

**VALORACION DE LA EMPRESA
PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA**

GLORIA RUIZ CASTELLANOS



**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
ESCUELA DE CIENCIAS NATURALES E INGENIERÍA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA
2005**

**VALORACION DE LA EMPRESA
PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA**

GLORIA RUIZ CASTELLANOS

ASESORA: JUDITH BUITRAGO CORREA

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
ESCUELA DE CIENCIAS NATURALES E INGENIERÍA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA
2005**

Nota de Aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Bucaramanga, Noviembre de 2005

*A Dios y a la Santísima Virgen
por ser quienes me iluminan
cada día....*

*A Carlos Humberto, mi esposo y
mis hijos, Jennifer, Silvia y
Carlitos que soportaron mi
ausencia, por su amor y apoyo
incondicional... por iluminar mi
vida y ser ellos el motor de mi
camino.*

Gloria

AGRADECIMIENTOS

En especial agradecimientos a mis padres que fueron los fundadores de la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** la cual fue base para iniciar y culminar mi carrera como Ingeniera Financiera, espero que este Trabajo de Investigación basada en ella sirva para lograr que La Victoria trace objetivos que la hagan mas competitiva en el mercado.

A los docentes quienes me apoyaron despejando dudas y suministrándome conocimiento en especial a la Ingeniera Judith Buitrago por su apoyo pero especialmente por su amistad y a la Ingeniera Financiera Patricia Leal por su valiosa orientación y motivación en este trabajo.

Y finalmente a mis hermanos por su apoyo y colaboración

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	1
OBJETIVOS	3
1. PERFIL DE LA EMPRESA PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA	4
1.1 RESEÑA HISTÓRICA	4
1.2 DIRECCIÓN Y PLANEACIÓN ESTRATÉGICA	7
1.2.1 Misión	7
1.2.2 Visión	7
1.2.3 Principios Corporativos	8
1.2.4 Valores Corporativos	9
2. DIAGNOSTICO FINANCIERO Y ESTRATEGICO	10
3. COSTO DE CAPITAL	21
3.1 COSTO DE DEUDA	21
3.2 COSTO DE PATRIMONIO	22
3.3 COSTO PONDERADO DE CAPITAL	31
4. FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO	33
4.1 PARÁMETROS DE PROYECCIÓN	33
4.2 CONCEPTO DE FLUJO DE CAJA	35
5. VALOR DE LA EMPRESA	38
5.1 ENFOQUE OPTIMISTA	40
5.2 ENFOQUE MODERADO	40
5.3 ENFOQUE MODERADO CONVERGENTE	41
5.4 ENFOQUE MODERADO CONVERGENTE AGRESIVO	41
5.5 ENFOQUE MODERADO CON REINVERSIÓN	42
5.6 REVISIÓN OBJETIVO BÁSICO FINANCIERO	43
6. CONCLUSIONES	46
BIBLIOGRAFÍA	48
ANEXOS	49

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1. Indicadores Financieros de Resultados	11
Tabla 2. Variación Indicadores Financieros de Resultados	11
Tabla 3. Indicadores Financieros de Endeudamiento	12
Tabla 4. Indicadores Financieros de Viabilidad	13
Tabla 5. Variación Indicadores Financieros de Viabilidad	14
Tabla 6. Crecimiento Real de las Ventas	17
Tabla 7. Indicadores Financieros de Desempeño	18
Tabla 8. Inductores de Valor Operativos y Financieros	20
Tabla 9. Composición Pasivo de la empresa	21
Tabla 10. Calculo Costo de Deuda	22
Tabla 11. Calculo Beta Apalancada	28
Tabla 12. Calculo Costo de Patrimonio	31
Tabla 13. Calculo Costo Ponderado de Capital	32
Tabla 14. Proyección Necesidad Capital de Trabajo	36
Tabla 15. Flujo de Caja Libre Periodo de Perpetuidad	39
Tabla 16. Valor de la Empresa Enfoque Optimista	40
Tabla 17. Valor de la Empresa Enfoque Moderado	41
Tabla 18. Valor de la Empresa Enfoque Moderado Convergente	42
Tabla 19. Valor de la Empresa Enfoque Moderado agresivo	42
Tabla 20. Valor de la Empresa Enfoque Moderado con Reinversión	42

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Resumen Acción Pepsi.co	26
Figura 2. Volatilidad NYSE vs. Pepsi.co	27
Figura 3. Resumen Estadística de Regresión NYSE Vs. Pepsi.co	27
Figura 4. Tasa Fijas Vigentes	28
Figura 5. Indicadores Económicos Vigente en Estados Unidos	28
Figura 6. EMBI Colombia	29
Figura 7. Secuencia de eventos que conducen a la generación de valor	30

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo A. Estados Financieros Históricos Productos Alimenticios La Victoria 1999 -2004	49
Anexo B. Flujo de Caja Libre Proyectado 2005 – 2009	50
Anexo C. Estados Financieros Históricos Pepsi.co 1999 – 2004	51

INTRODUCCION

La Universidad Autónoma de Bucaramanga tiene como misión formar profesionales integrales capaces de combinar la realidad de su contexto con el conocimiento, en busca de este objetivo se presenta el desarrollo de un trabajo de investigación para los estudiantes de Ingeniería Financiera. Esta actividad permite al estudiante profundizar sobre un tema específico a través de un proceso de indagación, análisis y posteriores conclusiones, que le permita aplicar los conocimientos recibidos durante su formación académica.

Esta Investigación aporta no solo al Ingeniero que la ejecuta sino a las empresas o procesos que son objetos de la investigación; en especial en este caso, que se aplicara el concepto de valoración de Empresas a la empresa familiar **Productos Alimenticios La Victoria**, donde no solo se busca hacer una aporte positivo a mi formación como profesional sino a mi sociedad, que fue fundada por mi Padre el señor Héctor Ruiz , hace mas de 35 años y la cual me ha entregado muchos triunfos en el ámbito laboral.

Con el actual movimiento y evolución de las economías incluyendo la nuestra nació la necesidad de crear nuevos procesos de optimización y maximización de recursos, la gerencia de valor nace como respuesta a esa búsqueda de los empresarios actuales donde el valor de cada unos de los procesos dentro de una compañía deber ser medidos para ser mejorados y agregar una mayor valor económico a toda la empresa. Junto a este proceso nace la ciencia o el arte de la valoración de empresas donde se combina los conocimientos de ingeniería financiera, contabilidad, administración de negocios, economía, derecho y otras profesiones y cuyo objetivo principal es definir cuanto vale en negocio en marcha.

El trabajo de investigación es para mi más que un compromiso con la universidad y mi carrera, es un compromiso con mi familia por crear un valor agregado que nos permita seguir creciendo en forma sólida y hacer a nuestra empresa una de las mas competitivas del sector a niveles no solo regionales sino nacionales.

OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL

Realizar la valoración de la Empresa Productos Alimenticios La Victoria mediante la metodología de flujo de caja libre descontado a una tasa que represente el costo de capital.

OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Realizar un Diagnostico Financiero que permita determinar indicadores financieros internos y sectoriales como Margen EBITDA, Productividad del Capital de Trabajo, Razones Financieras de Liquidez, Operación y Rentabilidad, crecimiento del sector, inflación proyectada para los próximos 5 años etc., para realizar las proyecciones necesarias de acuerdo con el desempeño de la Empresa **Productos Alimenticios La Victoria** y sus oportunidades dentro del su sector.
- Determinar e involucrar el plan de crecimiento de la empresa, planteando con niveles estratégicos de capital de trabajo neto operativo y de inversión en activos fijos.
- Proyectar los Flujo de Caja Libre de una empresa como negocio en marcha teniendo en cuenta las variables económicas y sectoriales más relevantes.
- Determinar la estructura financiera del la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** y calcular el costo de la deuda ponderada y el costo del patrimonio con el modelo de CAPM y por el método de Beta Apalancada, en miras de calcular el Costo de Capital por el método Financiero (WACC) en el cual descontaremos el Flujo de Caja Libre.
- Establecer un valor de continuidad o perpetuidad de acuerdo al enfoque generado por la estrategia empresarial de **Productos Alimenticios La Victoria**.

1. PERFIL DE LA EMPRESA “PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA”

CIUDAD:	Bucaramanga
NOMBRE COMERCIAL:	Productos Alimenticios “LA VICTORIA”
DIRECCIÓN:	Carrera 21 No. 48-35 B. La Concordia
E-MAIL:	productoslavictoria@hotmail.com
NIT:	91245804-8
MATRICULA:	05049685-01 DE 1995/05/25
RÉGIMEN DE IMPUESTOS:	Común
SECTOR:	Alimentos

1.1. RESEÑA HISTORICA

¹ “La historia de esta empresa santandereana comenzó a escribirse en 1969. Ese año, Héctor Ruiz Díaz montó en el patio de su casa, en Bucaramanga, una rústica planta para freír papas, maní y habas que empacaba en bolsas plásticas para luego repartirlas por las tiendas del vecindario. El 'toque secreto' que les imprimió a sus productos hizo que tuvieran una buena aceptación en los paladares de sus coterráneos, lo que a su vez se reflejó en el incremento de los pedidos. El negocio, que fue creciendo con los años, le permitió a Ruiz Díaz alimentar a su familia y darles educación profesional a sus hijos. Y, precisamente, esta segunda generación asumió en 1986 el control de **Productos Alimenticios La Victoria**, la misma que acaba de ser escogida para producir la marca propia de snacks que Carrefour lanzará al mercado colombiano en los próximos días”.

¹ La Victoria Conquista Carrefour. En Dinero. Publicaciones Semana Edición 223 Santa fe de Bogota. (18, febrero,2005); p. 43

Transcurrido el año de 1967, el Señor RUIZ DÍAZ oriundo de Suaita (Santander) hombre de trabajo y formación humilde, laboraba en una Empresa de pasabocas artesanal llamada GOGO, en la cual se fabricaba papa, platanito, maní, los cuales eran producidos por él en la mañana y expendidos al público por él mismo en horas de la tarde. Pero don Héctor hombre suspicaz de iniciativa empresarial, tejía en su mente la posibilidad de ser Empresario y tener su propio negocio, así fue que finalizando los 60 convinieron con la propietaria ELSA MONTAÑEZ la venta de la fábrica, llegando a un acuerdo y comprando la misma, que por esa época estaba ubicada en inmediaciones de la Carrera 22 cerca de la rosita y que don Héctor junto con sus hijos y esposa transcurridos los años ubico finalmente en el barrio la Concordia donde actualmente funciona.

Así mismo se cambio el nombre y el logotipo de la Empresa por uno que es emblema de nuestra legión (CAMPESSINA SANTANDEREANA) denominado LA VICTORIA y fue así que se dedicaron a elaborar papas fritas que venían empacadas en bolsas transparentes las cuales se sellaban con vela y sólo llevaba su nombre sin logotipo. Con el tiempo se sugirieron cambios y se pasó de empaque de Polietileno por papel Celofán, adicionalmente adquirieron una nueva selladora y freidora, a los productos se le agregaron patacón, habas y maní.

Con el cabo del tiempo los hijos ya más grandes se encargaban de comprar la materia prima, la sofreían, empacaban y salían a venderlas a teatros, tiendas y otros lugares. Debido a las incomodidades presentadas por el reducido tamaño de la empresa, deciden ampliar la fábrica.

Y es uno de los hijos precisamente el encargado de asumir el liderazgo JULIO CESAR RUIZ CASTELLANOS actual Gerente, quien comienza a trabajar reestructurando los objetivos de la Empresa, conociendo mercados nacionales, implementando ideas, comprando maquinaria que permiten que la Empresa se

proyecte a un futuro, y logre en éstos momentos una posición en el mercado Regional, y un liderazgo en determinados productos.

Teniendo en cuenta lo difícil de las actuales circunstancias de la globalización del mercado y la refección económica del mismo y de las condiciones socio-económicas y de orden público, elementos que han propiciado que de las 120 Empresas de pasabocas existentes en las década del 80, éstas se hayan reducido sustancialmente a tal punto de que sólo queden en promedio 25, y que en nuestra región no sobrepasen el número más de 3, **Productos Alimenticios La Victoria** logra ubicarse entre una de las líderes del nor.-oriente colombiano, en la actualidad la empresa genera 115 empleos directos y 150 indirectos aproximadamente, jugando un papel valioso por el aporte social.

Productos Alimenticios La Victoria empresa con objetivos y metas serias ha proyectado su crecimiento acorde al mercado altamente competitivo y para lograr afianzar su liderazgo regional ha crecido en su infraestructura física y logística, logrando dar mayor cobertura geográfica y satisfacer mercados vecinos del nor.-oriente colombiano, como es el caso de Cucuta, Ocaña, Aguachina, Barrancabermeja, Tunja, Sogamoso, entre otros, localidades que han recibido con total receptividad un producto orgullosamente santandereano, **Productos Alimenticios La Victoria** cuenta con la membresía de la SNACK FOOD ASSOCIATION, entidad internacional de pasabocas que continuamente retroalimentan a la empresa sobre los últimos avances en ésta materia, y gracias a los planteamientos de Marketing, se ha logrado que los clientes identifiquen entre marcas reconocidas productos como MIXTO, TROCILLOS, CHICHARRÓN, ROSQUILLAS, marcas que por su calidad e inigualable sabor y presentación han logrado un espacio, en el exigente paladar de los consumidores santandereanos, lo anterior hace que nuestra Empresa se proyecte ambiciosa y seriamente al mercado exigente del SIGLO XXI.

En dos años la empresa quiere estar fortalecida internacionalmente, no solo porque el ALCA, sino porque desean seguir generando empleo y ampliar las perspectivas de crecimiento.

1.2. DIRECCIÓN Y PLANEACION ESTRATÉGICA:

Definen en que negocio se encuentra la empresa y hacia donde se quieren dirigir, así como los principios reguladores, los valores que rigen su comportamiento, las políticas que son las directrices que enmarcan las decisiones para que se cumplan los objetivos estratégicos y la estructura organizacional para alcanzarlos.

La Misión y la Visión establecen el marco de referencia para definir la política de calidad, la cual a su vez sirve para definir los objetivos de calidad y de ahí la identificación de los objetivos de los procesos y sus indicadores de gestión.

1.2.1 Misión

- Brindar a nuestros clientes una alta variedad de productos alimenticios de fritura y horneado, en diferentes presentaciones, en procesos que brindan calidad de fabricación, precios justos y un excelente servicio.

- Promover el mejoramiento continuo de nuestros procesos, con orientación de esfuerzos hacia el desarrollo de nuevos productos, asegurando el permanente progreso de la empresa y la retribución adecuada y justa para los miembros de la organización, sus familias, dueños y la sociedad en general.

1.2.2 Visión. Para el 2009, nos afianzaremos como una organización líder en el oriente colombiano y con presencia en las principales ciudades del país en el suministro de productos alimenticios de fritura, horneado y extrusión, con credibilidad e imagen corporativa sólida, con un sistema de gestión de la calidad

certificado y una capacidad competitiva que nos permita incrementar marcadamente nuestra participación en el mercado.

1.2.3 Principios Corporativos

- **PRODUCTIVIDAD:** Es el principio que permite que seamos cada vez mejor en el trabajo; a través de nuestra productividad mostramos indicadores de gestión y resultados positivos afianzándonos cada día mas en nuestro rol dentro de la empresa.
- **CUMPLIMIENTO:** De acuerdo con el cual, siempre deberá darse pronta respuesta a los requerimientos del cliente tanto interno como externo.
- **EFICACIA:** Todo producto ofrecido por nuestra organización tiene como finalidad la efectividad en la satisfacción del cliente y del consumidor final, por tanto cualquier obstáculo que se presente para lograr este cometido será resuelto oficiosamente.
- **LIDERAZGO:** Los líderes establecen la unidad de propósito y la orientación de la dirección de la organización. Ellos deberían crear y mantener un ambiente interno, en el cual el personal pueda llegar a involucrarse totalmente en el logro de los objetivos de la organización.
- **TRABAJO EN EQUIPO:** que nos permite conformar un grupo sólido, unidos por objetivos comunes encaminados siempre a la satisfacción total del cliente.
- **COMPROMISO:** Con nuestros clientes, con los consumidores y con la calidad en los productos que elaboramos diariamente.
- **RESPALDO:** Contamos con tecnología de punta, con personal profesional y experimentado, con proveedores involucrados en nuestra actividad lo cual nos ha

permitido permanecer en el mercado, nos dan reconocimiento en las regiones en donde hacemos presencia y ofrecer confianza a nuestros clientes y consumidores.

1.2.4 Valores Corporativos

ACTITUD: Es la forma de comprometerse con la compañía; cuando tenemos una actitud positiva hacia los demás podemos desempeñarnos mucho mejor y mostrar las fortalezas de la empresa en la cual laboramos.

COMPORTAMIENTO: Debe ser el mejor dentro de nuestras posibilidades acomodándonos al entorno y a las circunstancias, el buen comportamiento nos abre las puertas a donde quiera que vamos, es una carta de presentación para nuestra organización.

HONESTIDAD: Es un pilar muy importante en nuestra vida, nos fortalece como personas de bien con grandes cualidades y calidades humanas, generamos confianza y respeto en los demás, es uno de los valores mas preciados en las empresas.

LEALTAD: Se la debemos a aquellas personas para las cuales trabajamos, lealtad es sinónimo de compromiso y entrega a nuestro trabajo. Este valor nos permite cuidar el presente y futuro de nuestra compañía.

2. DIAGNOSTICO FINANCIERO Y ESTRATÉGICO

El propósito de la gerencia es crear riqueza, añadir valor a la firma para que todos los interesados en ella estén mejor: los accionistas, los trabajadores, los clientes, los proveedores, los acreedores, el estado, la sociedad en general; para el gerente de la compañía, nada debe quedar a la azar, pues quiere que todo este listo cuando llegue el momento de dejar el mando a la tercera generación, con estos objetivos, se desea aplicar ampliamente todo el concepto de valoración de empresa dentro de su compañía, para presentar una opción nueva de administrar y ver el negocio, una que le permita mantener un crecimiento y hacerlo sostenible en el corto y largo plazo.

El actual enfoque de las finanzas corporativas encierra inicialmente el análisis, la proyección y la planeación de los recursos económicos, lograr su dominio conlleva un riguroso estudio de tipo conceptual y analítico pues las finanzas conjugan principios económicos que se apoyan en la información contable de las empresas, el conocimiento de las herramientas necesarias para la toma de decisiones generadoras de valor y que coadyuvan con el objetivo básico financiero: maximizar la inversión.

En este orden de ideas, la información base para iniciar el proceso de análisis se encuentra registrada en los estados financieros de la empresa, quien en principio refleja el desempeño histórico que ha presentado la misma.

Un indicador financiero se define en forma sencilla como la relación entre dos mas cuentas de los estados financieros básicos, estos se puede clasificar en forma general en tres tipos que miden desde diferentes puntos de vista la evolución de la empresa: Resultados, Viabilidad y Desempeño.

En cuanto a los resultados de la empresa, se observa un crecimiento importante en las ventas concentrando principalmente en el año 2003, este crecimiento fue derivado de una importante inversión en activos fijos que permito aumentar no solo la producción y los canales de distribución que estaban direccionados principalmente a la región de la Costa Atlántica de Colombia.

Tabla 1. Indicadores Financieros de Resultados

INDICADORES FINANCIEROS	1999	2000	2001	2002	2003	2004
RESULTADOS(\$MILLONES)						
Ventas	487.05	840.50	940.94	1,026.99	2,432.29	2,850.60
Activos	301.98	411.21	460.01	460.99	1,287.43	2,095.91
Patrimonio	82.72	251.51	231.66	261.83	928.34	1,100.51
Utilidad Operacional	-18.10	114.67	76.36	114.63	99.78	141.29
Utilidad Neta	-34.01	93.93	62.57	89.37	62.97	84.48
Obligaciones Financieras	0.00	5.40	43.00	38.33	90.87	265.69

Cifra en millones de pesos colombianos

Fuente: Autora del proyecto.

Esta inversión, en forma directa aumento los gastos operativos llevando a la empresa a presentar variaciones importantes en los niveles de utilidad operativa, aunque solo se presenta negativa en el año 1999; si es negativa la variación entre un año y otro especialmente en el año 2003; esta situación se genera por el aumento en el rublo de depreciación que si bien en cierto no es una erogación de dinero si participa dentro de los gastos que se asignan para calcular la utilidad operacional.

Tabla 2. Variación Indicadores Financieros de Resultados

INDICADORES FINANCIEROS	2000	2001	2002	2003	2004
RESULTADOS(\$MILLONES)	Var%	Var%	Var%	Var%	Var%
Ventas	73%	12%	9%	137%	17%
Activos	36%	12%	0%	179%	63%
Patrimonio	204%	-8%	13%	255%	19%
Utilidad Operacional	-733%	-33%	50%	-13%	42%
Utilidad Neta	-376%	-33%	43%	-30%	34%
Obligaciones Financieras	0%	696%	-11%	137%	192%

Fuente: Autora del proyecto

En cuanto al nivel de endeudamiento este ha crecido en el mismo sentido a las ventas, ya que para realizar las inversiones la empresa realizo créditos con el sector financiero a largo plazo.

En conclusión, el crecimiento de la empresa en el año 2003 fue muy superior en relación a los años anteriores, este crecimiento es sostenible toda vez que no solo se ha generado en la ventas, sino que también se ve reflejando en los activos y finalmente en el crecimiento del patrimonio. Aunque el endeudamiento es alto, este no presenta un grado de concentración de las obligaciones financieras respecto a los activos. De igual forma el nivel de endeudamiento solo representa las tres cuartas partes del patrimonio del año 2004 (24.14%):

Tabla 3. Indicadores Financieros de Endeudamiento

INDICADORES FINANCIEROS	2000	2001	2002	2003	2004
Concentración (%)	1.31%	9.35%	8.32%	7.06%	12.68%
Apalancamiento Financiero Total (%)	2.15%	18.56%	14.64%	9.79%	24.14%

Fuente: Autora del proyecto

²Alcanzar la categoría que se requiere para dar este importante salto no fue nada fácil. Julio César Ruiz, el actual gerente, recuerda que cuando los hijos iniciaron esta nueva etapa la empresa tenía grandes limitaciones en tecnología, empaques y distribución, pese al buen sabor de los pasabocas. "Estábamos conscientes de que para crecer, teníamos que endeudarnos, pues estábamos produciendo apenas 50 kilos por hora. Así que hipotecamos lo que teníamos y nos financiamos con los bancos para adquirir maquinaria nueva y construir una planta que cumpliera todas las especificaciones de una procesadora de alimentos", dice Ruiz

² Ibíd., p. 44

Dentro de los indicadores financieros quizás los más diciente son los que se encuentra clasificado como de viabilidad, ya que reflejan el sostenimiento en largo plazo de la empresa.

Tabla 4. Indicadores Financieros de Viabilidad

INDICADORES FINANCIEROS	2000	2001	2002	2003	2004
VIABILIDAD					
Ebitdad (\$ millones)	261.22	102.06	147.84	406.59	416.72
Ebitdad/Ventas (%)	31.08%	10.85%	14.40%	16.72%	14.62%
Gastos Financieros/Ebitdad (%)	22.34%	6.99%	3.66%	22.41%	30.41%
Obligaciones Financieras/Ebitdad (veces)	0.02	0.42	0.26	0.22	0.64
Ventas/Activos (%)	204.40%	204.55%	222.78%	188.93%	136.01%
Utilidad / Patrimonio (%)	37.35%	27.01%	34.13%	6.78%	7.68%

Cifra en millones de pesos colombianos

Fuente: Autora del proyecto

En este sentido, los indicadores tradicionales han sido desplazados por conceptos enfocados a la medición del valor que han buscado mejorar la información que presentan los indicadores financieros que no narran toda la historia de la compañía y que pueden ser manipulados por la “contabilidad creativa”.

Para apoyar los requerimientos de las finanzas corporativas actuales se creo el termino EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes Depreciation and Amortization) que representa la utilidad operativa antes de “descontar” las depreciaciones, amortizaciones e impuestos. Según Oscar León García ³“El Margen EBITDA se interpreta como los centavos que por cada peso de ingresos se convierte en caja con el propósito de atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir el servicio a la deuda y repartir utilidades y como tal, debe entenderse como un indicador de eficiencia operacional.”

³ GARCÍA SERNA, Oscar León. Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA. Medellín, Colombia: Digital Express Ltda. , 2003. pg 182

Tabla 5. Variación Indicadores Financieros de Viabilidad

INDICADORES FINANCIEROS	2000	2001	2002	2003	2004
VIABILIDAD		%	%	%	%
Utilidad Operacional	114.67	76.36	114.63	99.78	141.29
Ebitdad (\$ millones)	261.22	102.06	147.84	406.59	416.72
Ebitdad (\$ millones)	n/a	-60.93%	44.85%	175.03%	2.49%
Ebitdad/Ventas (%)	n/a	34.90%	132.72%	116.13%	87.45%

Cifra en millones de pesos colombianos

Fuente: Autora del proyecto

Los resultados de la empresa en cuanto a la utilidad operativa relacionados con el EBITDAD reflejan que los cargos por depreciaciones, representan una alta proporción respecto a los de costos de la empresa, lo anterior derivado de la inversión en activos fijos en el año 2003 que generó un aumento considerable en las depreciaciones. No hay cargos por amortizaciones puesto que no existen activos diferidos.

La empresa muestra en sus indicadores una alta volatilidad generada por la política de expansión agresiva en la que estaba trabajando desde el año 2003; razón por la cual EBITDA logro un crecimiento del año 2002 a 2003 de 175.03 % y una disminución en el año 2003-2004 al 2.49%. Pero esta disminución no significa necesariamente que la empresa no mantenga su márgenes operativos puesto que si bien ha presentado una variación de el margen EBITDA hacia la baja, ha logrado conservar una variación muy por encima de el crecimiento de ventas para este ultimo periodo, indicador que significa que la inyección de capital para las nuevas unidades de negocio están generando valor sobre las ventas y exponerse operativamente viable.

En cuanto a la relación de obligaciones financieras estas representan para el año 2004 el 64% frente a el total del EBITDA, margen que confirmar el hecho que aunque la empresa tiene un nivel de endeudamiento que se puede considerar alto

este no presenta un riesgo considerable toda vez que sus niveles de activos, ingreso y utilidades le permiten mantener en estos niveles de apalancamiento.

Así mismo, si nos referimos a la relación deuda patrimonio y el apalancamiento financiero podemos determinar que la empresa no presenta un riesgo significativo desde el punto de vista del endeudamiento, toda vez que cuando el endeudamiento es alto la empresa asume una estructura financiera con condiciones de riesgo.

Otro margen interesante dentro de los indicadores de viabilidad de la empresa y quizás el mas relevante para los accionistas es el que tiene que ver con la rentabilidad del patrimonio que para el año 2004 estuvo en el 7.68%; mas adelante en la construcción del costo de capital de la empresa se profundizara sobre la eficiencia e incidencia de este valor.

La supervivencia es una de las razones más elocuentes que tienen las empresas para crecer, las empresas toman la decisión de crecer más por necesidad que por cualquier otra circunstancia, la competencia y por ende el mantenerse en el mercado es la razón mas poderosa para que la empresas decidan sacrificar temporalmente sus utilidades y arriesgarse a invertir no solo en planta de producción, sino en publicadas, equipos y redes de comercialización.

⁴Con los nuevos equipos, la empresa lanzó al mercado, con empaques apropiados, más productos como plátanos, rosquillas, tocinetas y el mixto, que reúne todos los anteriores en un paquete. El canal de distribución también se expandió, pues además de tiendas y colegios ingresaron a los supermercados que había en Bucaramanga en aquella época. Luego, la comercialización se extendió por todo el departamento, mientras que la nómina creció a 20 empleados. Poco a

⁴ La Victoria Conquista Carrefur. En Dinero. Publicaciones Semana Edición 223 Santa fe de Bogota. (18, febrero,2005); p. 43

poco, La Victoria fue ganando participación en el mercado del oriente colombiano, el Magdalena Medio y algunos municipios de la Costa. Pero la transformación se dio en 1999, cuando la empresa modernizó con equipos de última tecnología toda su línea de producción de papas fritas, lo que se tradujo en eficiencias en todos sus procesos y reducción de costos. De esta manera, se multiplicó su capacidad instalada (ahora procesan 400 kilos por hora), lanzaron unas 40 referencias nuevas y el número de empleados directos se disparó a 115, mientras que los indirectos, por cuenta de sus proveedores, llegaron a 200. Como parte de este proceso de modernización, el crecimiento promedio en los últimos cinco años ha sido del 25%, con lo cual han conservado el 30% del mercado de los snacks en el oriente del país, de acuerdo con la compañía, y pese a la dura competencia que representó la llegada de la multinacional FritoLay, hace seis años. "El conocimiento del mercado regional ha sido una de las grandes fortalezas de La Victoria para proteger su participación en esta parte del territorio nacional. Y como no tenemos el músculo financiero de empresas como FritoLay, que compró Crunch y Margarita, o de Yupi, que acaba de adquirir a Mecato, nos defendemos con precio", sostiene Ruiz. Por eso, los productos de esta compañía se consiguen en el mercado un 20% por debajo de los de las marcas líderes. "Esa es nuestra mejor publicidad".

Productos Alimenticios La Victoria ha realizado notables inversiones en los últimos dos años no solo en la compra de activos fijos para aumentar su producción sino en la implementación de procesos con calidad a través de la certificación ISO 9001 para hacerse más competitiva nacional e internacional.

Lo anterior generó un crecimiento en las ventas por encima de los niveles de crecimiento del PIB nacional, el crecimiento de la empresa en términos constantes o reales fue de:

Tabla 6. Crecimiento Real de las Ventas

	2000	2001	2002	2003	2004	2005PY
%Crecimiento en Ventas	10,95%	11,95%	9,14%	136,84%	17,20%	15,00%
IPC	8,75%	7,65%	6,99%	6,49%	5,50%	5,50%
PIB	2,92%	1,57%	1,60%	3,64%	3,79%	5,30%
%Crecimiento Real	2,02%	3,99%	2,01%	122,40%	11,09%	9,00%

Fuente: Autora del proyecto.

El crecimiento promedio de la empresa en los últimos 5 años es de 33.51% es importante tener en cuenta que el crecimiento de los dos últimos años se encuentra sesgado por la expansión de la empresa. El crecimiento promedio de las 5.000 principales empresas del país según estudio de la revista Dinero no supero el 3.5% en términos reales.

Este crecimiento continuo ha permitido que **Productos Alimenticios La Victoria**, para el 2005 quiera alcanzar ventas de 20 millones de unidades. La Meta es posible si se comparan las cantidades vendidas desde 2000 hasta 2003. En el año 2001, se vendieron alrededor de 11 millones de unidades; al año siguiente fueron casi 13 millones y medio; en 2003 se completaron 16 millones, lo que prueba que el volumen esta aumentado entre 20% y 22% anual, aseguran los propietarios de la empresa.

Una de las variables que se debe examinar cuando se planea el crecimiento de la empresa son las fuentes financieras de crecimiento que no se limitan a la inversión en activos fijos sino al aumento del capital de trabajo.

Se hace necesario entonces calcular las razones que permiten hacer un diagnostico financiero sobre la liquidez y la operación, estos son los indicadores de desempeño:

Tabla 7. Indicadores Financieros de Desempeño

INDICADORES FINANCIEROS	2000	2001	2002	2003	2004
DESEMPEÑO					
Margen Bruto (%)	20,58%	15,44%	18,17%	27,72%	32,52%
Margen Neto (%)	11,18%	6,65%	8,70%	2,59%	2,96%
Utilidad / Activos (%)	22,84%	13,60%	19,39%	4,89%	4,03%
Rotación de Cuentas por cobrar (días)	43	38	39	35	28
Rotación de Cuentas por pagar (días)	31	32	35	25	31
Rotación de Inventarios (días)	45	41	25	24	20

Fuente: Autora del proyecto

Es este sentido observamos que el margen neto presenta una disminución significativa para el año 2003 y 2004 derivado por el aumento de otros egresos principalmente los relacionados con el pago de intereses. Al realizar un análisis conjunto entre los márgenes de utilidad operacional y el bruto así como del crecimiento de la ventas; vemos como a pesar de obtener un incremento significativo en las ventas, y mantener niveles de utilidad bruta superiores, la utilidad operacional se ve seriamente afectada, lo anterior generado por el aumento de las depreciaciones por la adquisición de activos fijos. De igual forma al calcular el flujo de caja libre vemos como a pesar de no presentar altos niveles de utilidad operacional la empresa tiene un flujo de caja libre que le permite satisfacer los requerimientos de capital de trabajo y atender la deuda.

La primera medida de eficiencia del capital; es decir la que mide la utilidad que generan los activos invertidos en el negocio muestra una descuento abrumador comparado para los años 2001 y 2002 frente a 2003 y 2004 del 19.39%, la compañía paso al 4.03%, mas adelante con el calculo del costo de patrimonio profundizaremos sobre el tema. Con el objetivo de evaluar la liquidez y como se mueve el capital de trabajo en el negocio se calcularon las rotaciones de inventarios, clientes y proveedores que en promedio en días es de 31, 37 y 30 respectivamente.

Creer es una de las decisión mas difícil que deben tomar los empresarios, las inversiones se deben contemplar pero no solo las que tienen que ver con los activos fijos sino aquellas que le dan soporte a este crecimiento: la inversión en capital de trabajo ¿Como se puede medir si se puede crecer desde este punto de vista?

Para dar respuesta a esta pregunta nos remitimos a la concepto presentados por el Doctor Oscar León García en su libro Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA, donde demuestra como el capital de trabajo esta relacionado con el crecimiento de la empresa a través del concepto de palanca de crecimiento. La productividad del capital es un inductor de valor que determinar la manera como la gerencia de las compañías aprovechan los recursos de capital de trabajo para producir valor a los accionistas. Este se calcula como la relación entre las Ventas y el Capital de Trabajo Neto Operativo (Cliente + Inventarios – Proveedores) .

⁵“El indicador de productividad de Capital de Trabajo (PKT) sirve para determinar requerimiento de capital de trabajo, dado un determinado incremento en las ventas”.

A simple vista, se puede establecer que para la empresa en análisis, el requerimiento de capital de trabajo no es eficiente, toda vez que la eficiencia en la administración del capital de trabajo resulta de mantener la cifra lo mas pequeña posible, aunque no debemos dejar de lado la estrategia de crecimiento que esta enfrentado la empresa, en este sentido este indicador por si mismo no ilustra adecuadamente el comportamiento de la empresa.

Para establecer si fue atractivo para la empresa crecer, se requiere cotejar este inductor operativo con uno de viabilidad el margen EBITDA”, quien mide el

⁵ GARCÍA SERNA, Oscar León. Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA. Medellín, Colombia: Digital Express Ltda. , 2003. pg 189

porcentaje de las ventas que se traducen en utilidad líquida. Lo anterior se conoce como Palanca de Crecimiento:

Tabla 8. Inductores de Valor Operativos y Financieros

Inductores Operativos y Financieros

ANO	1999	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004
Ventas	487.053.066	840.500.158	940.940.720	1.026.986.690	2.432.286.090	2.850.604.861
Deudores	83.466.043	58.410.210	72.300.363	116.469.529	217.284.415	188.660.511
Inventarios	43.927.602	50.500.000	85.000.000	57.300.000	33.000.000	253.286.435
Proveedores	44.006.015	60.101.500	55.927.000	43.514.481	118.323.318	473.381.431
KTNO	83.387.630	48.808.710	101.373.363	130.255.048	131.961.097	-31.434.485
PTK	584,08%	1722,03%	928,19%	788,44%	1843,18%	-9068,40%
EBITDA	-17.260.098	261.218.226	102.060.735	147.836.483	406.592.360	416.724.294
Margen EBITDA	-3,54%	31,08%	10,85%	14,40%	16,72%	14,62%
PDC	-0,61%	1,80%	1,17%	1,83%	0,91%	-0,16%

Cifra en pesos Colombianos

Fuente: Autora del proyecto

Este indicador permite determinar que tan atractivo es para la empresa crecer desde el punto de vista del valor agregado, cuando este valor es mayor que 1 significa que es favorable para la empresa crecer.

Como podemos observar para la empresa **Productos Alimenticios La Victoria**, la palanca de crecimiento es superior a 1 en los años 2000, 2001 y 2002, este pudo haber sido uno de los motivos por los cuales la empresa tomó la decisión de crecer. Para el año 2003 y 2004 este valor es inferior a uno, lo que nos indica que el crecimiento para estos años no está generando valor agregado a la compañía, esto más que al crecimiento en las ventas al decremento del margen EBITDA que degenera en una menor productividad del capital de trabajo.

Con el objetivo establecer parámetros de proyección se ejecutó el anterior análisis financiero, una vez evaluados los principales indicadores financieros de la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** se propenderá en la construcción de flujo de caja libre adecuado para realizar una correcta valoración de la empresa

3. COSTO DE CAPITAL

Para determinar la tasa de descuento de la empresa es necesario conocer el costo de deuda, costo de patrimonio y la estructura financiera.

3.1 COSTO DE DEUDA

El costo de deuda se define como el promedio ponderado de las tasas de las obligaciones financieras a largo plazo descontado el beneficio fiscal. La composición del pasivo de la empresa con corte a 31 de Diciembre de 2005 es como sigue:

Tabla 9. Composición Pasivo de la empresa

PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA			
BALANCE GENERAL			
AÑO	2,004	%Ver	% Hor
PASIVOS			
PASIVO CORRIENTE			
Obligaciones Bancarias	265,691,773	12.68%	192.38%
Proveedores	473,381,431	22.59%	300.07%
Cuentas por pagar	134,500,503	6.42%	85.34%
Obligaciones laborales	93,035,147	4.44%	223.75%
Impuestos por Pagar	28,795,498	1.37%	-40.73%
TOTAL PASIVO	995,404,352	47.49%	177.20%

Fuente: Autora del proyecto.

Teniendo en cuenta el plazo de las obligaciones financieras superiores a un año determinamos el costo de deuda así:

Tabla 10. Calculo Costo de Deuda

Tasa de Impuesto		38.50%				
		Costo E.A.	Costo Despues de Impuesto	Peso Ponderado		
Entidad	Monto	K_d	$K_d (1-t)$	W_i	$K_d (1-t) * W_i$	
Banco Ganadero	40,000,000	17.31%	10.65%	15.06%	1.60%	
Bancolombia	39,999,999	15.99%	9.83%	15.06%	1.48%	
Banco Santander	84,861,111	15.90%	9.78%	31.94%	3.12%	
Banco Occidente	64,083,334	19.00%	11.69%	24.12%	2.82%	
Banistmo	36,747,328	20.94%	12.88%	13.83%	1.78%	
Total Obligaciones Financieras				265,691,772	K_d	10.81%

Fuente: Autora del proyecto

En primera instancia podemos apreciar que el costo de la deuda para el año 2004 10.81% E.A: es superior a la rentabilidad del patrimonio que obtuvieron los accionistas para el mismo año que estuvo en sobre el 4.03%, en buen medida se debe a el sacrificio que deben enfrentar los accionistas para crecer.

3.2 COSTO DE PATRIMONIO

Para el cálculo del costo de patrimonio el modelo de mayor aceptación dentro de las empresas ha sido el modelo CAPM que sugiere que la rentabilidad que un inversionista podría esperar si invirtiera en una acción en el mercado, esta se define como:

$${}^6K_e = R_f + (R_m - R_f) B$$

K_e = Costo de Capital – Rentabilidad Esperada por el Inversionista

R_f = Renta Fija

⁶ CRUZ, J. Sergio; VILLAREAL, Julio; y ROSILLO, Jorge. Finanzas Corporativas, Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo, Bogotá Colombia Thomson ; 2004 ; p. 334.

B = Medida de Riesgo
 R_m = Rentabilidad del Mercado

Este modelo es utilizado principalmente por la empresa que cotizan en bolsa y pueden calcular su Beta a través de la regresión lineal (método de mínimos cuadrados) entre las rentabilidades del mercado en que cotizan y la rentabilidad de la acción, sin embargo, este modelo no es limitado para este tipo de empresas, también puede ser utilizado ampliamente por compañías que se encuentra en países de economías emergentes y que no cuenta con un mercado bursátil desarrollado, existe el método de empresas proxy o similares que permite a una empresa que no cotiza en bolsa utilizar el beta de una empresa que correspondan a la misma actividad, que sea parecida en su estructura operativa y que coticé en el mercado local.

Teniendo en cuenta que para el cálculo del modelo CAPM es necesario determinar el Beta apalancado de la empresa entendiendo como Beta la medida de riesgo que asocia la volatilidad de la rentabilidad de las acciones de la empresa con la volatilidad del mercado.

De acuerdo con todo lo anterior, podemos determinar que la empresa de actividad similar a la de **Productos Alimenticios La Victoria** a nivel nacional es la Multinacional Frito Lay quien adquirió a Margarita hace dos años, aunque esta empresa no cotiza en la Bolsa Nacional de Valores de Colombia si lo hace en la Bolsa Valores de Nueva York y Budapest.

La situación de que coticé en un país extranjero tampoco es una limitante para el calculo de la beta para la empresa colombiana basta con incluir dentro de la formula del calculo del CAPM variables que permiten ubicar una tasa de equivalencia para la economía colombiana que corrigen la tasa como son el riesgo país; la prima por tamaño y la tasa de paridad.

Frito Lay genera 13 billones de dólares, lo que representa más de la mitad del total de beneficios de PepsiCo. Frito Lay no solo ha logrado dominar un mercado tan competitivo como el de los snack, sino que ha intentado siempre analizar exhaustivamente el mercado de consumo en cada uno de los nuevos territorios en los que se ha establecido, para adaptarse a las distintas culturas de los clientes. Por lo anterior se hace necesario conocer un poco mejor a Pepsi Co.

⁷“PepsiCo, Inc. (PEP) opera como empresa mundial de alimentación y bebidas. La actividad de elaboración de snacks de la empresa se divide en dos unidades:: Frito-Lay North America (FLNA) y Frito-Lay International (FLI). FLNA (con un 34,8% de las ventas netas totales en 2001)fabrica, comercializa, vende y distribuye una línea variada de snacks salados, dulces y elaborados con cereales, en Estados Unidos y Canadá, incluidas las patatas fritas Lay’s, las patatas con sabor a tortilla Doritos y Tostitos, los snacks Cheetos, patatas fritas Ruffles, Fritos, barras de avena Quaker Chewy, galletas saladas Rold Gold, snacks multicereales Sunchips, aros con sabor a cebolla Funyons, galletas Grandma's, barras Quaker Fruit y Oatmeal, galletas de arroz Cracker Jack y Quaker Quakes.

Las empresas propiedad de la compañía y las sociedades vinculadas venden los productos Frito-Lay Interernational (aproximadamente el 19,0%) están en casi 120 países, aparte de Estados Unidos y Canadá. FLI vende comidas ligeras dulces y saladas adaptadas a los gustos locales, incluidas las comidas ligeras Sabritas, los snacks dulces Alegro y Gamesa en México, las comidas ligeras Walkers en el Reino Unido y los aperitivos Smith’s en Australia. Muchas de las marcas estadounidenses se han introducido internacionalmente.

Los productos de FLI también incluyen la comida y los snacks Quaker. Entre los principales mercados internacionales se incluyen México, el Reino Unido, Brasil,

⁷ <http://ww2.deutsche-bank.es/is-asp/>; Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española, Barcelona España 2001-2005

España, los Países Bajos, Australia y Sudáfrica. PEP su actividad de elaboración de bebidas en tres unidades: Pepsi-Cola North America (PCNA), Gatorade/Tropicana North America y PepsiCo Beverages International. Pepsi-Cola North America (aproximadamente el 14,3%) fabrica concentrados para Pepsi, Wild Cherry Pepsi, Pepsi One, Mountain Dew, Mountain Dew Code Red, Mug, Sierra Mist, Slice, FruitWorks, entre otras. PCNA también fabrica y vende zumos y bebidas de zumos Dole, té y bebidas de zumos SoBe y bebidas energéticas AMP. Gatorade/Tropicana North America (aproximadamente el 14,9%) produce, comercializa y distribuye bebidas deportivas Gatorade, zumos y bebidas a base de zumos Dole, Tropicana Pure Premium, Tropicana Season's Best, Tropicana Pure Tropics, entre otros zumos y bebidas, y agua deportiva Propel.

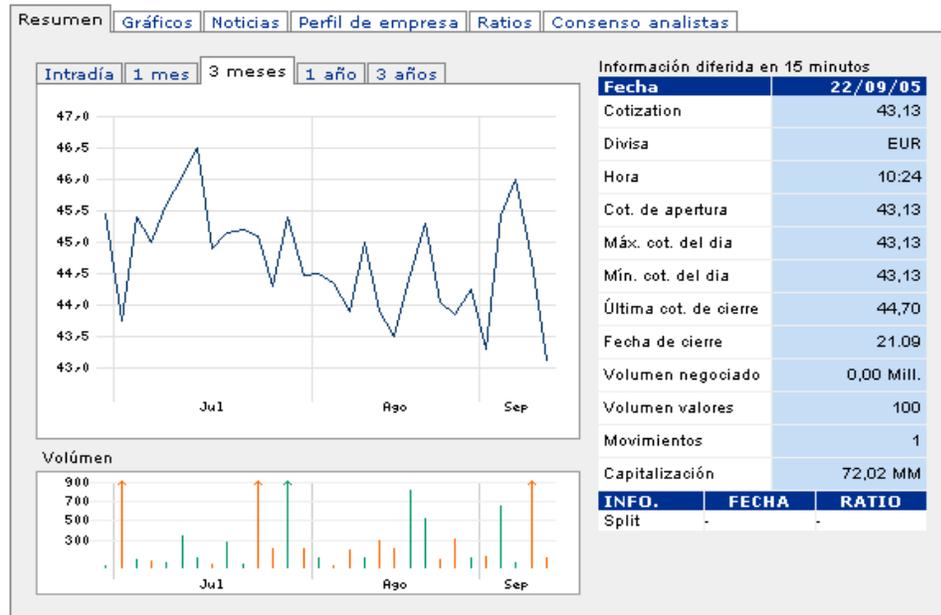
PepsiCo Beverages International (aproximadamente el 9,6%) fabrica concentrados para Pepsi, Wild Cherry Pepsi, 7UP, Diet 7UP, Mirinda, KAS, Mountain Dew y otras marcas para su venta a embotelladoras que están fuera de Estados Unidos y Canadá. Quaker Foods North America (aproximadamente el 7,4%) fabrica, comercializa y vende cereales calientes y listos para comer, pasta y arroz condimentados, mezclas y jarabes, sémola de maíz y harina de maíz, en Estados Unidos y Canadá.

Los productos incluyen harina de avena Quaker, Cap'n Crunch y cereales Life. El 19 de julio de 2002, PEP afirmó que iba a recatar hasta 5.000 millones de dólares en acciones ordinarias durante los próximos tres años.”

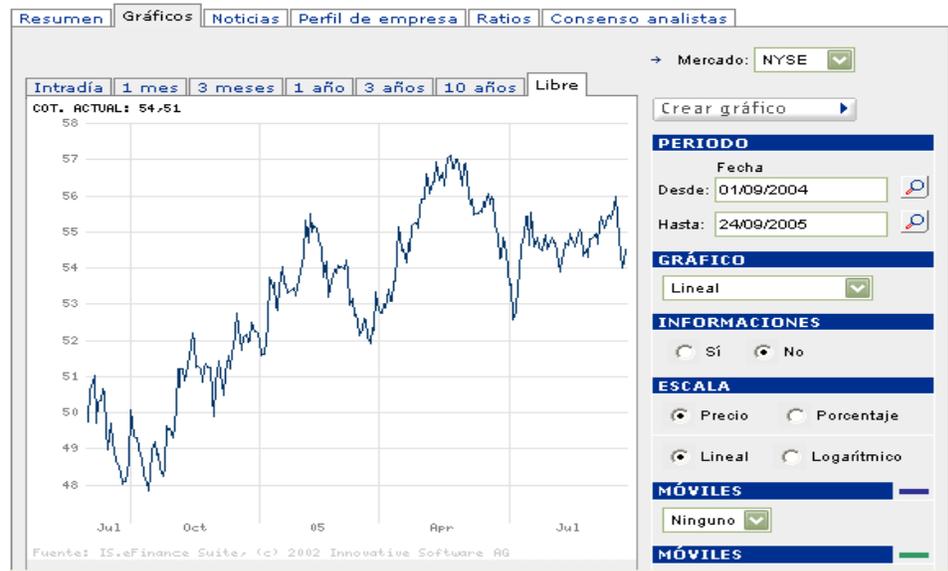
A continuación encontramos un cuadro con la información resumen de la acción de Pepsi que cotiza en la Bolsa de Nueva York, información obtenida en la página web www.deutsche-bank.com, así como la evolución de esta acción en los últimos meses:

Figura 1. Resumen Acción Pepsi.co

PEPSICO INC. REGISTERED SHARES DL -,0166



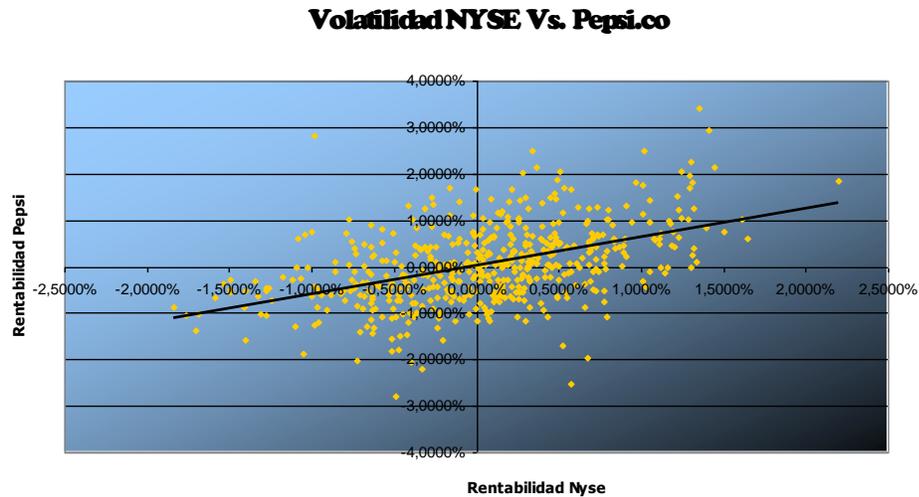
PEPSICO INC



Fuente: www.forecasts.org

En la siguiente grafica observamos la volatilidad de la rentabilidad de Pepsi.co frente a la del mercado en la cotiza, la bolsa de Nueva York donde se tomo una muestra de 525 datos equivalente a aproximadamente 3 años.

Figura 2. Volatilidad NYSE vs. Pepsi.co



Fuente: Autora del proyecto.

Teniendo en cuenta los anteriores datos se realizo la regresión lineal de la muestra obteniendo los siguientes resultados:

Figura 3. Resumen Estadística de Regresión NYSE Vs. Pepsi.co

Resumen							
<i>Estadísticas de la regresión</i>							
Coefficiente de correlación múltiple	0,474587288						
Coefficiente de determinación R ²	0,225233093						
R ² ajustado	0,223743157						
Error típico	0,007452881						
Observaciones	522						
ANÁLISIS DE VARIANZA							
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>		
Regresión	1	0,008396781	0,008396781	151,1696068	1,11963E-30		
Residuos	520	0,028883624	5,55454E-05				
Total	521	0,037280405					
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95%</i>
Intercepción	0,000160762	0,00032735	0,491101817	0,623561634	-0,000482329	0,000803854	-0,000482
Variable X 1	0,613217791	0,049874954	12,29510499	1,11963E-30	0,515236628	0,711198953	0,515236

Según lo anterior la pendiente de la recta o Beta Apalancada de la empresa Pepsi.co es de 0.6132.

Teniendo en cuenta la estructura financiera de la empresa Pepsi.co (Anexo 1) se procedió a desapalancar este Beta y a apalancarlo con la relación deuda patrimonio de Productos Alimenticios la Victoria:

Tabla 11. Calculo Betas Apalancadas

Información	PEPSI.CO	LA VICTORIA
Beta Apalancada	0,613217791	0,620100156
Beta Desapalancada	0,539932484	0,539932484
Deuda / Patrimonio	22,07%	24,14%

Fuente: Autora del proyecto

Adicionalmente para calcular el modelo de CAPM se tuvieron en cuenta las siguientes variables:

Renta Fija: Tasa **T-Bonds** plazo 30 años 4.54%

Figura 5. Tasa Fijas Vigente

Current Money Rates	
September 29, 2005 (Close of Day)	
Indicator	Value
Prime Rate	6.75
30 Year T-Bond	4.54
10 Year T-Note	4.29
91 Day T-Bill	3.46
Fed Funds	3.76
LIBOR 3 Month	4.05
Mortgage Rate 30 Year	5.91

Fuente: www.forecasts.org

Rentabilidad del Mercado:

Obtenido de la media aritmética del rendimiento de la muestra de NYSE en su equivalente Efectivo anual teniendo en cuenta 258 cotizaciones por año: 15.21%,
Inflación Foránea (USA): 3.59%.

Figura 6. Indicadores Económicos Vigentes en Estados Unidos

Current Economic Indicators	
September 29, 2005 (Close of Day)	
<u>Indicator</u>	<u>Value</u>
Inflation %	3.59
GDP Growth %	3.27
Unemployment %	4.90
Gold \$/oz	472.40
Oil \$/bbl	66.48
Prime %	6.75

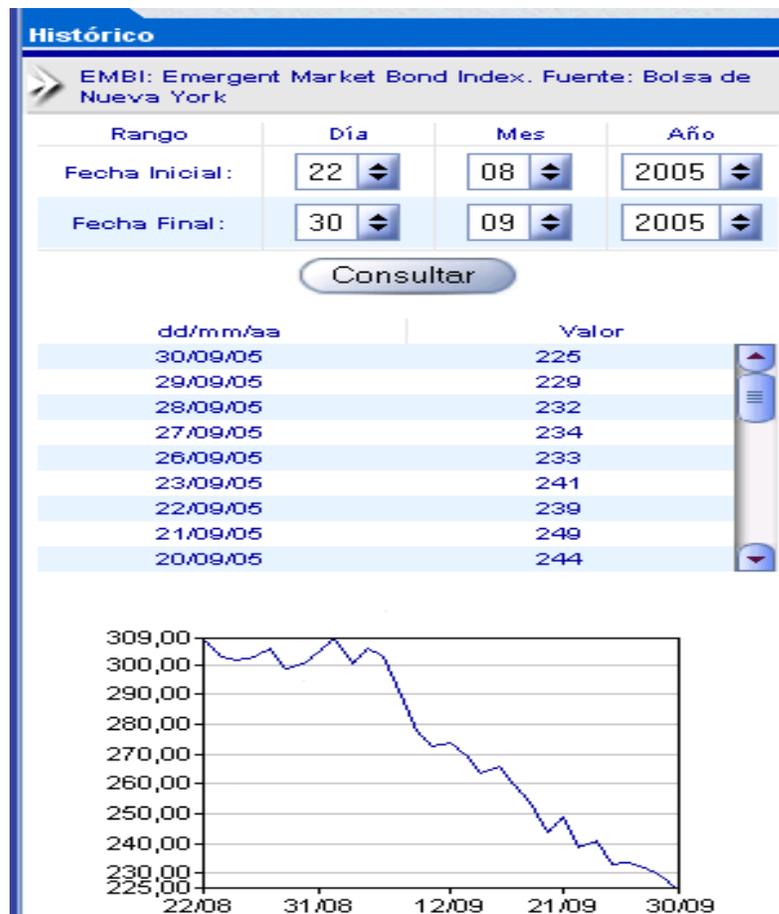
Fuente: www.forecasts.org

Riesgo País:

Teóricamente, el riesgo país se determina por los puntos de interés o spread que por encima de los Bonos del Tesoro de EEUU exigen los inversionistas en los mercados internacionales por negociar bonos de deuda soberana de cualquier otro país.

El riesgo país es una porcentaje, la información que utilizamos en el cálculo se encontró en la página www.infofinanciera.com.co.

Figura 7. EMBI Colombia



Fuente: www.infofinanciera.com.co

Prima por Tamaño: Hace referencia a la hipótesis donde las empresas pequeñas suelen ser mas riesgosas que la empresas grandes, ya que las primera son mas vulnerables a los cambios del entorno. La determinar la prima por tamaño de la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** nos hemos remetido a la información suministrada por la pagina de internet www.ibbotson.com donde se terminan que la prima por tamaño para la empresas micro es de 3.47%. Es importante tener en cuenta que para ubicar a la empresa en el nivel de micro se tuvo en cuenta el valor del patrimonio al año 2004.

Tasa de paridad: Para expresar el costo de capital en términos colombianos se utilizará la tasa de paridad calculada con la fórmula de devaluación la cual es equivalente a 1.84 % teniendo en cuenta una inflación nacional de 5.5%

Teniendo en cuenta la anterior información el cálculo del costo del patrimonio es como sigue:

Tabla 12. Calculo Costo de Patrimonio

Costo de Patrimonio			<i>Ke</i>	17,81%
Información		NYSE	PEPSI.CO	LA VICTORIA
Desviación Estándar		0,6547%	0,8459%	
Rentabilidad diaria		0,0549%	0,0497%	
Rentabilidad Anual E.A.		15,21%	13,69%	
Beta Apalancada			0,613217791	0,620100156
Beta Desapalancada			0,539932484	0,539932484
Deuda / Patrimonio			22,07%	24,14%
Tasa Libre de Riesgo USA	4,54%			
Inflacion Externa	3,59%			
Inflacion Nacional	5,50%			
Riesgo Pais EMBI	2,25%			
Riesgo Tamaño	2,27%			
Tasa de Paridad	1,84%			

Fuente: Autora del proyecto.

3.3 COSTO PONDERADO DE CAPITAL

Una vez calculado el costo de capital propio (K_e), el costo de la deuda y la estructura de capital puede obtenerse el WACC, ⁸En términos generales, el WACC es una función del costo de capital propio, el costo de la deuda y la estructura de capital de las empresas, donde el capital propio es calculado típicamente a partir del modelo CAPM:

⁸CRUZ, J. Sergio; VILLAREAL, Julio; y ROSILLO, Jorge. Finanzas Corporativas, Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo, Bogotá Colombia Thomson ; 2004 ; p. 353

Tabla 13. Calculo Costo Ponderado de Capital

WACC - Costo de Capital-	
Costo de Deuda	10,81%
Costo de Patrimonio	17,81%
% Deuda	20,73%
% Patrimonio	79,27%
	16,36%

Fuente: Autora del proyecto.

La tasa de retorno para la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** es de 16.36% en términos anuales.

4. FLUJO DE CAJA LIBRE

4.1 PARÁMETROS DE PROYECCIÓN

Teniendo en cuenta que uno de los objetivos del trabajo esta encaminado a proyectar los Flujo de Caja Libre de la empresa como negocio en marcha teniendo en cuenta las variables económicas y sectoriales más relevantes; en este orden de ideas y de acuerdo a información del mercado que según la Revista Dinero el crecimiento real proyectado para el año 2005 y 2006 es del 3.4 y 3.6 respectivamente, las consideraciones para realizar las proyecciones de la empresa son las siguientes:

1. Ventas: Teniendo en cuentas las ventas del año 2004 \$2.850 millones de pesos, este fue incrementado año a año, de acuerdo con un crecimiento real registrado en la hoja de parámetros. El crecimiento nominal se calcula tomando la inflación de cada año combinándola con el crecimiento real, este crecimiento oscila entre el 22% y el 27%, teniendo como base las expectativas de crecimiento de la empresa y el promedio de los últimos años. ⁹ "Para finales de marzo está previsto el lanzamiento de las marcas propias de pasabocas de Carrefour, inicialmente 14.000 unidades de papas con sabores a limón, pollo y natural, y picada mixta. Carrefour cree que al principio la rotación será lenta por tratarse de un mercado muy competido. "Tenemos un buen producto y un buen precio, lo que nos permitirá ir aumentando los volúmenes progresivamente", sostiene la cadena.

⁹ La Victoria Conquista Carrefour. En Dinero. Publicaciones Semana Edición 223 Santa fe de Bogota. (18, febrero,2005); p. 43

2. Utilidad Bruta: Para el calculo del la utilidad bruta lo que se hizo fue plantear un porcentaje que se calcula a las ventas de cada periodo. Este porcentaje esta dado por el desempeño histórico de la empresa 33%.

3. Gastos Operacionales. Se calcularon como la diferencia entre la utilidad bruta y el porcentaje planteado para la determinación de la utilidad operacional 5%. En este rublo se encuentran los gastos causado por concepto de depreciación.

4. Inversión en Activos: Teniendo en cuentas las altas inversiones en activos fijos realizados por la empresa en los dos años inmediatamente anteriores; se planteo no realizar más inversiones en activos fijos y revalorizar los ya existentes. Adicionalmente las depreciaciones se realizaron con base en lo anterior.¹⁰ Cuando empezó la expansión de las grandes superficies, los Ruiz entendieron que debían estar en ese canal por considerar que iba a revolucionar el mercado al por menor en Colombia. El primero que les abrió las puertas fue Almacenes Éxito, cadena a la que ingresaron con sus productos hace ya varios años luego de cumplir rigurosas exigencias. Al mismo tiempo, empezaron a buscar nuevas opciones para ampliar su portafolio, y en medio de esa búsqueda decidieron apostarle al maíz. Luego de analizar varias opciones, decidieron comprar en Estados Unidos una máquina nueva para producir pasabocas parecidos a los tradicionales chitos. En octubre del año pasado, lanzaron la marca Extrocitos, con la cual esperan conquistar en un año el 30% de esta categoría en el oriente del país. Según Ruiz, este lanzamiento les permitió crecer el año pasado por encima del promedio.

5. Utilidades del Ejercicio: Por políticas de la compañía las utilidades del ejercicio se reinvierte en la empresa.

¹⁰ *Ibíd.*, p. 44

6. Capital de Trabajo Neto Operativo: Para el cálculo del capital de trabajo se tuvieron en cuenta las respectivas rotaciones de los inventarios, cliente y proveedores. Es importante anotar que dentro del rublo de cuentas por pagar se incluye la compra de maquinaria a través de leasing, motivo por el cual no se tiene en cuenta para el cálculo de capital de trabajo.

4.2 CONCEPTO DE FLUJO DE CAJA LIBRE

¹¹“El denominado Capital Cash Flow tiene como propósito medir el flujo de caja disponible para hacer frente a la deudas contraídas con terceros y para los accionistas de la misma”.

En cuanto a la construcción del Flujo de Caja Libre tema bien importante dentro del este trabajo al igual que el factor de crecimiento esperado de este flujo determinante dentro del valor de la empresa, se deben abordar dos subtemas relevantes:

Reposición de Capital de Trabajo¹²: Corresponde a la apropiación del flujo de caja que debe realizarse para financiar las necesidades adicionales de recurso a medida que la empresa crece y poder así garantizar la continuidad de sus operaciones. Los requerimientos de capital de trabajo de una empresa esta directamente relacionados con sus características de operación, en especial con dos: El grado de rivalidad entre competidores y la gestión gerencial.

¹¹ CRUZ, J. Sergio; VILLAREAL, Julio; y ROSILLO, Jorge. Finanzas Corporativas, Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo, Bogotá Colombia Thomson ; 2004 ; p. 29

¹² GARCÍA SERNA, Oscar León. Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA. Medellín, Colombia: Digital Express Ltda. , 2003. pg 203

El calculo del Capital de trabajo Operativo para determinar el nivel de inversión es definitivo para realizar una correcta formulación del flujo de caja libre, este nivel de capital de trabajo es establecido básicamente por el movimiento que presenta las cuentas activos y pasivos corrientes involucrados directamente con la operación de la empresa, como son los inventarios, las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar, donde la rotación de cada uno de estos rublos nos determinara la necesidad de inversión para operar.

Tabla 14. Proyección Necesidad Capital de Trabajo

NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO	2005PY	2006PY	2007PY	2008PY	2009PY
Fuentes de Capital de Trabajo					
Proveedores	608.011.260	142.115.799	173.731.597	212.038.732	258.926.905
Total Fuentes de Capital de Trabajo	608.011.260	142.115.799	173.731.597	212.038.732	258.926.905
Usos de Capital de Trabajo					
Cuentas por Cobrar	144.907.238	211.998.130	259.302.014	316.587.015	386.527.419
Inventarios	267.160.763	323.626.164	394.552.074	482.589.860	589.203.612
Total Usos de Capital de Trabajo	412.068.001	535.624.294	653.854.089	799.176.875	975.731.030
Necesidades de Capital de Trabajo	-195.943.259	393.508.495	480.122.492	587.138.143	716.804.125
Incrementos en el Capital de Trabajo	589.451.754	86.613.997	107.015.651	129.665.982	158.356.367

Fuente: Autora del proyecto.

Para el primer año de proyección observamos una liberación de capital de trabajo derivada principalmente de la estrategia de la compañía al disminuir su rotación de cartera concentrada principalmente en las grandes superficies que generan el 65% de la facturación mensual; y que a partir de este año realizan los pagos a través de transferencia electrónica 20 días después de haber recibido la mercancía; situación que se debe reflejar en la disminución de la rotación de clientes. Además de la financiación que desean obtener a través de sus proveedores manteniendo una rotación regular de 35 días. Adicionalmente con el aumento de la producción; los canales de distribución; todo enmarcado dentro de las políticas de calidad ISO 9001 se debe lograr una rotación de inventario no superior a los 50 días.

Reposición de Activos Fijos: Corresponde a la proporción del flujo de caja que debe destinarse para garantizar la operación sostenida de la capacidad instalada, afirmación que sugiere la financiación de los activos fijos requeridos para reponer aquellos ya desgastados u obsoletos, debe ser garantizada por el propio flujo de caja de la empresa. Como se analizó anteriormente no van a calcularse reposición de activos por el alto nivel de inversiones realizadas hasta la fecha.

El horizonte de proyección para Productos Alimenticios La Victoria se ha definido en 6 años 5 de relevancia (2005-2009) y uno de perpetuidad (2010), lo anterior teniendo en cuenta el plan de desarrollo de la empresa donde las expectativas de crecimiento están determinadas para los próximos 5 años, dado los requerimientos del mercado y de la empresa enmarcados en la visión de la compañía. Ver Anexo 2.

5. VALOR DE LA EMPRESA

Partiendo del principio donde el verdadero atractivo de una empresa lo determina su capacidad de generar Flujo de Caja libre, la construcción acertada del flujo permite realizar un valoración ajustada a la realidad de la empresa y del sector, de ahí deriva la importancia de tener una adecuada documentación sobre el flujo de caja libre.

El periodo de relevancia (2005-2009) para Productos Alimenticios la Victoria, que representa los flujos descontados del año 2005 a 2009 con una tasa del 16.36% es equivalente a \$922.478.102.

El valor de continuidad depende directamente de la estrategia empresarial, por esto es determinante aplicar el enfoque adecuado con las políticas de la empresa para establecer un correcto valor de las operaciones.

Los enfoques moderado; convergente y con reinversión son los que permite determinar si la empresa está generando o destruyendo valor. El enfoque moderado asume que la empresa obtendría por siempre una rentabilidad de los activos igual a su costo de capital, el moderado convergente supone que la rentabilidad de los activos a perpetuidad es igual al costo de capital e igualmente se asume sin inversiones netas. En este enfoque el flujo de caja libre se hace igual a la utilidad operacional después de impuestos. Para el enfoque moderado con reinversión, se supone que los ingresos y egresos crecen al ritmo de la inflación de igual forma lo hará la Utilidad Operacional después de impuesto.

Con los enfoques se busca recrear diferentes escenario que pueden presentarse en la estimación de valor de la empresa, debemos tener en cuenta que a estos

valores se les debe adicionar el valor comercial de los activos y pasivos no operacionales, así como tener en cuenta el valor de las obligaciones financieras.

El promedio de los enfoques de la valoración del periodo de continuidad de la Empresa Productos Alimenticios La Victoria es de \$1.133 millones; es relevante tener en cuenta que para el calculo de los flujos de caja libre de la empresa no se realizaron el calculo de inversiones de activos fijos por encima de la inflación, toda vez que la empresa termino en el año 2005 de realizar significativas inversiones de activos para aumentar la capacidad instalada y atender oportunamente los requerimientos de los clientes.

El cálculo del valor de la empresa en cada uno de los enfoques es como sigue, teniendo como base el flujo de caja proyectado para el primer año de perpetuidad o continuidad, el costo de capital del 16.36% y un gradiente de crecimiento según cada enfoque, lo anterior descontado en cinco periodos para tener el valor presente de continuidad:

Tabla 15. Flujo de Caja Libre Periodo de Perpetuidad

 PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA FLUJO DE CAJA LIBRE CON PROPOSITOS DE VALORACION	
	2010PY
Ingresos	9.438.381.117
Costos de Ventas	6.323.715.348
Gastos de Administración	294.528.863
Gastos de Ventas	2.348.217.850
Utilidad Operacional	471.919.056
Impuestos	181.688.836
Utilidad Operacional Despues de Impuestos	290.230.219
Depreciación	429.576.074
Flujo de Caja Bruto	719.806.293
Inversion En Activos Fijos	-
Inversion en KTNO	193.340.455,87
Flujo de Caja Libre	526.465.837

Fuente: Autora del proyecto.

5.1 ENFOQUE OPTIMISTA

Como lo indica en nombre de este enfoque, las expectativas de esta estimación presumen que las rentabilidades a perpetuidad de la empresa estarán por encima del costo de capital que para efectos del ejercicio fue calculado en 16.36%. En este enfoque se presume que la empresa podría estar generando una ROA superior al 17% que según los estadísticas y proyecciones de la empresa si bien es cierto se esperan un aumento en las rentabilidades difícilmente superarían este valor, por tanto se concluye que este valor puede considerarse sobrevalorado. El anterior calculo se realizo teniendo un supuesto de inflación de 4.8% y PIB 5.21%

Tabla 16. Valor de la Empresa Enfoque Optimista

Enfoque Optimista	
(+) Valor Presente de los FCL del Periodo Relevante	\$ 922.478.102,94
(+) Valor Presente del Valor de Continuidad	\$ 1.581.618.147,81
(+) Valor de las Operaciones	\$ 2.504.096.250,75
(+) Inversiones Permanentes	\$ 10.916.243,00
(-) Pasivo Financiero	\$ 265.691.772,67
Valor de la Empresa	\$ 2.249.320.721,09
* $g = \text{Inflación} * \text{PIB año } 10$	10,01%

Fuente: Autora del proyecto.

5.2 ENFOQUE MODERADO

En este enfoque se presume que si bien es cierto la empresa puede lograr rentabilidades por encima de su costo de capital también estas rentabilidades pueden ubicarse por debajo. En este sentido, el costo de capital es un promedio igual al costo del capital del 16.36%, esta perspectiva propone la anterior posición, situación que exige a la empresa mantener teóricamente y siempre una misma ROA, condiciones que para los países emergentes como el nuestro donde las políticas económicas y sociales son tan inestables al igual que el éxito de todos los negocios, con lo anterior es comprometedor establecer crecimiento iguales a perpetuidad.

Tabla 17. Valor de la Empresa Enfoque Moderado

Enfoque Moderado	
(+) Valor Presente de los FCL del Periodo Relevante	\$ 922.478.102,94
(+) Valor Presente del Valor de Continuidad	\$ 1.509.177.621,49
(+) Valor de las Operaciones	\$ 2.431.655.724,43
(+) Inversiones Permanentes	\$ 10.916.243,00
(-) Pasivo Financiero	\$ 265.691.772,67
Valor de la Empresa	\$ 2.176.880.194,76
* $g=0$	

Fuente: Autora del proyecto.

5.3 ENFOQUE MODERADO CONVERGENTE

Este enfoque reemplaza el flujo de caja por la utilidad operacional antes de impuestos para el calculo de el periodo de relevancia, donde se aproximan la rentabilidad del activo al costo de capital, lo anterior partiendo del supuesto que la inversión neta a perpetuidad es igual a cero; situación que permite suponer el flujo de Caja Libre y la Utilidad Operacional son iguales.

Tabla 18. Valor de la Empresa Enfoque Moderado Convergente

Enfoque Moderado Convergente	
(+) Valor Presente de los FCL del Periodo Relevante	\$ 922.478.102,94
(+) Valor Presente del Valor de Continuidad	\$ 831.979.819,34
(+) Valor de las Operaciones	\$ 1.754.457.922,28
(+) Inversiones Permanentes	\$ 10.916.243,00
(-) Pasivo Financiero	\$ 265.691.772,67
Valor de la Empresa	\$ 1.499.682.392,61
* $g=0$	

Fuente: Autora del proyecto.

5.4 ENFOQUE MODERADO CONVERGENTE AGRESIVO

Para el calculo de este enfoque se toman los parámetros del modelo anterior, lo única diferencia es que se presume que los ingresos y egresos tiene una crecimiento igual a la inflación.

Tabla 19. Valor de la Empresa Enfoque Moderado Agresivo

Enfoque Moderado Agresivo	
(+) Valor Presente de los FCL del Periodo Relevante	\$ 922.478.102,94
(+) Valor Presente del Valor de Continuidad	\$ 620.201.579,52
(+) Valor de las Operaciones	\$ 1.542.679.682,47
(+) Inversiones Permanentes	\$ 10.916.243,00
(-) Pasivo Financiero	\$ 265.691.772,67
Valor de la Empresa	\$ 1.287.904.152,80
* <i>g= inflación</i>	4,80%

Fuente: Autora del proyecto.

5.5 ENFOQUE MODERADO CON REINVERSION

Este enfoque presume que al igual que los ingresos y egresos aumenta de acuerdo a la inflación, el capital de trabajo y la inflación también lo hace por tan motivo su calculo se basa en el valor del Flujo de Caja Libre. Este enfoque es el que parece ser más apropiado para las expectativas de la empresa a perpetuidad, ya que incluye un crecimiento moderado de acuerdo a la inflación a el igual que una inversión neta como mínimo incrementada en la inflación.

Tabla 20. Valor de la Empresa Enfoque Moderado con Reinversión

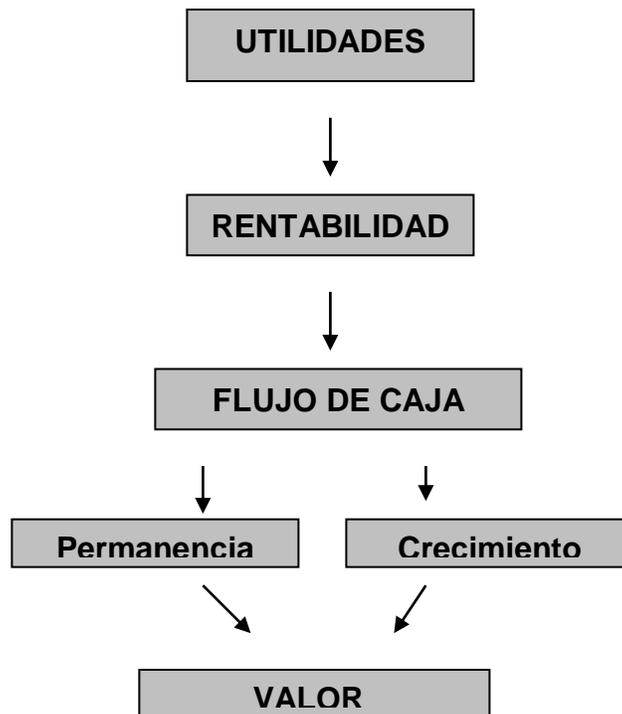
Enfoque Moderado Con Reinversión	
(+) Valor Presente de los FCL del Periodo Relevante	\$ 922.478.102,94
(+) Valor Presente del Valor de Continuidad	\$ 1.125.020.490,73
(+) Valor de las Operaciones	\$ 2.047.498.593,67
(+) Inversiones Permanentes	\$ 10.916.243,00
(-) Pasivo Financiero	\$ 265.691.772,67
Valor de la Empresa	\$ 1.792.723.064,01
* <i>g= inflación</i>	4,80%

Fuente: Autora del proyecto.

5.6 REVISION OBJETIVO BASICO FINANCIERO PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA

“Maximizar el valor de la empresa” es la primera definición y quizás la más acertada para detallar el “Objetivo Básico Financiero”, el valor de la empresa es un concepto muy complejo que básicamente esta en la observación y el análisis de dos aspectos críticos: La Rentabilidad del Activo y el Flujo de Caja:

Figura 7¹³. Secuencia de eventos que conducen a la generación de valor



Fuente: Autora del proyecto.

¹³ GARCÍA SERNA, Oscar León. Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y EVA. Medellín, Colombia: Digital Express Ltda. , 2003. pg 71

Partiendo del concepto de Rentabilidad del Activo definida como la prima que reciben quienes financian los activos requeridos para producirla, el cálculo de la misma se obtiene como el margen entre la Utilidad Operacional Antes de Impuestos sobre los Activos Netos Operacionales, este se puede definir mas claramente como el rendimiento de la inversión operativa.

De otro lado, el calculo del costo de capital, que para el caso de la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** en base a la estructura financiera del año 2004 fue de 16.36%, puede determinarse teóricamente como la rentabilidad mínima que deben producir los activos.

Se establece, entonces un primer parámetro de comparación entre el costo de capital y el rendimiento de la inversión operativa para determinar si la empresa esta generando o destruyendo valor. La rentabilidad de los activos para la Empresa Productos Alimenticios La Victoria es como sigue:

	2.004	2005PY	2006PY	2007PY	2008PY	2009PY	2010PY
RAN	11,33%	5,03%	5,89%	6,87%	7,95%	9,11%	10,36%

Como podemos observar, para el año 2004 la RAN fue de 11.33% inferior a el Costo de Capital de 16.36%; para el año 2005 la RAN presenta una disminución del 55.60 % ubicándose en el 5.03%, este decrecimiento generado principalmente por el aumento de las depreciaciones.

Dado lo anterior, a simple vista podemos observar que para los años de proyección la rentabilidad operativa no supera el costo de capital 16.36%, lo que implica que no se esta agregando valor a la empresa.

Teniendo en cuenta los conceptos presentados por Doctor Oscar León García en su libro de Valoración de Empresas, la anterior condición no es suficiente ni

definitiva para establecer si la empresa esta generando o destruyendo valor, para entrar a determinar de forma concluyente si la empresa esta destruyendo valor, existe la metodología de Valor de la Empresa a través de EVA, esta valoración no hace parte de los objetivos de la investigación. Sin embargo, se deja planteada la posibilidad de realizar mas adelante la valoración por el método de EVA, teniendo en cuenta que este trabajo de investigación será el fundamento para la toma de decisiones y seguimiento con el objetivo de crear una cultura financiera dentro de la empresa.

CONCLUSIONES

Al realizar el diagnóstico Financiero de la empresa **Productos Alimenticios La Victoria** se puede determinar que esta presenta unos resultados en promedio superiores a los de la economía nacional, lo anterior derivado de proyectos de ampliación e inversiones en capital de trabajo y maquinaria en los cuales ha trabajado la empresa desde hace aproximadamente 3 años; proyectos como el de la expansión en las grandes superficies, los Ruiz entendieron que debían estar en ese canal por considerar que iba a revolucionar el mercado al por menor en Colombia. Primero con Almacenes Éxito, y al mismo tiempo, empezaron a buscar nuevas opciones para ampliar su portafolio, y en medio de esa búsqueda decidieron apostarle al maíz. Luego de analizar varias opciones, decidieron comprar en Estados Unidos una máquina nueva para producir pasabocas parecidos a los tradicionales chitos para lanzar la marca Extrocitos,. Pero el proyecto y logro más importante vino a finales del 2004 cuando se hicieron proveedores de la marca propia de snacks para Carrefour. Los indicadores financieros de viabilidad nos demuestran la sostenibilidad de la empresa en el largo plazo y la solidez de la misma al presentar un crecimiento en el ROE cercano al 13% y un nivel de endeudamiento inferior al 25%.

El cálculo del costo de capital a través del modelo CAPM permite determinar un costo de patrimonio superior al 17% donde el costo promedio ponderado de capital es inferior a esta cifra y se ubica en un 16.36% esto debido al control financiero que se ejerce sobre las tasas, plazos y montos de las obligaciones, que promueve un costo de deuda bastante inferior, donde se cumple la teoría que el accionista debe requerir un rendimiento superior al ofrecido a los bancos. En estos momentos la empresa no está satisfaciendo las expectativas de retorno de capital a los inversionistas pues la rentabilidad de los activos se encuentra muy por

debajo de este valor toda vez que la empresa se encuentra en una etapa de crecimiento y es necesario sacrificar rentabilidad.

Para determinar los parámetros de proyección se trato de obtener la mayor información y de igual forma ser lo mas objetivo posible de acuerdo a la información de la empresa y el sector, en este sentido se logro el objetivo gracias al amplio conocimiento de la empresa y del sector por los casi 20 años de experiencia compartida en la administración del negocio.

No existe un único valor de empresa, este se genera de acuerdo a la estrategia empresarial, de acuerdo a las decisiones que toma la gerencia, el valor de empresa en este caso particular sirve para ubicar al empresario en los diferentes escenarios (optimista, moderado, convergente, etc...), con lo anterior se da la posibilidad de acceder a una gerencia proactiva, advertir si la empresa genera o destruye valor de acuerdo a la estrategia que se asuma desde hoy.

BIBLIOGRAFIA

CARRILLO DE ROJAS. Gladis. Análisis y Administración Financiera Textos y Casos, Bogota, Corcas Editores, Sexta Edición, 2002.

CRUZ, Sergio. VILLAREAL. Julio. ROSILLO, Jorge. Finanzas Corporativas, Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo. 1ª ed. Thomson Editores, S.A.2003

GARCÍA SERNA, Oscar León, Administración Financiera Fundamentos y aplicaciones. 3ª Ed. Medellín Prensa moderna impresores S.A.1999.

GARCÍA SERNA, Oscar León, Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. 1 ed. Cali Digitales Express Ltda. 2003

GUTIERREZ MARULANDA, Luís Fernando, Finanzas Practicas para Países en Desarrollo, Bogota, Norma, 1992.

HERNANDEZ SAMPIERI, Roberto Carlos, FERNÁNDEZ Callardo, PILAR BAPTISTA Lucio, Metodología de la Investigación, Madrid, Segunda Edición Mc Graw-Hill 1998

INSTITUTO COLOMBIANO DE NORMAS TECNICAS, Compendio Tesis y Otros Trabajos de Grado, Bogota, ICONTEC, 2002

MARTIN MARIN, José Luís. TRUJILLO PONCE, Antonio. Manual de valoración de empresas. España: Ariel

ORTIZ ANAYA. Héctor. Flujo de caja y proyecciones financieras. 1ª ed. Bogotá Universidad Externado de Colombia. 1997

PEREZ IÑIGO, Juan Mascareñas. Fusiones y adquisiciones de empresas. 3ª ed. Mc Graw Hill.

REVISTA DINERO Publicaciones Semana Ediciones 2005.

Anexo A. Estados Financieros

PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA

BALANCE GENERAL

AÑO	1999	%Ver	2.000	%Ver	% Hor	2.001	%Ver	% Hor	2.002	%Ver	% Hor	2.003	%Ver	% Hor	2.004	%Ver	% Hor
ACTIVOS																	
ACTIVOS CORRIENTES																	
Disponible	48.601.200	16,09%	9.500.200	2,31%	-80,45%	15.350.200	3,34%	61,58%	18.424.971	4,00%	20,03%	41.702.158	3,24%	126,34%	73.891.156	3,53%	77,19%
Inversiones	0		0			0			0			10.280.073			10.916.243	0,52%	6,19%
Deudores	83.466.043	20,30%	58.410.210	14,20%	-30,02%	72.300.363	15,72%	23,78%	116.469.529	25,27%	61,09%	217.284.415	16,88%	86,56%	188.660.511	9,00%	-13,17%
Anticipos y Avances	0		0			0			0			0			0	0,00%	
Inventarios	43.927.602	10,68%	50.500.000	12,28%	14,96%	85.000.000	18,48%	68,32%	57.300.000	12,43%	-32,59%	33.000.000	2,56%	-42,41%	253.286.435	12,08%	667,53%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	175.994.845	42,80%	118.410.410	28,80%	-32,72%	172.650.563	37,53%	45,81%	192.194.500	41,69%	11,32%	302.266.646	23,48%	57,27%	526.754.345	25,13%	74,27%
ACTIVOS FIJOS																	
Propiedad Planta y Equipo	137.366.027	33,41%	450.181.329	109,48%	227,72%	463.310.413	100,72%	2,92%	472.541.021	102,51%	1,99%	1.404.610.133	109,10%	197,25%	2.137.290.932	101,97%	52,16%
Depreciación Acumulada	-11.380.759	-2,77%	-157.385.254	-38,27%	1282,91%	-175.949.018	-38,25%	11,80%	-203.746.986	-44,20%	15,80%	-419.444.211	-32,58%	105,87%	-568.132.398	-27,11%	35,45%
TOTAL ACTIVO FIJO	125.985.268	30,64%	292.796.075	71,20%	132,41%	287.361.395	62,47%	-1,86%	268.794.035	58,31%	-6,46%	985.165.922	76,52%	266,51%	1.569.158.534	74,87%	59,28%
TOTAL ACTIVOS	301.980.113	73,44%	411.206.485	100,00%	36,17%	460.011.958	100,00%	11,87%	460.988.535	100,00%	0,21%	1.287.432.568	100,00%	179,28%	2.095.912.879	100,00%	62,80%
PASIVOS																	
PASIVO CORRIENTE																	
Obligaciones Bancarias	0	0,00%	5.400.000	1,31%	0,00%	43.000.000	9,35%	696,30%	38.333.332	8,32%	-10,85%	90.873.600	7,06%	137,06%	265.691.773	12,68%	192,38%
Proveedores	44.006.015	14,57%	60.101.500	14,62%	36,58%	55.927.000	12,16%	-6,95%	43.514.481	9,44%	-22,19%	118.323.318	9,19%	171,92%	473.381.431	22,59%	300,07%
Cuentas por pagar	137.136.491	45,41%	65.841.251	16,01%	-51,99%	101.415.343	22,05%	54,03%	74.033.404	16,06%	-27,00%	72.568.261	5,64%	-1,98%	134.500.503	6,42%	85,34%
Obligaciones laborales	12.204.171	4,04%	2.510.210	0,61%	-79,43%	4.976.999	1,08%	98,27%	9.300.124	2,02%	86,86%	28.736.961	2,23%	209,00%	93.035.147	4,44%	223,75%
Impuestos por Pagar	25.911.734	8,58%	25.840.121	5,91%	-0,28%	23.030.099	4,95%	-10,87%	33.979.484	7,28%	47,54%	48.587.180	1,72%	-82,34%	28.795.498	1,37%	-40,73%
TOTAL PASIVO	219.258.411	72,61%	159.693.082	38,84%	-27,17%	228.349.441	49,64%	42,99%	199.160.825	43,20%	-12,78%	359.089.320	27,89%	80,30%	995.404.352	47,49%	177,20%
PATRIMONIO																	
Capital	100.000.000	33,11%	100.000.000	24,32%	0,00%	100.000.000	21,74%	0,00%	100.000.000	21,69%	0,00%	684.532.199	53,17%	584,53%	780.839.528	37,26%	14,07%
Revalorización del patrimonio	16.727.807	5,54%	57.584.121	14,00%	244,24%	69.097.221	15,02%	19,99%	72.458.100	15,72%	4,86%	180.840.766	14,05%	149,58%	235.185.382	11,22%	30,05%
Resultados del ejercicio	-34.006.105	-11,26%	93.929.282	22,84%	-376,21%	62.565.296	13,60%	-33,39%	89.369.610	19,39%	42,84%	62.970.283	4,89%	-29,54%	84.483.617	4,03%	34,16%
TOTAL PATRIMONIO	82.721.702	27,39%	251.513.403	61,16%	204,05%	231.662.517	50,36%	-7,89%	261.827.710	56,80%	13,02%	928.343.248	72,11%	254,56%	1.100.508.527	52,51%	18,55%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	301.980.113	100,00%	411.206.485	100,00%	36,17%	460.011.958	100,00%	11,87%	460.988.535	100,00%	0,21%	1.287.432.568	100,00%	179,28%	2.095.912.879	100,00%	62,80%

ESTADO DE RESULTADOS

AÑO	1999	%Ver	2.000	%Ver	% Hor	2.001	%Ver	% Hor	2.002	%Ver	% Hor	2.003	%Ver	% Hor	2.004	%Ver	% Hor
INGRESOS																	
Industria Manufacturera	487.053.066	100,00%	840.500.158	100,00%	72,57%	940.940.720	100,00%	11,95%	1.026.986.690	100,00%	9,14%	2.432.286.090	100,00%	136,84%	2.850.604.861	100,00%	17,20%
MENOS COSTO DE VENTAS																	
Inventario Inicial	43.968.000	9,03%	43.927.602	5,23%	-0,09%	85.490.000	9,09%	94,62%	57.300.000	5,58%	-32,97%	85.000.000	3,49%	48,34%	28.000.000	0,98%	-67,06%
Compras	262.309.582	53,86%	524.825.452	62,44%	100,08%	637.210.698	67,72%	21,41%	691.373.607	67,32%	8,50%	1.184.798.003	48,71%	71,37%	1.573.104.866	55,18%	32,77%
Mano de obra y Cif	95.633.441	19,64%	184.220.498	21,92%	92,63%	130.229.094	13,84%	-29,31%	176.716.619	17,21%	35,70%	521.300.915	21,43%	194,99%	575.738.376	20,20%	10,44%
Inventario final	-43.927.602	-9,02%	-85.490.000	-10,17%	94,62%	-57.300.000	-6,09%	-32,97%	-85.000.000	-8,28%	48,34%	-33.000.000	-1,36%	-61,18%	-253.285.750	-8,89%	667,53%
TOTAL COSTO DE VENTAS	357.983.421	73,50%	667.483.552	79,42%	86,46%	795.629.792	84,56%	19,20%	840.390.227	81,83%	5,63%	1.758.098.918	72,28%	109,20%	1.923.557.492	67,48%	9,41%
UTILIDAD BRUTA OPERACIONAL	129.069.645	26,50%	173.016.606	20,58%	34,05%	145.310.928	15,44%	-16,01%	186.596.463	18,17%	28,41%	674.187.172	27,72%	261,31%	927.047.369	32,52%	37,51%
GASTOS DE ADMINISTRACION																	
GASTOS DE VENTAS	140.881.735	28,93%	2.293.164	0,27%	-98,37%	28.609.480	3,04%	1147,60%	30.770.926	3,00%	7,56%	70.608.177	2,90%	129,46%	73.445.494	2,58%	4,02%
GASTOS FINANCIEROS	5.448.008	1,12%	55.509.711	6,60%	918,90%	33.204.477	3,53%	-40,18%	35.787.022	3,48%	7,78%	412.683.860	16,97%	1053,17%	585.565.768	20,54%	41,89%
TOTAL GASTOS	147.173.434	30,22%	58.343.675	6,94%	-60,36%	68.953.033	7,33%	18,18%	71.962.948	7,01%	4,37%	574.410.001	23,62%	698,20%	785.752.528	27,56%	36,79%
UTILIDAD OPERACIONAL	-18.103.789	-3,72%	114.672.931	13,64%	-733,42%	76.357.895	8,12%	-33,41%	114.633.515	11,16%	50,13%	99.777.171	4,10%	-12,96%	141.294.841	4,96%	41,61%
CORRECCION MONETARIA																	
PROVISION IMPTO RENTA	-353.684	-0,07%	-3.512.351	-0,42%	893,08%	-4.237.500	-0,45%	20,65%	-2.715.579	-0,26%	-35,92%	-8.659.207	-0,36%	218,87%	14.491.224	0,51%	-267,35%
UTILIDAD NETA	-34.006.105	-6,98%	93.929.282	11,18%	-376,21%	62.565.296	6,65%	-33,39%	89.369.610	8,70%	42,84%	62.970.283	2,59%	-29,54%	84.483.617	2,96%	34,16%

Anexo B. Flujo de caja libre con propósitos de valoración



PRODUCTOS ALIMENTICIOS LA VICTORIA FLUJO DE CAJA LIBRE CON PROPOSITOS DE VALORACION

	2.004	2005PY	2006PY	2007PY	2008PY	2009PY	2010PY
Ingresos	2.850.604.861	3.477.773.706	4.239.962.591	5.186.040.284	6.331.740.303	7.730.548.371	9.438.381.117
Costos de Ventas	1.923.557.492	2.330.108.383	2.840.774.936	3.474.646.990	4.242.266.003	5.179.467.408	6.323.715.348
Gastos de Administración	73.445.494	108.525.469	132.309.911	161.832.684	197.584.761	241.235.186	294.528.863
Gastos de Ventas	585.565.768	865.251.169	1.054.879.615	1.290.258.595	1.575.302.524	1.923.318.358	2.348.217.850
Utilidad Operacional	268.036.107	173.888.685	211.998.130	259.302.014	316.587.015	386.527.419	471.919.056
Impuestos	93.812.637	66.947.144	81.619.280	99.831.275	121.886.001	148.813.056	181.688.836
Utilidad Operacional Despues de Impuestos	174.223.470	106.941.541	130.378.850	159.470.739	194.701.014	237.714.362	290.230.219
Depreciación	148.688.187	340.484.042	356.491.955	373.889.173	391.126.750	409.900.834	429.576.074
Flujo de Caja Bruto	322.911.657	447.425.583	486.870.805	533.359.912	585.827.764	647.615.196	719.806.293
Inversion En Activos Fijos	732.680.799,00	-	-	-	-	-	-
Inversion en KTNO	-164.508.774,10	589.451.753,75	86.613.997,16	107.015.651,11	129.665.981,75	158.356.367,22	193.340.455,87
Flujo de Caja Libre	-245.260.368	-142.026.171	400.256.808	426.344.261	456.161.782	489.258.829	526.465.837
	Historico	Relevancia					Perpetuidad
EBITDA	416.724.294	514.372.727	568.490.085	633.191.187	707.713.765	796.428.252	901.495.130
MARGEN EBITDA	14,62%	14,79%	13,41%	12,21%	11,18%	10,30%	9,55%

Anexo C. Estados Financieros de PEPSI.CO

	2003/04	2002/03	2001/02	2000/01	1999/00
Activos Fijos - Tangibles	6,00 MM	6,21 MM	7,04 MM	7,72 MM	5,79 MM
Intangibles	4,00 MM	4,27 MM	4,97 MM	5,44 MM	4,78 MM
Fondo de Comercio	2,88 MM	3,01 MM	3,46 MM	3,79 MM	3,81 MM
Inversiones	2,42 MM	2,32 MM	2,49 MM	3,22 MM	3,17 MM
Otras inversiones a largo plaz..	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos a largo plazo	1,82 MM	1,80 MM	1,75 MM	1,41 MM	888,32 Mill.
Tesorería y Caja	2,54 MM	1,59 MM	1,76 MM	1,85 MM	1,42 MM
Deudores	2,21 MM	2,24 MM	2,41 MM	2,41 MM	1,92 MM
Inventarios - Total	1,13 MM	1,12 MM	1,28 MM	1,47 MM	963,95 Mill.
Otros activos	481,33 Mill.	544,80 Mill.	662,15 Mill.	844,59 Mill.	607,13 Mill.
Activo total corriente	6,36 MM	5,50 MM	6,11 MM	6,57 MM	4,90 MM
Deuda a corto plazo	775,72 Mill.	468,67 Mill.	535,44 Mill.	397,59 Mill.	76,69 Mill.
Acreedores	1,27 MM	1,30 MM	1,47 MM	1,39 MM	1,07 MM
Otras deudas	2,92 MM	3,32 MM	3,76 MM	3,83 MM	3,05 MM
Pasivo total corriente	4,97 MM	5,09 MM	5,77 MM	5,61 MM	4,19 MM
Impuestos diferidos	894,95 Mill.	999,98 Mill.	1,64 MM	1,68 MM	1,45 MM
Deuda a largo plazo	1,76 MM	1,35 MM	2,08 MM	2,98 MM	2,50 MM
Interés mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otras deudas a largo plazo	3,02 MM	3,23 MM	4,03 MM	4,35 MM	3,67 MM
Capital preferente	-36,06 Mill.	-17,45 Mill.	-6,67 Mill.	29,20 Mill.	0,00
Capital ordinario	22,08 Mill.	23,79 Mill.	28,58 Mill.	33,69 Mill.	30,89 Mill.
Otros capitales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas	9,97 MM	9,41 MM	8,83 MM	9,68 MM	7,69 MM
Acciones en manos de los accio..	9,95 MM	9,42 MM	8,85 MM	9,74 MM	7,72 MM
Flujo de caja neto operativo	3,72 MM	3,43 MM	4,41 MM	4,72 MM	4,17 MM
Ratios					
	2003/04	2002/03	2001/02	2000/01	1999/00
Margen neto operativo	18,48	18,49	19,73	16,36	15,78
Margen de Beneficio antes de i..	18,95	18,51	19,39	14,96	15,71
ROA (%)	14,90	14,08	14,10	12,25	11,90
RDE (%)	30,73	29,97	35,59	30,72	30,11
ROI (%)	24,34	24,03	25,08	20,72	19,93
Cobertura de intereses antes d..	34,21	31,63	28,35	19,40	15,53
Ratio corriente	1,28	1,08	1,06	1,17	1,17
Ratio de liquidez inmediata	0,95	0,75	0,72	0,76	0,80
Deuda/Acciones en manos de acco..	25,52	19,31	29,59	34,64	33,36
Deuda/Capital Social (%)	20,14	15,46	20,83	23,44	22,07
Deuda/Activo (%)	12,33	9,05	11,71	13,85	13,19
Ratio financiero de largo plaz..	55,24	51,25	50,55	52,26	53,77
Ratio de capitalización (%)	47,60	43,23	39,78	39,76	39,37
Deuda a largo plazo/Deuda tota..	16,57	12,65	15,42	20,36	21,15