

CASOS

Industria alimenticia

Elementos conceptuales involucrados

- Presupuestación completa de las actividades de una organización
- Cálculo del valor por método de Flujos de Fondos Descontados
- Identificación de los tipos de sinergia y medición de los resultados de su aplicación
- Incidencia del valor residual
- Referencia: Capítulos 2, 3, 4 y 10

Planteo

El objetivo de la empresa que Usted asesora (Grupo COMPRADOR) es realizar una oferta por la empresa VENDEDOR, cuyos accionistas estarían dispuestos a venderla ante una oferta razonable.

El Directorio del Grupo COMPRADOR le ha solicitado lo siguiente:

1. Confeccionar el Cuadro Económico proyectado, el Cash-Flow proyectado, el Balance Proyectado y el Cash-Flow Libre de VENDEDOR de los próximos cinco años en función de los datos suministrados por VENDEDOR.
2. Determinar el Valor de la empresa VENDEDOR mediante el método de Flujo de Fondos Descontados, justificando la tasa utilizada.
3. Determinar el Incremento de Valor de la empresa VENDEDOR si se concretara el plan de la actual Gerencia de lanzar una nueva línea del Producto A para el año 19x1 que permitiría aprovechar parte de la capacidad ociosa de la planta. Los números preliminares de esta nueva línea son los siguientes:
 - Unidades presupuestadas para el año 19X1: 3.000
 - Precio de venta unitario: \$ 0,75
 - Costo de Materia Prima unitario: \$ 0,40
 - El crecimiento esperado para los próximos años es similar al del actual Producto A
 - Los porcentajes de costos directos sobre esta línea son los mismos que los aplicados a la línea actual y no producirían incrementos en los gastos de estructura de la empresa.
 - La inversión en marketing estimada asciende a \$ 1.000 y se estima que únicamente será necesario realizar este desembolso adicional en el primer año.

4. Determinar el Incremento de Valor de la empresa que generaría la sinergia con el Grupo COMPRADOR, teniendo en cuenta las siguientes estimaciones:
 - Un 3% adicional de incremento de ventas por el aprovechamiento de los canales de distribución del Grupo COMPRADOR.
 - Un ahorro del 10% en los Gastos de comercialización (fijos y variables).
 - Reducción en los costos del personal fijo y variable del orden del 15%, con un costo de \$ 1.500 en concepto de indemnizaciones, pagaderos en dos años, 50% en cada año.
5. Determinar el Incremento de Valor de la empresa generado por la posibilidad del Grupo COMPRADOR de mejorar la financiación de los Pasivos. Estimaciones preliminares demuestran que tanto la Deuda a Largo Plazo como los Commercial Papers podrían financiarse al 10% anual, manteniendo los vencimientos de capital actuales.
6. Determinar, según su criterio, el Precio que debería ofrecer COMPRADOR, justificando la decisión.
7. Determinar la Tasa Interna de Retorno de la operación, asumiendo que el precio sugerido por Ud. se paga al contado y que se verifican las mejoras y sinergias descriptas en los puntos 3 a 5.

Nota: Para determinar el valor de las sinergias se asume el lanzamiento con éxito de la nueva línea del Producto A.

BALANCE INICIAL

- Disponibilidades	34
- Créditos por ventas (a)	5.912
- Otros Créditos (b)	1.079
- <u>Bienes de Cambio (c)</u>	<u>5.053</u>
- Activo Corriente	12.078
- Créditos por ventas (d)	1.671
- Otros Créditos (e)	1.986
- Bs. Intangibles (f)	4.233
- <u>Bienes de Uso (g)</u>	<u>48.891</u>
- <u>Activo no Corriente</u>	<u>56.781</u>
- Total Activo	68.859

- Proveedores comerciales (h)	3.853
- Prestamos Corto Plazo (i)	2.199
- Deudas fiscales (j)	5.121
- Previsiones (k)	3.904
- Prestamos Largo Plazo (l)	9.856
- Commercial Papers (m)	6.238
- <u>Deudas sociales (n)</u>	<u>4.320</u>
- Total Pasivo	35.491
- <u>Total Patrimonio Neto</u>	<u>33.368</u>
- Total Pasivo + Patrimonio Neto	68.859

COMENTARIOS AL BALANCE

- a) Créditos realizables durante 19X1.
- b) Reintegros impositivos por \$ 576, a cobrarse en 19X1; y Cuenta Directores \$ 503.
- c) Materia Prima, Bienes en proceso de elaboración y Bienes Terminados valuados a costo de reposición. No hay bienes en mal estado o en desuso
- d) Créditos con problemas, se estima su recupero (sin intereses): 40% en 19X1, 30% en 19X2 y el saldo en 19X3.
- e) Crédito por Quebranto Impositivo anterior al 19x1. La DGI aun no ha confirmado la verificación del crédito.
- f) Valuación de las marcas
- g) Valor de los Bienes de Uso neto de amortizaciones
- h) Proveedores cuyo vencimiento opera en 19X1
- i) Líneas de financiamiento a corto plazo, sin vencimiento determinado. Las líneas actuales disponibles para la empresa totalizan \$ 25.000 con un costo aproximado del 24% anual.
- j) Deudas en litigio. No se prevé su cancelación
- k) Previsiones por indemnizaciones, incobrabilidad y contingentes
- l) Préstamo refinanciado al 18% anual sobre saldos con los siguientes vencimientos de capital:
 - 19X1: 10%

- 19X2: 15%
- 19X3: 15%
- 19X4: 25%
- 19X5: 35%

Los intereses se abonan por año vencido, a fin de cada período.

- m) Commercial Papers emitidos al 12% anual sobre saldos con vencimiento 50% en 19X4 y 50% en 19X5. Los intereses se pagan anualmente a fin de año.
- n) Moratoria previsional, comprende 36 cuotas iguales, mensuales, sin intereses, cada una de ellas de \$ 120.

ESTADO DE RESULTADOS (1/1/19X0 - 31/12/19X0)

- Ventas	39.130
- Costo de Ventas	-20.210
- <u>Otros Costos Directos</u>	<u>-5.283</u>
- Contribución Marginal neta	13.637
- Gastos de Estructura	-4.490
- <u>Amortizaciones</u>	<u>-978</u>
- Resultado a/intereses	8.169
- <u>Cargos financieros</u>	<u>-3.050</u>
- Resultado antes de impuestos	5.119
- <u>Impuesto a las ganancias</u>	<u>0</u>
- Resultado Neto	5.119

Aclaraciones

1. Detalle de Ventas y costo materiales

	Unidades	Precio	Total
- Ventas A	43.000	0,91	39.130
- Costo MP	43.000	0,47	20.210

2. Detalle de Otros Costos Directos

	Ventas	% s/ventas	Total
- Mano de Obra Directa	39.130	6%	2.152

- Gastos de comercialización	39.130	6%	2.348
- Otros insumos	39.130	2%	783

3. Amortización = 2% sobre saldo de Bienes de Uso

4. Detalle de Gastos de Estructura

- Dotación	2.520
- Fijos de Producción	780
- Fijos de Comercialización	440
- Fijos de Administración	420
- Impuestos varios	180
- Otros Gastos fijos	150

5. Detalle de Cargos Financieros

	Capital	Tasa	Interés
Deuda Corto Plazo	2.199	24%	-528
Deuda Largo Plazo	9.856	18%	-1.774
Commercial Papers	6.238	12%	-749

6. Otros datos económicos

- Capacidad máxima de producción con la actual estructura: 70.000 Ton anuales
- El plan de inversiones para el año 19X1 asciende a \$ 1.000 para todo el año.
- Se prevé un crecimiento anual de las inversiones similar al de las ventas.
- Estas inversiones no incrementan la actual capacidad. Sólo a partir del sexto año puede afirmarse que dicha inversión incrementará la capacidad productiva en hasta un 5% anual por cada línea de productos.
- Se estima en 90 días la rotación de los bienes de cambio
- IVA: 21%
- Impuesto a las ganancias: 35%

- Quebranto impositivo acumulado: \$ 13.225, vence en su totalidad en 19x4
- Efectos de la inflación: neutros
- Crecimiento del PBI esperado para los próximos años:
 - 19X1: 4%
 - 19X2: 4%
 - 19X3: 5%
 - 19X4: 5%
 - 19X5: 5%
- Se estima que la industria alimenticia crecerá al mismo ritmo que el PBI
- En los últimos tres años el incremento de las ventas de la empresa VENDEDOR ha sido, en promedio, del 6% anual.

7. Otros datos financieros

- Cobranza Ventas 60 días
- Pago Materias Primas 45 días
- Pago Otros costos directos: contado
- Pago Gastos de estructura: contado

Solución propuesta

En los archivos de Excel que acompañan este planteo, se han resuelto secuencialmente los puntos solicitados, según el siguiente esquema:

- En el Archivo denominado “Caso Sinergias. Puntos 1 y 2”:
 - Se parte de una hoja con los datos del enunciado
 - A continuación se establecen los resultados proyectados
 - La evolución de las cuentas patrimoniales se calcula en la hoja Anexa al balance
 - Una hoja aparte corresponde a la evolución del IVA devengado y pagado
 - La marcha de la deuda financiera se observa en la siguiente hoja
 - Con los datos anteriores se procede al armado del Cash Flow
 - Finalmente se completan los balances proyectados en base a toda la información obtenida en los puntos anteriores
 - El cash flow libre se establece a posteriori del balance

- En la última hoja se calcula el valor de Venta de la empresa para el VENDEDOR
- En el Archivo denominado “Caso Sinergias. Punto 3”:
 - Cada hoja del archivo anterior ha sido modificada para reflejar el lanzamiento de la línea nueva y su incidencia en el valor de Venta de la empresa para el VENDEDOR
 - Se agrega una hoja al final del archivo para reflejar la sinergia producida por la incorporación de la nueva línea
- En el Archivo denominado “Caso Sinergias. Punto 4”:
 - Manteniendo los cambios del punto 3, cada hoja ha sido modificada para reflejar el incremento de ventas y reducciones de costos y estructura y su incidencia en el valor de Venta de la empresa para el VENDEDOR
 - La hoja al final del archivo refleja la sinergia producida por los beneficios comerciales y de costos introducidos
- En el Archivo denominado “Caso Sinergias. Punto 5”:
 - Manteniendo los cambios del punto 4, cada hoja ha sido modificada para reflejar la reducción de costos financieros y su incidencia en el valor de Venta de la empresa para el VENDEDOR
 - La hoja al final del archivo refleja la sinergia producida por los beneficios comerciales y financieros introducidos

Conclusiones

En el Archivo denominado “Caso Sinergias. Puntos 6 y 7, se esboza un resumen de todas las alternativas planteadas, calculando la TIR según el precio ofrecido y aperturando el cálculo de la tasa de descuento.

Parece razonable pensar que el comprador tendrá un piso de \$ 4.509 y aspirará a participar de una porción de las sinergias comerciales.

Puede observarse el peso que dentro de los valores determinados tiene el componente de perpetuidad. Si bien la perpetuidad es un elemento que aumenta el riesgo en la valuación, un análisis específico de sus componentes indica que la porción importante no corresponde a una evolución creciente de los resultados, producidos por expansión del negocio, sino que a partir del sexto año la extinción de deuda financiera y la no inversión en activos fijos son los factores que incrementan notablemente el flujo libre.

Tales causales se puede decir que tienen menor incidencia en el riesgo que la variabilidad que podrían tener los resultados operativos del negocio.

Asimismo, no se ha considerado tasa de crecimiento en las ganancias del negocio, sea por efecto de incremento de ventas, o descenso de costos (por economía de escala). Esto determina un valor de perpetuidad menor en todos los casos presentados, ya que la tasa de descuento utilizada no está afectada por la tasa de crecimiento (g). Respalda el comentario precedente, la existencia de capacidad ociosa al año quinto (horizonte del Proyecto).

Un precio de 12.500 \$ sería una cifra atractiva para el vendedor y razonable para el comprador.