promedio anual de las ventas de la empresa, este porcentaje se aproximó ajustando la tasa de crecimiento promedio anual de las ventas con el porcentaje en que se contrajo la economía a finales del 2015, que

fue de 0.9% según estimaciones del Banco Mundial. Considerando las estimaciones de crecimiento económico que realizó el FMI para el 2016, se estimó que las ventas crezcan en la misma proporción que la previsión para el crecimiento de la economía. Entonces, para el año 2017 las ventas aumentan un 0.1% con respecto al año anterior y a partir del 2018 crecen un 1.2%. Estos resultados a pesar de ser muy bajos, dado la situación actual de la economía, constituyen un crecimiento bastante optimista. Para el crecimiento perpetuo de las ventas se estimó que sea de por lo menos 3% que corresponde al crecimiento promedio esperado en el sector de alimentos y bebidas.

Por otro lado, la estructura del estado de resultados de la empresa y su promedio sobre las ventas muestra los siguientes resultados: los gastos financieros el 11.36%, los gastos administrativos el 7.64%; los rubros de otros gastos y otros ingresos representan el 0.40% y 0.13% sobre las ventas totales respectivamente. Estos datos se calcularon mediante un promedio de los últimos 5 años.

Con respecto al costo de ventas, se estima que el promedio de crecimiento sobre las ventas sea de 70%, y de 71% para dos últimos años, correspondiente al porcentaje promedio obtenido del análisis vertical del estado de resultados.

Tabla 8 Análisis Vertical de las cuentas del estado de resultados. Periodo 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Ingresos por ventas	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
Costo de productos vendidos	72.43%	71.10%	71.42%	69.74%	70.68%	71.07%
Utilidad Bruta	27.57%	28.90%	28.58%	30.26%	29.32%	28.93%
Otros ingresos	0.29%	0.26%	0.12%	0.00%	0.00%	0.13%
Gastos de venta	12.24%	11.13%	10.96%	11.41%	11.05%	11.36%
Gastos Administrativos	7.91%	7.54%	7.81%	7.53%	7.40%	7.64%
Otros gastos netos	0.41%	0.25%	0.04%	0.95%	0.33%	0.40%
Utilidad Operacional	7.31%	10.24%	9.89%	10.38%	10.54%	9.67%
Gastos financieros netos	0.77%	0.54%	0.59%	0.80%	0.25%	0.59%
Utilidades antes del impuesto a la renta	6.54%	9.70%	9.29%	9.58%	10.29%	9.08%
Impuesto a la renta	1.45%	2.41%	2.04%	2.82%	2.58%	2.26%
Utilidad neta	5.08%	7.29%	7.25%	6.76%	7.72%	6.82%

Fuente: Estados de Resultados de TONI S.A.

El impuesto a la renta que se considera para la proyección es del 22%, mientras que la tasa impositiva de participación a trabajadores es del 15%; siendo las tasas que se encuentran vigentes.

Debido al financiamiento de US\$ 30 millones que recibió la empresa por parte de la International Finance Corporation (IFC) en Mayo del 2012 para la construcción de la nueva planta de TONI, se espera que la inversión anual en reposición de activos fijos sea de 3 millones de dólares por año, que es el desembolso mínimo para periodos posteriores desde junio de 2014 hasta junio del 2020, debido a que en 2013 recibió un primer desembolso por US\$ 10 millones.

Se espera que en promedio las depreciaciones asciendan a 2.5 millones de dólares por año según información de los estados financieros y considerando el aumento en activos por la construcción de la nueva planta. El capital de trabajo inicial requerido por la empresa es de US\$ 18 millones y para los años siguientes representará el 12.29% del total de costos y gastos, porcentaje obtenido entre el promedio histórico del Capital de Trabajo y el promedio histórico del total de los costos y gastos.

5.2. Estimación de tasas de descuento

5.2.1. Tasa de rentabilidad

La estimación de la tasa de rentabilidad del accionista (K_p), se la obtiene utilizando la metodología del Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM) con una variable adicional que mide el diferencial de inflación entre Ecuador y Estados Unidos. Entonces la fórmula es la siguiente:

$$K_p = R_f + \beta(PRM) + \Delta I_{EC-US}$$

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta apalancado de la empresa

PRM = Prima por riesgo de mercado

ΔI_{EC-US} = Variación de los promedios de la inflación entre Ecuador y EEUU

La información de estas variables fue tomada de los datos proporcionados en las páginas web de Damodaran.com y Yahoo! Finance. Mientras que para el cálculo de la tasa de variación de la inflación se utilizó el Country Report Ecuador a Enero de 2016, considerando las proyecciones desde 2015 hasta el 2020, aunque el horizonte de proyección de este trabajo sea sólo de cinco años.

El beta apalancado de la empresa se obtiene utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta_U = \beta_L * (1 + (1 - T_c) * \frac{D}{P})$$

Donde:

β_U = Beta desapalancado de la industria

T_c = La tasa de impuesto d la empresa

D/P = Estructura de endeudamiento de la empresa

El beta desapalancado de la industria Food Processing de 0.70 es el que consideramos como el aproximado para el sector donde se desenvuelve la empresa, la tasa de impuestos de la empresa es de 33.70% estimado con la tasa de participación a los trabajadores y la tasa de impuesto a la renta.

Dado que la empresa si posee deuda que paga intereses, se debe calcular el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), que se obtiene de la siguiente expresión:

$$WACC = \left(\frac{P}{V}\right) K_p + \left(\frac{D}{V}\right) K_d(1 - T_c)$$

Donde:

P/V = Nivel del patrimonio sobre los activos

D/V = Nivel de deuda financiera

K_p = Tasa de rendimiento para los accionistas o costo patrimonial.

K_d = Tasa exigida a la deuda

T_c = Tasa de impuestos

Tabla 9 Estimación de las tasas K_d , K_p y WACC

	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Perpetuidad
Kd	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Rf	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%
PRM	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%
Beta U	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
D/P (aproximación)	0.06	0.05	0.04	0.03	0.02	0.00
T_c	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
Beta L	0.73	0.72	0.72	0.71	0.71	0.70
Diferencial Inflación	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
Kp	6.79%	6.77%	6.75%	6.73%	6.70%	6.67%
WACC	6.64%	6.64%	6.65%	6.65%	6.66%	6.67%

Fuente: Elaboración Propia

5.2.2. Costo de la Deuda

El cálculo del costo de la deuda (K_d), es igual a la tasa de interés del préstamo a la que la empresa contrajo la deuda con la Corporación Financiera Internacional en el 2012, la tasa de interés fue:

$$K_d = LIBOR + 4.85\%$$

$$K_d = 1.15\% + 4.85\%$$

$$K_d = 6.00\%$$

Por lo general los bancos internacionales cotizan sus tasas de interés con algún margen sobre la tasa London Interbank Offer Rate (LIBOR), dado que esta es una de las piedras angulares en la fijación del precio de emisiones, constituyéndola como aquella tasa a la que la mayoría de los bancos internacionales fijan las tasas de interés que cobran.

5.3. Valoración de la empresa TONI s.a.

Tal y como se ha detallado a lo largo de este trabajo, el método utilizado para valorar la empresa Industrias Lácteas Toni S.A., es el Método de Flujos de Efectivo Libres, calculando el flujo de caja de la empresa y del accionista puesto que la empresa posee financiamiento a largo plazo y por tanto paga intereses.

Con los supuestos ya establecidos, las tasas calculadas y el nivel de ingresos más reciente de \$168.33 millones, podemos obtener el Estado de Resultados Proyectado. Con los datos de la tabla 9 y el Estado de Resultados Proyectado, podemos estimar el Valor de la Empresa y el Valor del Patrimonio, así como también el Valor de Mercado de la Deuda.

Del cálculo se obtuvo que la empresa está valorada en \$ 282.551.160,61 donde el flujo del valor terminal fue el más representativo descontado a la tasa WACC de 6.67%. El valor del patrimonio es de \$ 277.101.868,82 y el Valor de mercado de la deuda es de \$ 5.449.291,79 que se obtiene de la diferencia entre el valor de empresa y el del patrimonio.

Tabla 10 Estado de Resultados Proyectado

Estado de Resultados Proyectado		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
%PIB		0,20%	-0,80%	1,70%	2,10%	2,30%	2,30%	2,30%
Inflación		3,40%	2,20%	3,30%	3,30%	2,80%	3,80%	3,13%
g (Ventas)		0,80%	5,30%	5,40%	6,60%	7,80%	9,00%	3,00%
% Cto. Ventas		70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	71,00%	71,00%
Ingreso por Ventas	\$167.027.577	\$168.363.798	\$177.287.079	\$186.860.581	\$199.193.380	\$214.730.463	\$234.056.205	\$ 241.077.891
Costo de Ventas		-117.854.658,33	-124.100.955,22	-130.802.406,80	-139.435.365,65	-150.311.324,17	-166.179.905,40	-171.165.302,56
Gastos de Administración	7,50%	-12.627.284,82	-13.296.530,92	-14.014.543,59	-14.939.503,46	-16.104.784,73	-17.554.215,36	-18.080.841,82
Gastos de Ventas	11,36%	-19.121.627,93	-20.135.074,21	-21.222.368,21	-22.623.044,52	-24.387.641,99	-26.582.529,77	-27.380.005,66
Gastos Financieros	0,58%	-976.510,03	-1.028.265,06	-1.083.791,37	-1.155.321,60	-1.245.436,69	-1.357.525,99	-1.398.251,77
Otros Ingresos	0,13%	226.103,43	238.086,91	250.943,61	267.505,88	288.371,34	314.324,76	323.754,51
Otros Gastos	0,40%	-673.455,19	-709.148,32	-747.442,32	-796.773,52	-858.921,85	-936.224,82	-964.311,56
Depreciación		-2.323.238,00	-2.500.000,00	-2.500.000,00	-2.500.000,00	-2.500.000,00	-2.500.000,00	-2.500.000,00
Utilidad antes de intereses		15.013.126,75	15.755.192,08	16.740.972,46	18.010.876,64	19.610.725,01	19.260.128,22	19.912.932,06
Intereses		-365.897,77	-313.441,70	-257.838,27	-198.898,64	-136.422,62	-70.198,05	0,00
Utilidad antes de impuestos y participación		14.647.228,99	15.441.750,38	16.483.134,18	17.811.978,00	19.474.302,39	19.189.930,17	19.912.932,06
Participación	15%	-2.197.084,35	-2.316.262,56	-2.472.470,13	-2.671.796,70	-2.921.145,36	-2.878.489,53	-2.986.939,81
Utilidad antes de impuestos		12.450.144,64	13.125.487,82	14.010.664,06	15.140.181,30	16.553.157,03	16.311.440,64	16.925.992,26
Impuestos	22%	-2.739.031,82	-2.887.607,32	-3.082.346,09	-3.330.839,89	-3.641.694,55	-3.588.516,94	-3.723.718,30
Utilidad Neta		9.711.112,82	10.237.880,50	10.928.317,96	11.809.341,41	12.911.462,49	12.722.923,70	13.202.273,96

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 11 Flujo de Caja Libre de la Empresa

Ajustes para el FCL	0	1	2	3	4	5
Utilidad Neta		10.237.880,50	10.928.317,96	11.809.341,41	12.911.462,49	12.722.923,70
Mas depreciación y amortización		2.500.000,00	2.500.000,00	2.500.000,00	2.500.000,00	2.500.000,00
Más intereses después de impuestos		207.811,85	170.946,77	131.869,80	90.448,20	46.541,31
Menos inversiones en activos fijos		-3.000.000,00	-3.000.000,00	-3.000.000,00	-3.000.000,00	-3.000.000,00
Menos inversión en capital de trabajo	-1.840.200,62	-1.057.390,10	-1.362.153,43	-1.716.065,65	-2.422.279,88	-784.175,62
Flujo de Caja	-1.840.200,62	8.888.302,25	9.237.111,31	9.725.145,56	10.079.630,81	11.485.289,39
Valor Terminal						336.530.233,18
VP	-1.840.200,62	8.335.199,46	8.122.436,36	8.017.727,73	7.790.338,25	252.125.659,44

Valor de la empresa	\$ 282.551.160,61
----------------------------	--------------------------

Tabla 12 Flujo de Caja Libre del Accionista

Ajustes para el FCacc	0	1	2	3	4	5
Menos intereses después de impuestos		-207.811,85	-170.946,77	-131.869,80	-90.448,20	-46.541,31
Más financiamiento		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Menos pago de Capital		-926.723,82	-982.327,25	-1.041.266,89	-1.103.742,90	-1.169.967,47
Flujo de Caja	-1.840.200,62	7.753.766,58	8.083.837,29	8.552.008,88	8.885.439,71	10.268.780,61
Valor Terminal						336.530.233,18
VP	-1.840.200,62	7.260.442,98	7.090.852,60	7.030.220,71	6.848.346,72	250.712.206,44

Valor del patrimonio	\$ 277.101.868,82
-----------------------------	--------------------------

Valor de mercado de la deuda	\$ 5.449.291,79
-------------------------------------	------------------------

Fuente: Elaboración Propia

5.4. Análisis de sensibilidad de la empresa

Para determinar las variables que pueden afectar el valor de la empresa necesitamos realizar un análisis de sensibilidad, utilizaremos la Simulación de Monte Carlo con variables internas y externas para medir como se afecta el valor de la empresa cuando estas varían a través del tiempo.

Las variables externas que afectan a los flujos de caja de la empresa son el crecimiento del PIB y la Inflación, mientras que las variables internas que afectan a los flujos de caja son el crecimiento de los ingresos y el costo de ventas.

En cuanto a las variables externas, el crecimiento del PIB se correlaciona positivamente con el nivel de crecimiento de los ingresos, es decir, que a medida que el crecimiento del PIB aumenta, el crecimiento de los ingresos también lo hace; mientras que la inflación afecta al costo de ventas, ya que cuando ésta aumenta, los precios de la materia prima suben, y por consecuencia los costos también.

5.4.1. Simulación de Montecarlo

Como parte final de nuestro proyecto realizaremos el análisis de escenarios mediante la Simulación de Montecarlo, que proporciona un análisis más completo debido a que las interacciones entre las variables se las especifica explícitamente.

Con esta metodología se pretende estimar el valor de la empresa bajo los distintos escenarios que pueden tomar las variables ya antes mencionadas, y para lo cual se considera el promedio de las mismas durante los últimos años.

Para realizar la simulación se debe obtener el crecimiento a perpetuidad de cada una de las variables que se utilizarán para obtener el valor de la empresa, para esto se realizó un análisis histórico de las variables; el crecimiento perpetuo del crecimiento de las ventas y del costo de ventas es el mismo que se estimó en la sección de supuestos de valoración.

Entonces, el crecimiento perpetuo para las variables crecimiento del PIB e inflación se obtiene mediante el promedio de los cinco años proyectados en el Country

Report Ecuador a enero de 2016. Siendo de 2.30% para el crecimiento del PIB y de 3.13% para la inflación.

Tabla 13 Estimaciones de las variables a perpetuidad para la simulación de Montecarlo

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidad
g PIB	0.20%	-0.80%	1.70%	2.10%	2.30%	2.30%	2.30%
Inflación	3.40%	2.20%	3.30%	3.30%	2.80%	3.80%	3.13%
g Ventas	0.80%	5.30%	5.40%	6.60%	7.80%	9.00%	3.00%
Cto. Ventas	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	71.00%	71.00%

Fuente: Elaboración Propia

Con la información de la tabla anterior y los datos históricos de las variables, podemos calcular la matriz de correlaciones que se utiliza para el posterior análisis de sensibilidad requerido en la simulación.

Tabla 14 Matriz de correlación

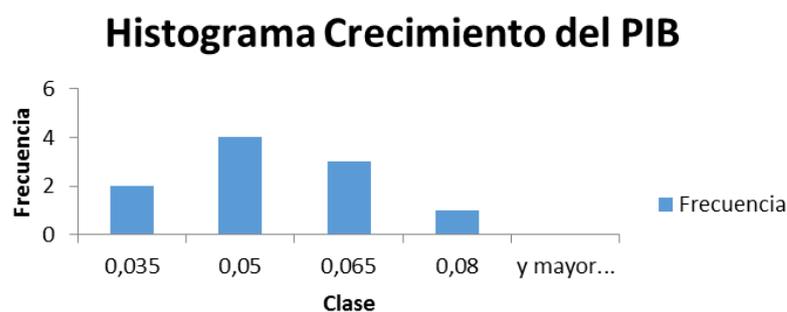
<i>Correlaciones</i>	<i>g PIB</i>	<i>Inflación</i>	<i>g Ventas</i>	<i>Cto. Ventas</i>
g PIB	1			
Inflación	0,261346352	1		
g Ventas	0,518135367	0,078891186	1	
Cto. Ventas	0,420372212	0,445933676	0,142825935	1

Fuente: Elaboración Propia

Para poder correr la simulación, se deben establecer algunos supuestos, además de definir la distribución que tiene cada una de las variables, las mismas que se deducirán a partir de los datos históricos que se tienen del PIB, inflación, ventas y costo de ventas.

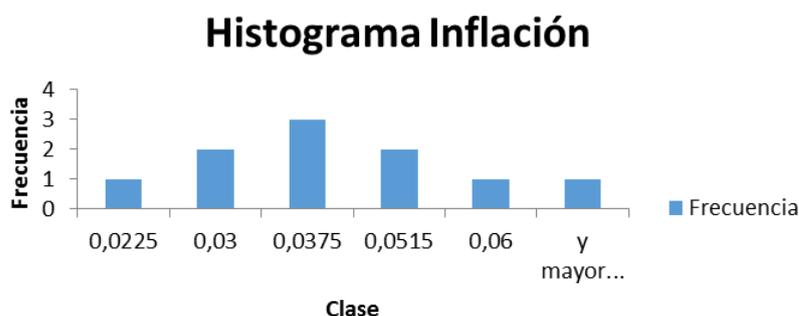
Para la distribución de las variables macro, se utilizaron datos históricos desde el 2005 hasta el 2014, obtenidos de las publicaciones realizadas por el BCE para realizar los histogramas con los cuales se obtuvo que el crecimiento del PIB sigue una distribución logarítmica normal, y la inflación una distribución normal.

Ilustración 5.1 Histograma de crecimiento del PIB



Fuente: Datos del Banco Central del Ecuador

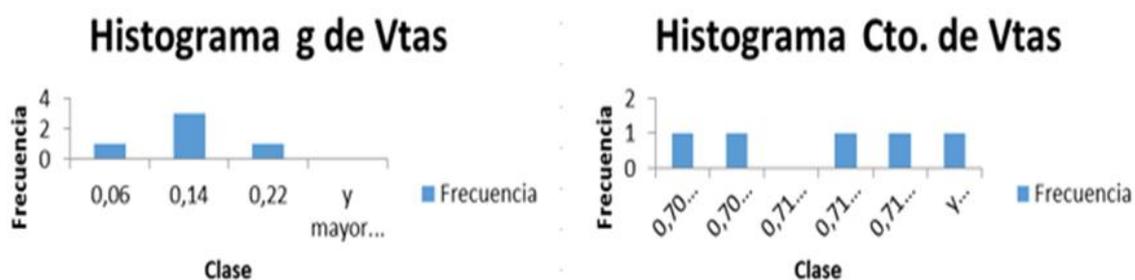
Ilustración 5.2 Histograma Inflación



Fuente: Datos del Banco Central del Ecuador

Para las variables del flujo o también conocidas como variables internas, se realizaron los histogramas con los datos históricos desde el 2010 hasta el 2014, dando como resultado una distribución normal para el crecimiento de los ingresos y uniforme para el costo de ventas.

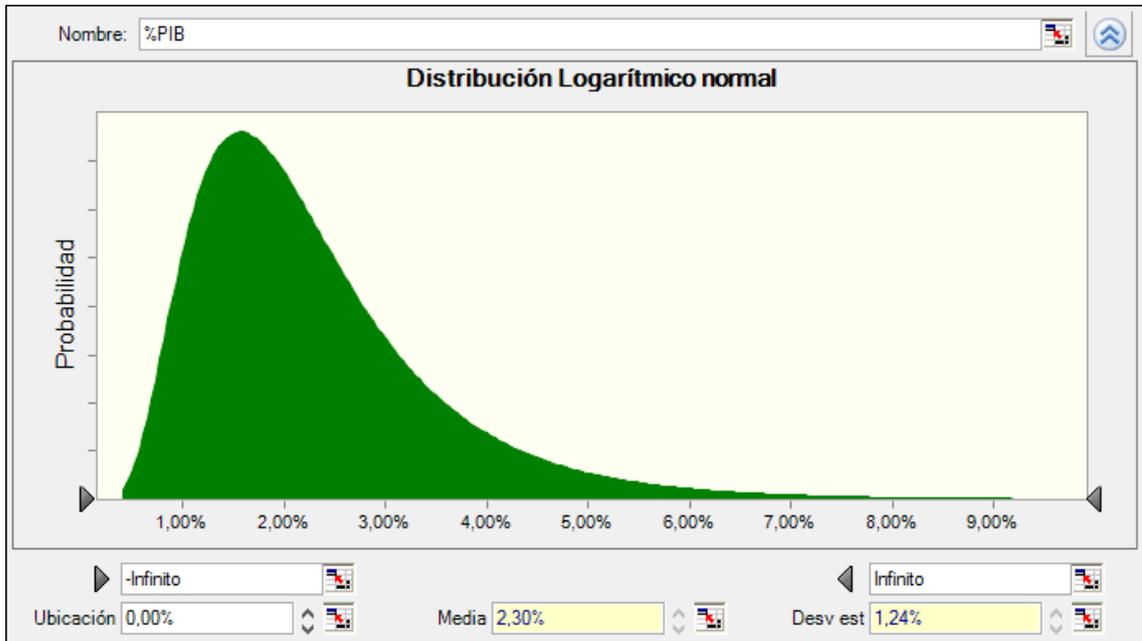
Ilustración 5.3 Histogramas de las variables de la empresa



Fuente: Elaboración propia con datos históricos de la empresa

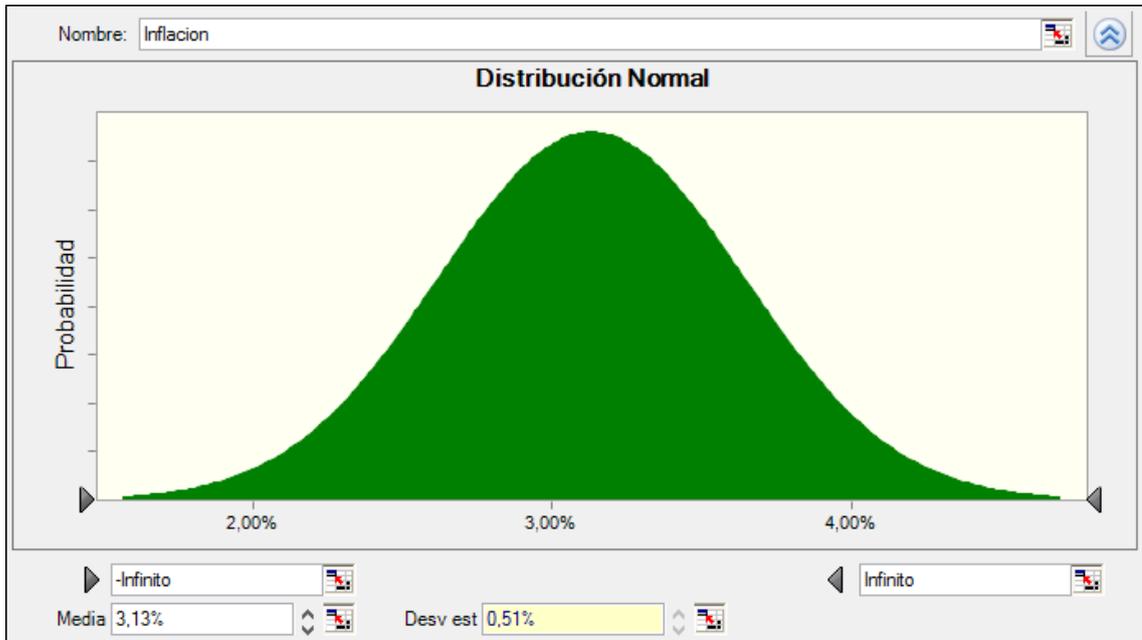
Una vez definidas las distribuciones para cada variable, se procede a definir las suposiciones para la simulación, tal y como se ven a continuación.

Ilustración 5.4 Suposición del PIB, simulación de Montecarlo



Fuente: Elaboración propia

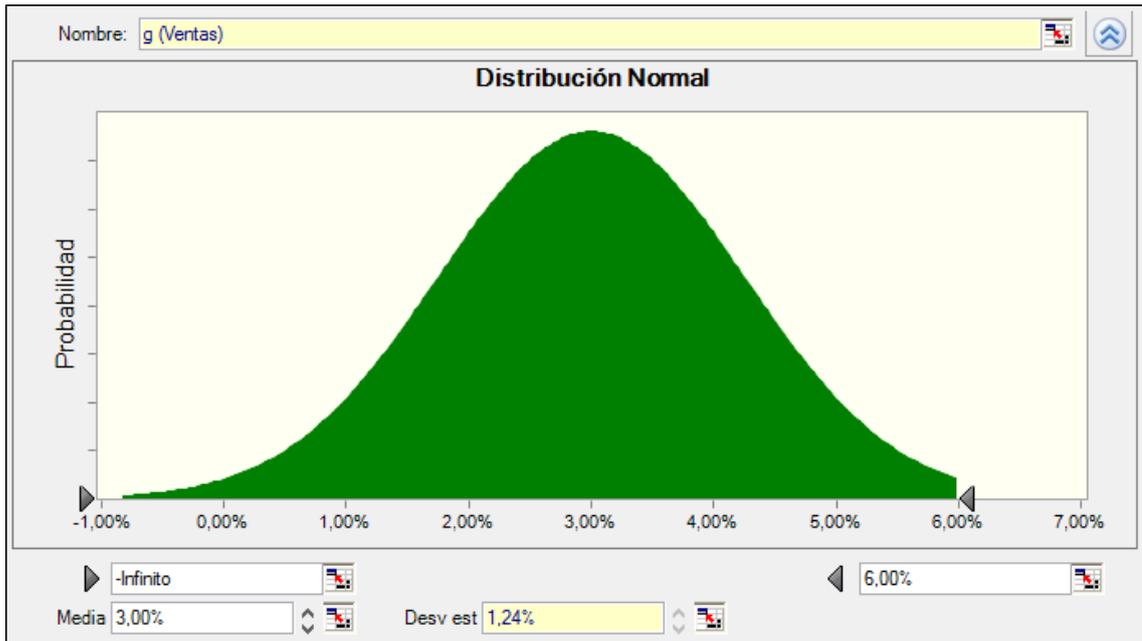
Ilustración 5.5 Suposición de la Inflación, simulación de Montecarlo



Fuente: Elaboración propia

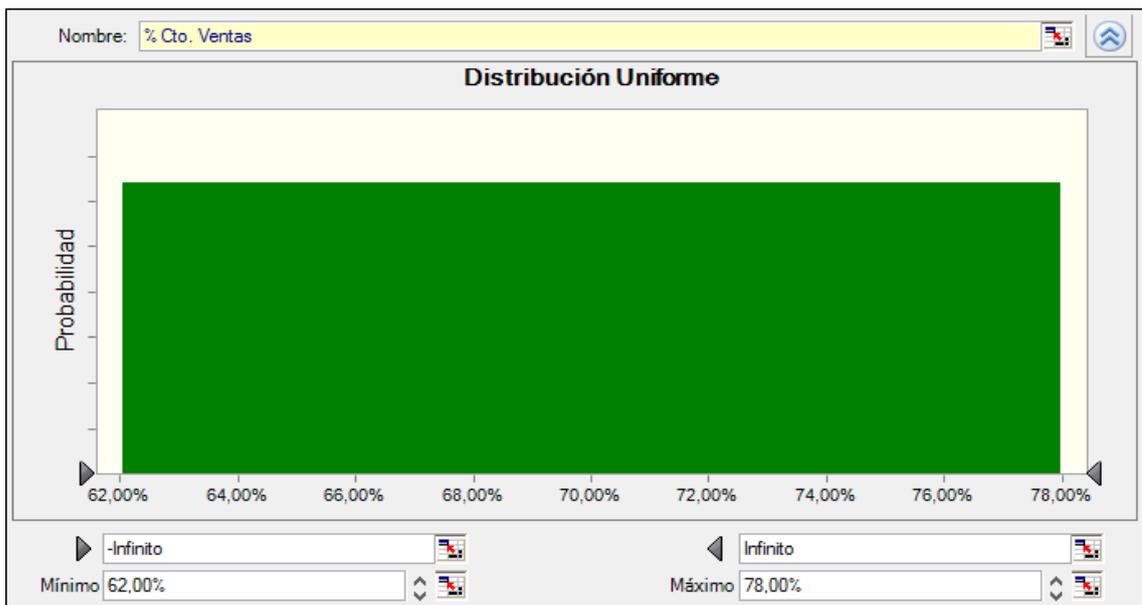
El PIB sigue una distribución logarítmica normal con media 2.30% y desviación estándar de 1.24%. La inflación por su parte, se ha distribuido de manera normal con media 3.13% y desviación estándar igual a 0.51%, con datos de la tabla 13 que indica las estimaciones a perpetuidad de las variables de la simulación.

Ilustración 5.6 Suposición del crecimiento de las ventas, simulación de Montecarlo



Fuente: Elaboración propia

Ilustración 5.7 Suposición del costo de ventas, simulación de Montecarlo

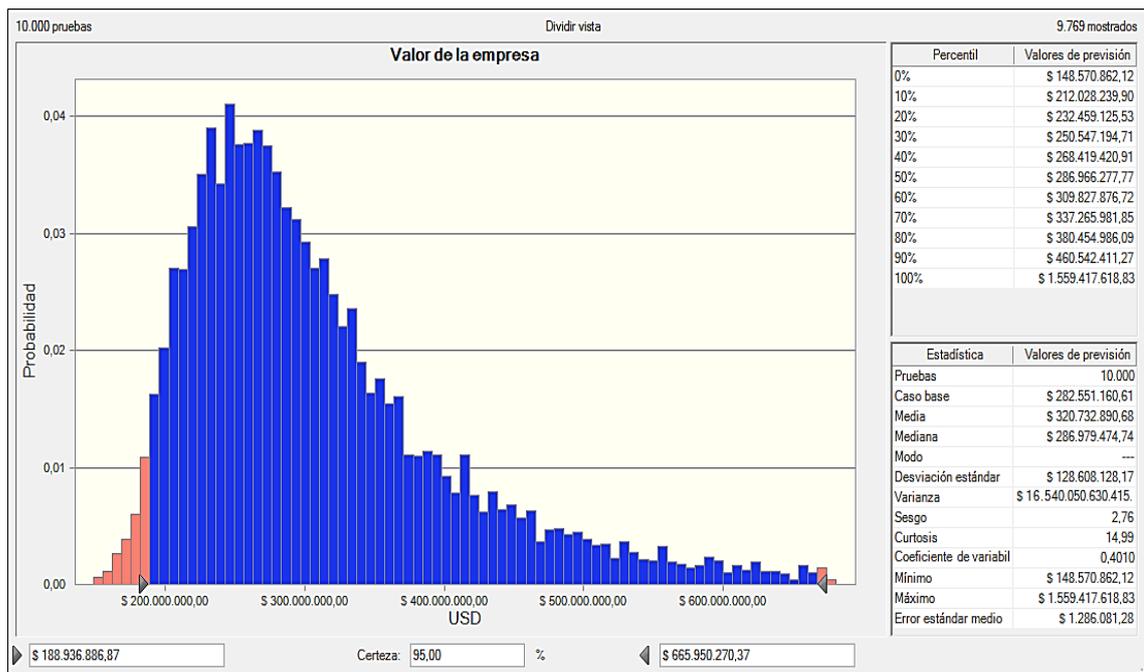


Fuente: Elaboración propia

Las ventas se distribuyen de manera normal con media igual 3% que es el crecimiento promedio estimado al que se espera que éstas crezcan a perpetuidad, las mismas se encuentran restringidas en un 6% para que el valor de la empresa no genere escenarios poco probables. El costo de ventas, sigue una distribución uniforme con valor mínimo de 65% y máximo de 78% sobre el total de los ingresos.

Con los supuestos establecidos, lo siguiente fue definir la previsión de las variables de salida de la simulación, es decir, el valor de la empresa y del patrimonio. La valoración se la realizó para 10.000 escenarios, que dan como resultado el valor de la empresa cuando las variables de entrada cambian en cada uno de los escenarios planteados.

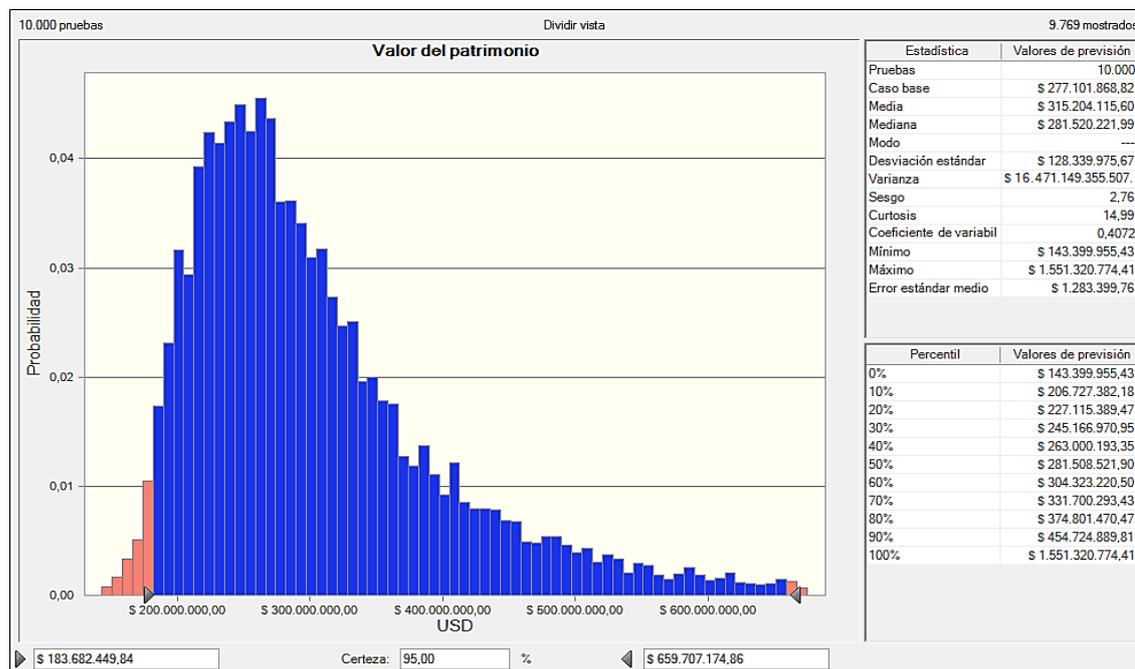
Ilustración 5.8 Valor de la empresa, simulación de Montecarlo



Fuente: Elaboración propia

Con los 10.000 escenarios simulados, se obtuvo un valor mínimo de \$ 148.570.862,12 y un máximo de \$ 1.559.417.618,83 para el valor de la empresa. Con el fin de evitar valores por debajo del valor estimado sin la simulación, o a su vez, valores muy altos que son poco probables, se establece un nivel de certeza del 95%, obteniendo un valor mínimo de \$ 188.936.886,87 y un máximo de \$ 665.950.270,37.

Ilustración 5.9 Valor del patrimonio, simulación de Montecarlo



Fuente: Elaboración propia

También se generó miles de escenarios en los que el valor del patrimonio cambia en función de las variaciones que presenten las variables de entrada, se obtuvo un valor mínimo de \$ 143.399.955,43 y un máximo de \$ 1.551.320.774,41. Con un nivel de confianza del 95%, el valor máximo al que puede llegar el patrimonio es \$ 183.682.449,84 y como mínimo \$ 659.707.174,86.

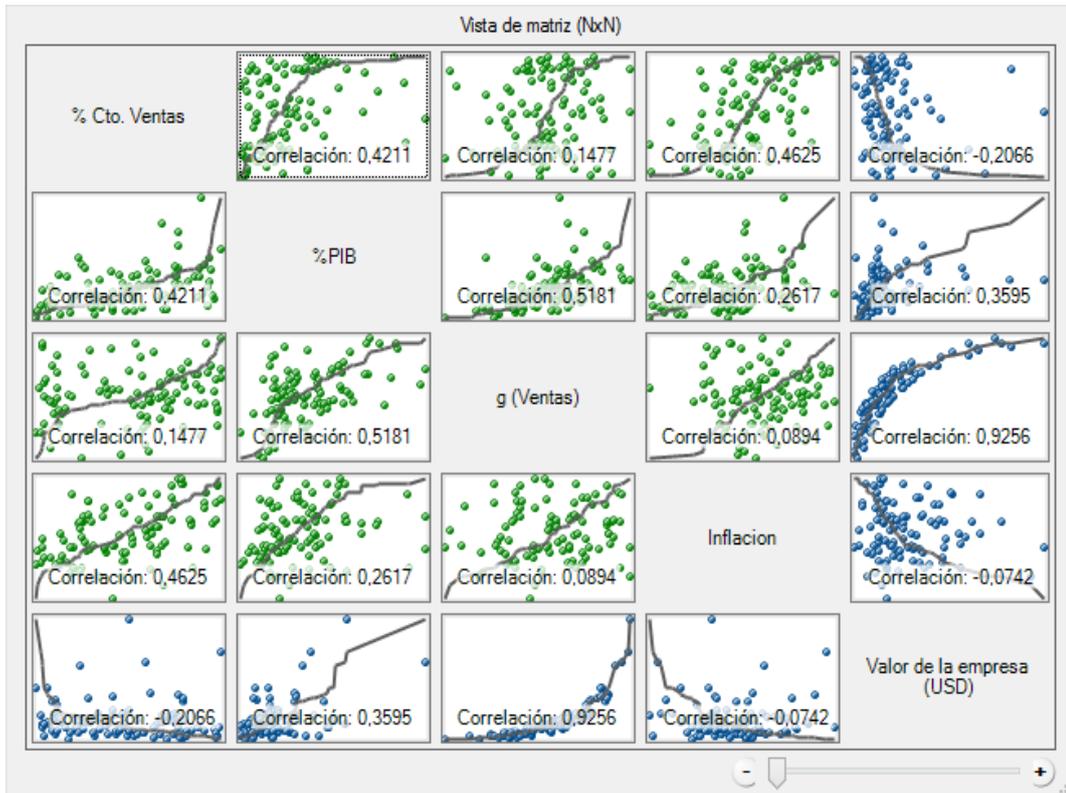
5.4.2. Análisis de sensibilidad de las variables

Como parte final de esta valoración, se debe realizar un análisis de sensibilidad, que nos permite determinar qué variables son las que más afectan al valor de la empresa. Para esto se calculó la matriz de correlaciones entre el valor de la empresa y las variables antes mencionadas. La variable que se encuentre más correlacionada con el valor de la empresa es el crecimiento de las ventas, con una correlación 0.93, indica que el valor de la empresa aumentará por cada aumento que se genere en el nivel de los ingresos.

El crecimiento del PIB tiene una correlación de 0.36 con el valor de la empresa, y junto a los ingresos, son las variables que cuando aumentan provocan un incremento en el valor final de la empresa. Las variables que quitan valor a la empresa

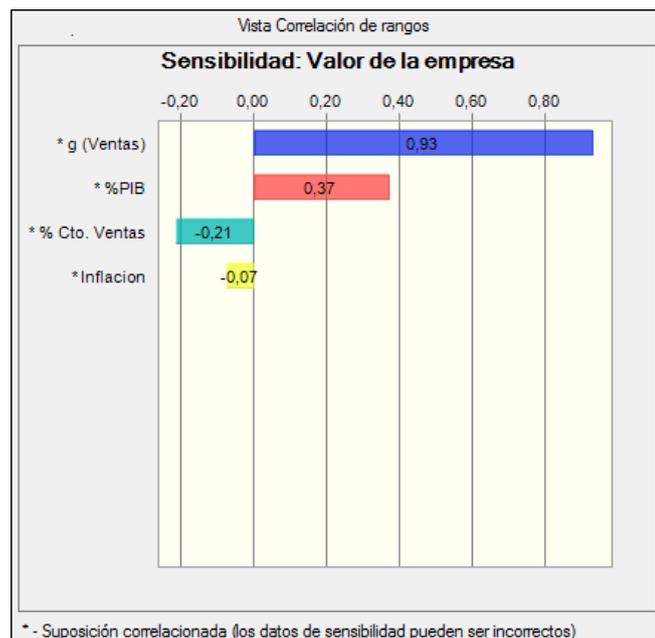
son: el nivel de inflación con una correlación de -0.07 y el costo de ventas con -0.21, es decir, producen un efecto contrario al de los ingresos y el crecimiento del PIB.

Ilustración 5.10 Matriz de correlaciones



Fuente: Elaboración propia

Ilustración 5.11 Sensibilidad: Valor de la empresa



Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO VI

6. CONCLUSIONES

La valoración de empresas es una herramienta muy útil al momento de determinar en cuanto está valorada una empresa de acuerdo a la situación económica y el sector en que ésta se desenvuelve. Es también un proceso que involucra tener conocimiento del negocio y experiencia necesaria para plantear supuestos que ayuden a obtener el valor de la empresa, que en muchos casos es mayor al que se refleja en los estados financieros.

Además, es necesario considerar ciertos atributos que potencian o agregan valor a las compañías, tales como: la posición de la marca, conocimientos técnicos y la relación que mantengan con sus empleados (capital humano), es decir, valores intangibles que de cierta forma generan un valor adicional, que por lo general no se puede calcular matemáticamente.

Entonces, reanudando todo lo expuesto en este trabajo de titulación, para realizar una correcta valoración se necesita disponer de toda la información financiera de la empresa que se desea valorar, así como poseer información del sector en que se desenvuelve y de las variables que influyen ya sea de forma negativa o positiva en la generación de dinero.

A pesar de la existencia de diversos métodos de valoración, el que mayormente se utiliza en la determinación del valor de una empresa es el método del flujo de caja descontado, que es considerado como el más adecuado por los analistas y expertos ya que considera una estrecha relación entre los flujos de la compañía y el riesgo que influye en la toma de decisiones dentro de un mundo globalizado, expuesto a cambios bruscos y en ocasiones permanentes.

Para el desarrollo de este trabajo se utilizó la información de los estados financieros de la empresa que fueron el pilar principal para poder realizar la estimación de los flujos de caja y así determinar el valor de empresa y del patrimonio. La información histórica de Industrias Lácteas Toni S.A. nos permitió determinar el

comportamiento futuro de las cuentas del estado de resultados y de situación financiera, que se utilizan para la proyección y simulación de los valores finales.

En el desarrollo de esta valoración no solo se necesitó información de las variables internas como el crecimiento de los ingresos y del costo de ventas, también fueron necesarias variables macroeconómicas como el PIB y la inflación, a través de las cuales fue posible introducir ciertos supuestos que permitieron obtener un valor más real para la empresa, ya que estas variables guardan una relación con el crecimiento de los flujos de la compañía, es decir, que su comportamiento histórico se correlaciona con las cuentas de la empresa, y por ende, sus estimaciones futuras también influyen en las proyecciones de crecimiento de las variables internas.

Dentro de los supuestos para la valoración de Toni, consideramos que un aumento en el crecimiento del PIB se traduce en un aumento en el crecimiento de los ingresos, es decir, la correlación entre estas variables es positiva. Por otro lado el crecimiento de las ventas se ve afectado cuando la inflación aumenta, debido a que estas variables se correlacionan negativamente.

Considerando que la empresa posee deuda, es decir, que recibió financiamiento y que por tanto paga intereses, los flujos de caja libres se descuentan al costo promedio ponderado de capital (WACC) y para el flujo de caja del accionista se utilizó la tasa rendimiento del patrimonio (K_p) calculado por el modelo CAPM, incluyendo un diferencial de inflación entre Ecuador y Estado Unidos que obedece al modelo de ajuste por riesgo país.

Con la proyección de los flujos de caja para los próximos cinco años, se obtuvo que la empresa Industrias Lácteas Toni está valorada en aproximadamente 283 millones y que el valor de su patrimonio es de \$ 277 millones aproximadamente, con la diferencia de estos valores, se determinó que el valor de mercado de la deuda asciende a 5.4 millones de dólares.

El análisis de sensibilidad de las variables de entrada con el valor de la empresa generó los siguientes resultados: el crecimiento del PIB (0.37) y de los ingresos afectan positivamente, siendo el crecimiento de los ingresos con una correlación de 0,93 el que

más influye en el valor de la empresa. La inflación y el costo de ventas por su parte afectan de forma negativa al crecimiento de la empresa, es decir, le quitan valor, siendo la correlación del costo de ventas de -0,21 y para la inflación de -0,07.

El valor en libros de TONI a inicios de 2015, después de la fusión por absorción de la compañía Helados S.A., es \$ 148.189.448,00 correspondiente al capital autorizado de las acciones, dando como resultado que el valor esperado de \$ 282.551.160,61 sea casi dos veces su valor en libros (1,9 veces), lo que significa que la empresa está generando un valor agregado respecto al valor registrado en sus balances.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Economist Intelligence Unit. (2016). *Country Report Ecuador*. London.
- EKOS. (Septiembre 2015). **La Industria en Ecuador**. *Core Business*, 46-48. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/1300.pdf>
- EKOS. (Septiembre 2015). **La Industria en Ecuador**. *Core Business*, 46-52. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/1300.pdf>
- Fernández. (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. Barcelona: IESE Business School.
- Fernández, P. (2000). *Valoración de Empresas*. Madrid: Gestión 2000.
- INEC. Ecuador en Cifras. (2015, Septiembre). *Informe de Economía Laboral*. Dirección de Estudios y Análisis de Información. Obtenido de http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2015/Septiembre-2015/Informe%20de%20Economia%20Laboral_septiembre2015%20%28final%29.pdf
- McKinsey & Company. (2000). **Valuation in emerging markets**. *Corporate Finance*, 4-8.
- Ecuador. Ministerio de Industrias y Productividad. (2014, Junio). **Informe de Análisis de Coyuntura Industrial**. *Sectoriales, Subsecretaría de Comercio y Servicios Dirección de Estudios*, 9-10. Obtenido de <http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2014/11/ANALISIS-COYUNTURA-JUNIO-Final.pdf>
- Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura. (7 de Enero de 2016). *FAO*. Obtenido de <http://www.fao.org/news/story/es/item/379463/icode/>
- Pacific Credit Rating. (2015). *Informe Sectorial. Ecuador: Alimentos*. Obtenido de http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/sectorial_alimentos.pdf
- Revista EKOS. (2015). **Análisis Ecuador Industrial**. *Core Business*, 50. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdf/258.pdf>
- Ross. (2012). *Finanzas Corporativas*. México: Mc Graw Hill.
- Sanjurjo & Reinoso. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2015). Datos por industrias. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ANEXOS

ANEXO A – ANÁLISIS VERTICAL DEL BALANCE GENERAL

INDUSTRIAS LÁCTEAS TONI S.A.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
Al 31 de Diciembre del 2014

Activo	US\$	%	Pasivo	US\$	%
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$ 1.612.891,30	1,29%	Cuentas y Documentos por pagar	\$ 10.726.035,99	8,59%
Inversiones corrientes	\$ 74.941,24	0,06%	Otras obligaciones corrientes	\$ 1.328.795,07	1,06%
Cuentas y Docs. x cobrar	\$ 24.579.146,22	19,69%	Cuentas por pagar diversas	\$ 3.075.795,82	2,46%
Inventarios	\$ 6.282.139,41	5,03%	Anticipos clientes	\$ 36.062,48	0,03%
Otros Activos Corrientes	\$ 7.053.561,43	5,65%	Otros Pasivos Corrientes	\$ 6.387.532,53	5,12%
			Pasivo No Corriente	\$ 10.721.679,30	8,59%
Activo Fijo	\$ 38.327.550,20	30,71%			0,00%
Activo No Corriente	\$ 46.894.213,20	37,57%	Capital	\$ 27.897.488,00	22,35%
			Reservas	\$ 4.360.198,38	3,49%
			Aportes de Socios para futura capitalización	\$ 46.197.235,00	37,01%
			Resultados Acumulados	\$ 1.763.875,13	1,41%
			Resultados del Ejercicio	\$ 12.329.745,30	9,88%
Activo Total	\$ 124.824.443,00	100,00%	Total	\$ 124.824.443,00	100,00%

ANEXO B – ANÁLISIS HORIZONTAL DEL ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO DE RESULTADOS	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2012	AÑO 2013		AÑO 2014	
				AÑO BASE	%	US\$	%	US\$
Ingresos por ventas	\$ 147.432.508	\$ 158.429.183	\$ 167.027.577	100%	107%	\$ 10.996.675	113%	\$ 19.595.069
Costo de productos vendidos	\$ 105.300.519	\$ 110.481.945	\$ 118.062.280	100%	105%	\$ 5.181.426	112%	\$ 12.761.761
Utilidad Bruta	\$ 42.131.989	\$ 47.947.238	\$ 48.965.297	100%	114%	\$ 5.815.249	116%	\$ 6.833.308
Otros ingresos	\$ 176.229	\$ -	\$ -	100%	0%	\$ -176.229	0%	\$ -176.229
Gastos Administrativos	\$ 11.521.139	\$ 11.921.886	\$ 12.354.826	100%	103%	\$ 400.747	107%	\$ 833.687
Gastos de venta	\$ 16.151.664	\$ 18.077.302	\$ 18.455.458	100%	112%	\$ 1.925.638	114%	\$ 2.303.794
Otros gastos netos	\$ 61.529	\$ 1.501.406	\$ 549.920	100%	2440%	\$ 1.439.877	894%	\$ 488.391
Utilidad Operacional	\$ 14.573.886	\$ 16.446.644	\$ 17.605.093	100%	113%	\$ 1.872.758	121%	\$ 3.031.207
Gastos financieros netos	\$ 874.602	\$ 1.265.798	\$ 413.780	100%	145%	\$ 391.196	47%	\$ -460.822
Utilidades antes del impuesto a la renta	\$ 13.699.284	\$ 15.180.846	\$ 17.191.313	100%	111%	\$ 1.481.562	125%	\$ 3.492.029
Impuesto a la renta	\$ 3.004.197	\$ 4.475.047	\$ 4.305.061	100%	149%	\$ 1.470.850	143%	\$ 1.300.864
Utilidad Neta	\$ 10.695.087	\$ 10.705.799	\$ 12.886.252	100%	100%	\$ 10.712	120%	\$ 2.191.165
Perdidas actuariales		\$ 249.364	\$ 574.717	100%		\$ 249.364		\$ 574.717
Utilidad Neta del año	\$ 10.695.087	\$ 10.456.435	\$ 12.311.535	100%	98%	\$ -238.652	115%	\$ 1.616.448

ANEXO C – ANÁLISIS VERTICAL DEL ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO DE RESULTADOS	US\$ 2012	2012	US\$ 2013	2013	US\$ 2014	2014
Ventas Netas	\$ 147.432.508	100,00%	\$ 158.429.183	100,00%	\$ 167.027.577	100,00%
Costo de Ventas	\$ 105.300.519	71,42%	\$ 110.481.945	69,74%	\$ 118.062.280	70,68%
Utilidad Bruta	\$ 42.131.989	28,58%	\$ 47.947.238	30,26%	\$ 48.965.297	29,32%
Otros ingresos	\$ 176.229	0,12%	\$ -	0,00%	\$ -	0,00%
Gastos de administrativos y generales	\$ 11.521.139	7,81%	\$ 11.921.886	11,41%	\$ 12.354.826	11,05%
Gastos de Ventas	\$ 16.151.664	10,96%	\$ 18.077.302	7,53%	\$ 18.455.458	7,40%
Otros gastos	\$ 61.529	0,04%	\$ 1.501.406	0,95%	\$ 549.920	0,33%
Utilidad en operaciones	\$ 14.573.886	9,89%	\$ 16.446.644	10,38%	\$ 17.605.093	10,54%
Gastos financieros netos	\$ 874.602	0,59%	\$ 1.265.798	0,80%	\$ 413.780	0,25%
Utilidad antes de Imp. A la renta	\$ 13.699.284	9,29%	\$ 15.180.846	9,58%	\$ 17.191.313	10,29%
Impuesto a la renta	\$ 3.004.197	2,04%	\$ 4.475.047	2,82%	\$ 4.305.061	2,58%
Utilidad Neta	\$ 10.695.087	7,25%	\$ 10.705.799	6,76%	\$ 12.886.252	7,72%