

VALUACIÓN DE EMPRESAS

Un Caso aplicado a un Supermercados

Autor: Pablo Lledó



INDICE

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | INTRODUCCIÓN | 3 |
| 2 | DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA | 4 |
| 2.1 | RESEÑA HISTÓRICA | 4 |
| 2.2 | DIRECTORES Y ACCIONISTAS ACTUALES | 5 |
| 2.3 | ESTRATEGIA COMERCIAL DE LA EMPRESA | 7 |
| 2.4 | SUCURSALES..... | 8 |
| 3 | DIAGNÓSTICO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA | 9 |
| 3.1 | ENDEUDAMIENTO | 9 |
| 3.2 | SOLVENCIA | 10 |
| 3.3 | AUTONOMÍA | 11 |
| 3.4 | DEPENDENCIA..... | 12 |
| 3.5 | INMOVILIZACIÓN..... | 13 |
| 3.6 | FINANCIACIÓN INMOVILIZACIÓN..... | 14 |
| 3.7 | EVOLUCIÓN BIENES DE USO | 14 |
| 3.8 | EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO..... | 15 |
| 3.9 | VALOR LIBRO DE LA EMPRESA..... | 16 |
| 4 | DIAGNÓSTICO ECONÓMICO DE LA EMPRESA | 18 |
| 4.1 | ANÁLISIS DE VENTAS..... | 18 |
| 4.2 | COSTO DE VENTAS..... | 19 |
| 4.3 | COSTOS OPERATIVOS | 20 |
| 4.4 | RESULTADO OPERATIVA..... | 20 |
| 4.5 | MARGEN SOBRE VENTAS | 21 |
| 4.6 | RENTABILIDAD PARA EL ACCIONISTA (ROE) | 21 |
| 4.7 | RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA) | 22 |
| 5 | DIAGNÓSTICO FINANCIERO DE LA EMPRESA | 24 |
| 5.1 | LIQUIDEZ DE CIRCULANTE | 24 |
| 5.2 | LIQUIDEZ SECA..... | 25 |
| 5.3 | CAPITAL DE TRABAJO..... | 26 |
| 5.4 | CAPITAL DE TRABAJO AL ACTIVO..... | 27 |
| 5.5 | PLAZOS DE CANCELACIÓN DEL PASIVO CORRIENTE | 28 |
| 5.6 | ROTACIÓN DE INVENTARIOS | 28 |
| 5.7 | EVOLUCIÓN DEL EBITDA | 29 |
| 5.8 | EVOLUCIÓN DE CAJA Y BANCOS E INVERSIONES CORRIENTES | 30 |
| 6 | VALUACIÓN DE LA EMPRESA | 32 |
| 6.1 | SUPUESTOS..... | 32 |
| 6.2 | FLUJO DE FONDOS..... | 35 |
| 6.3 | CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA..... | 38 |
| 6.4 | BENCHMARKING | 38 |
| 6.5 | ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD..... | 40 |
| 7 | CONCLUSIONES..... | 44 |
| 8 | ANEXOS..... | 47 |
| 8.1 | ANEXO - ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL | 47 |
| 8.2 | ANEXO - ESTADO DE RESULTADOS..... | 48 |
| 8.3 | ANEXO - GASTOS..... | 49 |
| 8.4 | ANEXO - RATIOS..... | 50 |
| 8.5 | ANEXO – SIMULACIÓN DE MONTE CARLO | 51 |
| 9 | BIBLIOGRAFÍA | 52 |



1 INTRODUCCIÓN

En función de los datos que surgen de los estados contables de Supermercados Rico SA, correspondientes a sus últimos 5 ejercicios económicos y otra información suministrada por los accionistas, se valorará la Empresa bajo criterios técnicos y objetivos, a los fines de determinar el precio justo del paquete accionario de la Compañía.

En el próximo capítulo se presenta una breve **descripción** de la Empresa.

En el capítulo III se analiza la **evolución patrimonial** de la Empresa de los últimos 5 ejercicios a los fines de hacer un diagnóstico de su situación patrimonial. Luego, en el capítulo IV, se realiza un **diagnóstico económico** de la empresa y en el capítulo V un **diagnóstico financiero** de la misma.

Una vez realizado el diagnóstico pasado y presente de la firma, en el capítulo VI, se proyecta el **flujo de fondos** para los próximos 10 años y, mediante el descuento del flujo futuro de fondos, se estima el **valor** de la Empresa. Además, se realiza un **benchmarking** comparativo entre el valor obtenido y los precios de transacciones de empresas similares, como así también un análisis de **sensibilidad** mediante la simulación de Monte Carlo.

Por último, en el capítulo VII se presentan las principales **conclusiones** de este trabajo de investigación aplicado a una Empresa en marcha.

2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

2.1 RESEÑA HISTÓRICA

La Empresa comienza a operar como sociedad de hecho en el año 1949 especializándose en la faena de animales bajo el formato de empresa familiar. Los emprendedores y accionistas (en partes iguales) de esta sociedad eran:

- Rubén Peuchene (Padre), alias el "Ancho"
- Rubén Peuchene (Hijo)
- Rojelio Peuchene
- Martín Caradajian Peuchene
- José Caradajian Peuchene
- Luis Caradajian Peuchene
- Roberto Gomez Bolaños

Hacia el año 1957, este grupo de emprendedores crea la firma "Frigorífico Rico SA" con el objeto de aprovechar las sinergias del negocio frigorífico unido a la faena de animales. Cuando se crea esta sociedad, el "Ancho" Rubén Peuchene pasa a tener la mayor participación accionaria en la empresa.

En el año 1960 la empresa familiar comienza a operar en el rubro del supermercadismo con la apertura de los "Supermercados Ricura". Una década más tarde, en 1970, la empresa modifica sus estatutos y cambia la denominación de la empresa por "**Supermercados Rico SA**".

Al día de la fecha, la actividad principal de la empresa es su cadena de **50 supermercados Rico con ventas que se aproximan a los \$140 millones anuales**. No obstante, también sigue operando el negocio de frigorífico y recientemente a adquirido una Fábrica para la elaboración de tortas.

Por más de cuatro décadas sus directivos y accionistas han sabido operar y crecer con este tipo de organización. Más aun en estos últimos años, donde crecieron a tasas muy elevadas en medio de un mercado globalizado y con la fuerte competencia de cadenas multinacionales.

2.2 DIRECTORES Y ACCIONISTAS ACTUALES

Los miembros actuales del **Directorio** de la Empresa son:

- Presidente: Rubén Peuchene (Hijo)
- Vicepresidente: Margarita Rosaura de Peuchene
- Vocal: Martín Caradajian Peuchene

El **Síndico** de la empresa es el contador Alejo Anile.

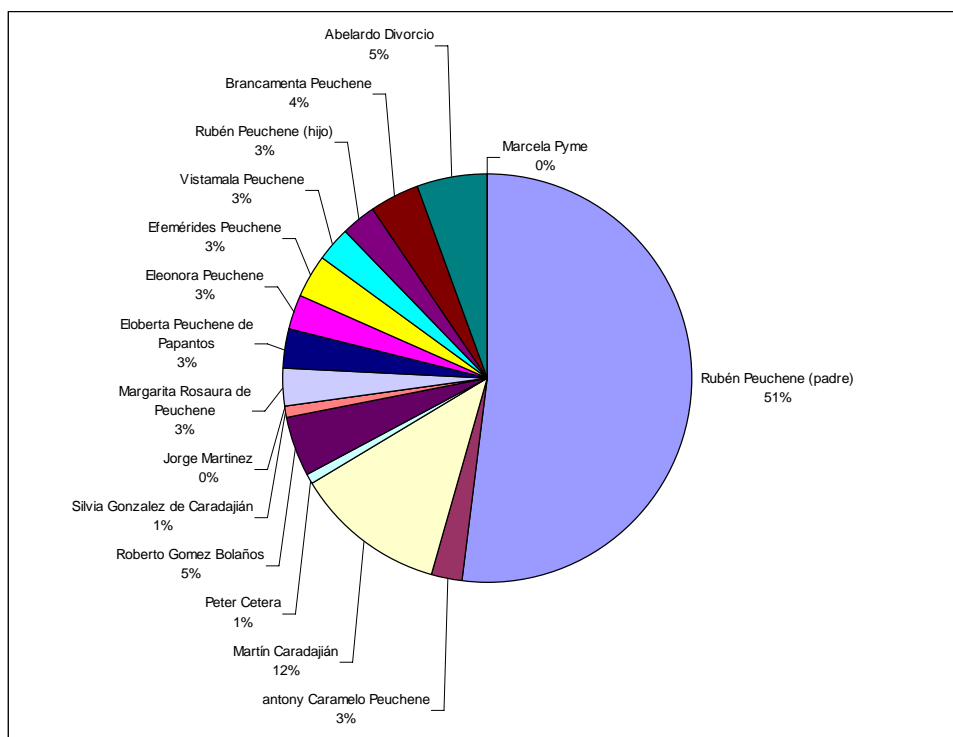
En cuanto a los **accionistas** actuales, en la tabla y gráfico a continuación se puede observar la participación actual de los 16 accionistas de Supermercados Rico SA.



| Accionistas | Acciones | % |
|-------------------------------|----------------|---------------|
| Rubén Peuchene (padre) | 103.960 | 51,98 |
| antony Caramelo Peuchene | 5.000 | 2,50 |
| Martín Caradaján | 23.860 | 11,93 |
| Peter Cetera | 1.580 | 0,79 |
| Roberto Gomez Bolaños | 9.260 | 4,63 |
| Silvia Gonzalez de Caradaján | 1.640 | 0,82 |
| Jorge Martinez | 60 | 0,03 |
| Margarita Rosaura de Peuchene | 6.140 | 3,07 |
| Eloberta Peuchene de Papantos | 6.020 | 3,01 |
| Eleonora Peuchene | 6.020 | 3,01 |
| Efemérides Peuchene | 6.220 | 3,11 |
| Vistamala Peuchene | 6.020 | 3,01 |
| Rubén Peuchene (hijo) | 5.460 | 2,73 |
| Brancamenta Peuchene | 7.680 | 3,84 |
| Abelardo Divorcio | 10.960 | 5,48 |
| Marcela Pyme | 120 | 0,06 |
| Total acciones | 200.000 | 100,00 |

Como se puede observar casi el 52% pertenece al Ancho Rubén Peuchene.

Por su parte, si se suma la participación de los familiares directos del principal accionista se obtiene que la Familia Peuchene controla el 73% de la Empresa.



2.3 ESTRATEGIA COMERCIAL DE LA EMPRESA

La estrategia de ventas de la empresa está centrada en una política de precios competitivos. Por otro lado, en relación a la ubicación geográfica, la estrategia está focalizada en locales de fácil acceso para el cliente y con un ambiente familiar.

Si bien no existe una política explícita de sectorizar la clientela, el perfil de aquella pertenece, en su gran mayoría, al segmento C2-C3.

La empresa asienta sus sucursales en zonas alejadas de las grandes multinacionales y es por ello que Supermercados Rico constituye la cadena con más sucursales en las zonas suburbanas y rurales de la Provincia de Hambruna.

Supermercados Rico SA ha aumentado año tras año el número de sucursales con un formato de "hard discount", con locales de entre 600 y 800 metros cuadrados. En el último ejercicio, finalizado el 31 de diciembre del 2003, se abrieron cuatro nuevas sucursales a pesar de la crisis recesiva por la que atravesó el país y de la gran competencia de cadenas multinacionales que enfrentó el sector.

En la actualidad la firma cuenta con página web (www.rico.com.na) donde se puede acceder a las ofertas especiales.

La estrategia de la Empresa ha dado muy buenos resultados, reflejado principalmente en el incremento sostenido de las ventas y sus índices de rentabilidad. Por lo tanto, se puede esperar con un alto grado de probabilidad que la Empresa continúe con un crecimiento en los años venideros.

2.4 SUCURSALES

La Empresa posee 50 sucursales distribuidas en las siguientes provincias:

- Hambruna: 38 sucursales
- Pobretona: 10 sucursales
- Casimiero: 2 sucursales.

Además, 29 supermercados se encuentran ubicados en locales propios de la firma Supermercados Rico SA.



3 DIAGNÓSTICO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

A continuación se presentan una serie de indicadores seleccionados para evaluar desde el punto de vista patrimonial la empresa bajo estudio.

La fuente de información tomada para la generación de los índices son los estados contables debidamente auditados y aprobados en las respectivas asambleas de accionistas, cuyo detalle se encuentra en los anexos al final de este informe.

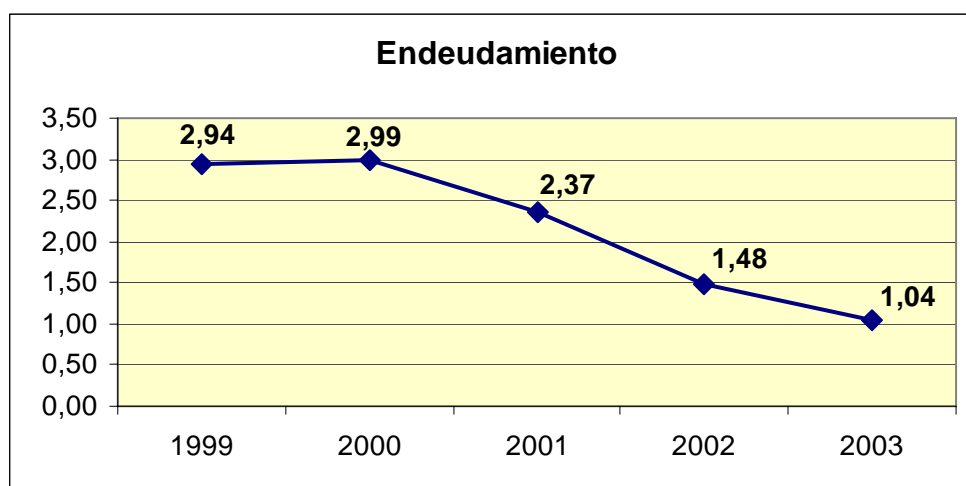
Se acompaña a cada índice una breve explicación de su significado y una conclusión abreviada de lo observado.

3.1 ENDEUDAMIENTO

Se busca medir la forma en la que se está financiando la empresa, o sea la relación de recursos propios y de terceros a la que se está exponiendo la firma. Esta relación determina cómo se sobrelleva el riesgo del negocio¹. Si el ratio es mayor que 1 implica que la empresa está financiando su activo con una mayor proporción de deuda que capital propio, por lo que además de enfrentar el riesgo operativo propio de la actividad también ve aumentado su riesgo financiero.

A continuación se presentan los valores obtenidos que reflejan el endeudamiento de la empresa y el correspondiente gráfico.

¹ Mondino, Diana y Eugenio Pendas "Finanzas para empresas competitivas" (Barcelona, Granica, 1994), pág. 96



Puede notarse que desde 1999 este ratio ha disminuido permanentemente.

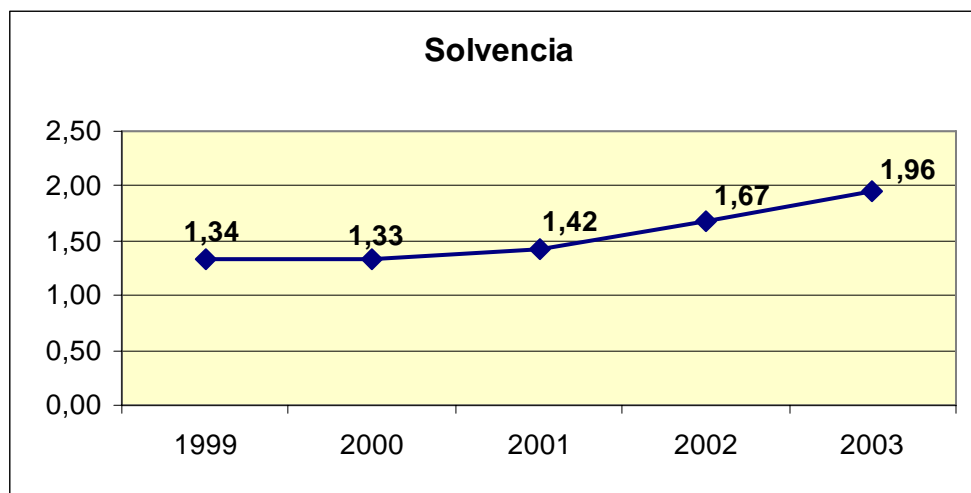
Se observa que al final del ejercicio 2000 la firma tenía \$294 de pasivos cada \$100 de patrimonio. Este ratio cayó rápida y progresivamente llegando, a fines del año 2003, a una relación de \$104 cada \$100 de patrimonio neto, lo que refleja que el nivel de endeudamiento de la Empresa en la actualidad es muy bajo.

3.2 SOLVENCIA

Este indicador relaciona el Activo Total neto de los activos intangibles, respecto del Pasivo. Si este ratio es mayor que 1 indica que parte de los activos están siendo financiados con capital propio y ajeno. Mientras más altos son los valores obtenidos, la empresa tiene activos que están siendo financiados con capital propio.

Por otro lado, si este ratio disminuye, indica riesgos potenciales en la Empresa, al verse incrementado el nivel de apalancamiento.

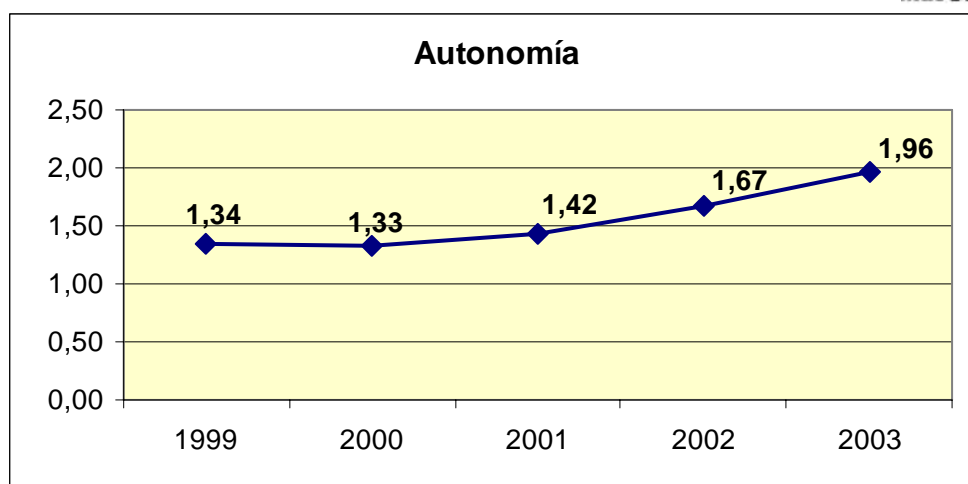
Tal como muestran los valores del gráfico, la solvencia de la firma ha mejorado a partir de 2000, por lo tanto una porción cada vez mayor de los activos de la empresa son financiados con capital propio. Hecho que es totalmente congruente con el ratio anterior.



3.3 AUTONOMÍA

Aquí se mide la participación del capital propio sobre el activo total y proporciona información respecto de la autonomía de la firma para autofinanciarse.

Si el ratio es igual 1, implica que no existe deuda y que todos los bienes están siendo costeados con fondos propios. Por el contrario, si es menor que 1, indica que utiliza capital ajeno para desempeñar sus actividades.

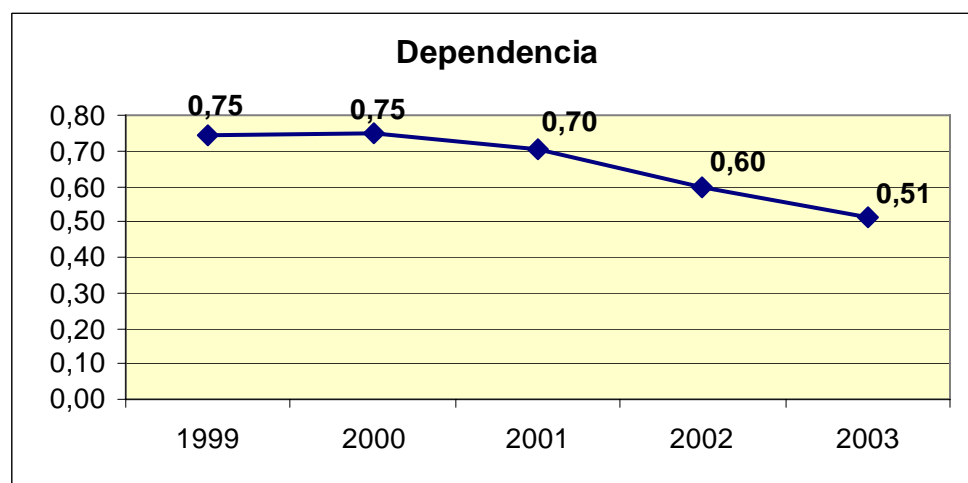


A partir de los valores observados es posible destacar que la empresa ha mejorado significativamente su autonomía en los últimos ejercicios.

3.4 DEPENDENCIA

Este ratio indica el grado de sujeción de la firma al endeudamiento para poder operar, o sea la participación de la deuda sobre el activo total.

Si el valor de este indicador alcanza 1 implica que todo el activo de la firma está financiado con endeudamiento. Mientras menor es su valor implica que la empresa está utilizando mayor cantidad de capital propio para financiar sus actividades.

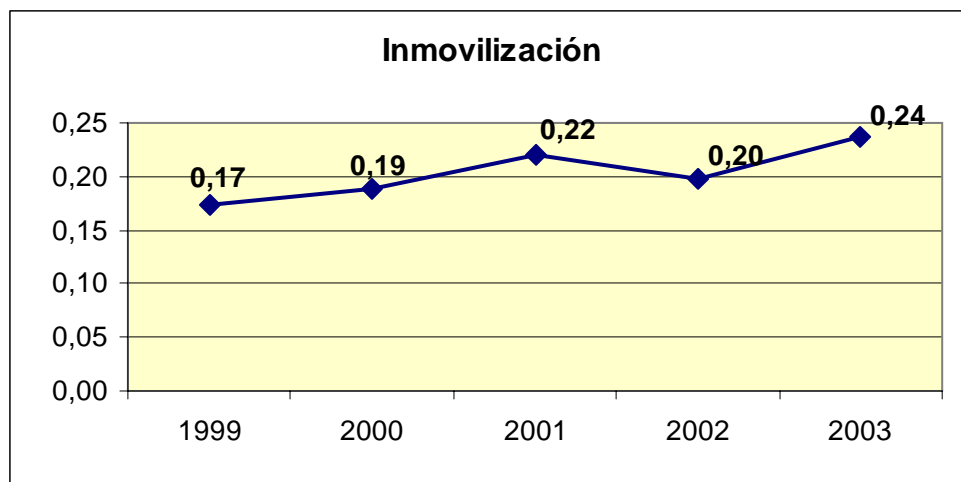


Del gráfico anterior se desprende que la empresa se ha vuelto menos dependiente al endeudamiento en los últimos años. En el ejercicio 2000, de cada \$100 de activo \$75 eran deuda, mientras que en el ejercicio 2003 la situación mejoró y cada \$100 de activo solamente \$51 son pasivos.

3.5 INMOVILIZACIÓN

Mide el grado de inmovilización de los activos de la firma en el nivel de inversión, es decir la participación del activo fijo de la firma sobre el total del activo.

La bondad de este indicador depende de la actividad de la firma en cuestión pero, en general, mientras mayor es la participación de los activos inmovilizados se aumenta la dificultad de realizar operaciones en el corto plazo.

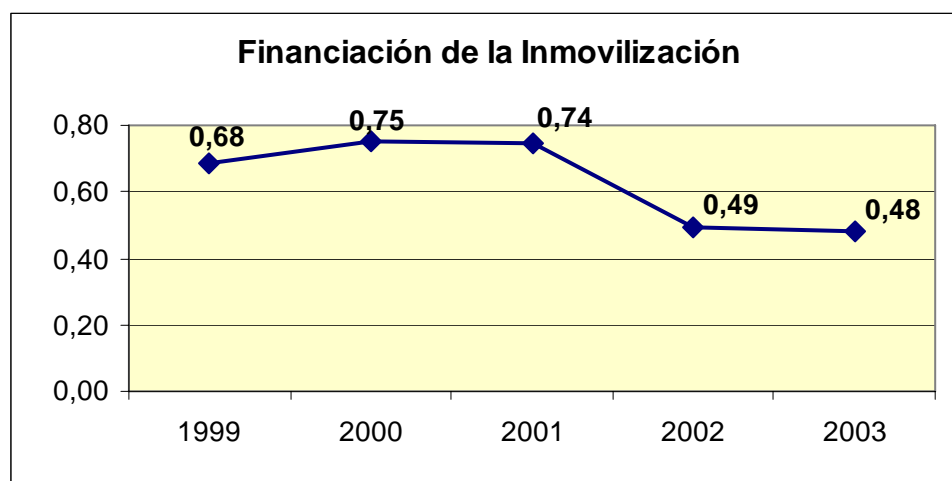


Se observa que el grado de inmovilización de los activos de la firma ha aumentado, pero se ha mantenido en valores relativamente bajos durante todo el periodo considerado.

3.6 FINANCIACIÓN INMOVILIZACIÓN

La financiación de las inmobilizaciones mide en qué porcentaje las inmobilizaciones están respaldadas por capital propio.

De acuerdo con los ratios obtenidos se observan valores aceptables para todo el periodo, con una mejora en los dos últimos ejercicios.

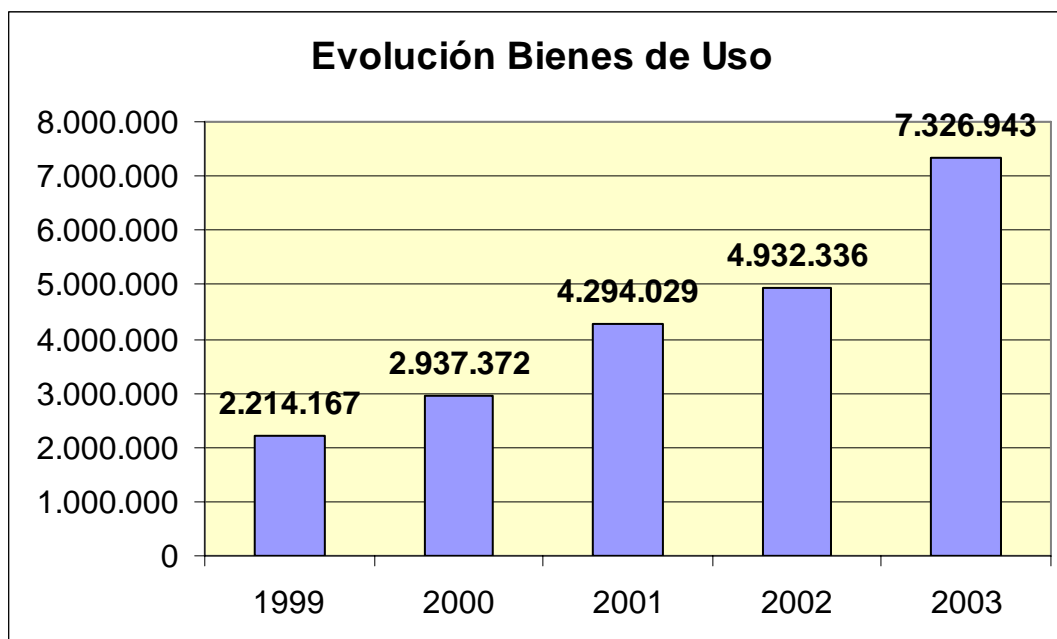


En otras palabras, en el ejercicio 2001, por cada \$100 de patrimonio neto, existían \$74 de activo inmobilizado y esta situación mejoró durante el ejercicio 2003 ya que existen solamente \$48 de activos inmobilizados cada \$100 de capital propio.

3.7 EVOLUCIÓN BIENES DE USO

Del análisis sobre la evolución de las inversiones en bienes de uso, se observa que los mismos han crecido en forma sostenida a través del tiempo, llegando a un valor de \$7.326.943 (neto de amortizaciones) al cierre del ejercicio 2003 de acuerdo a las cifras contables.

También cabe destacar que los bienes de uso aumentaron un 49% en el último ejercicio, lo que representa un incremento de \$2.394.607.

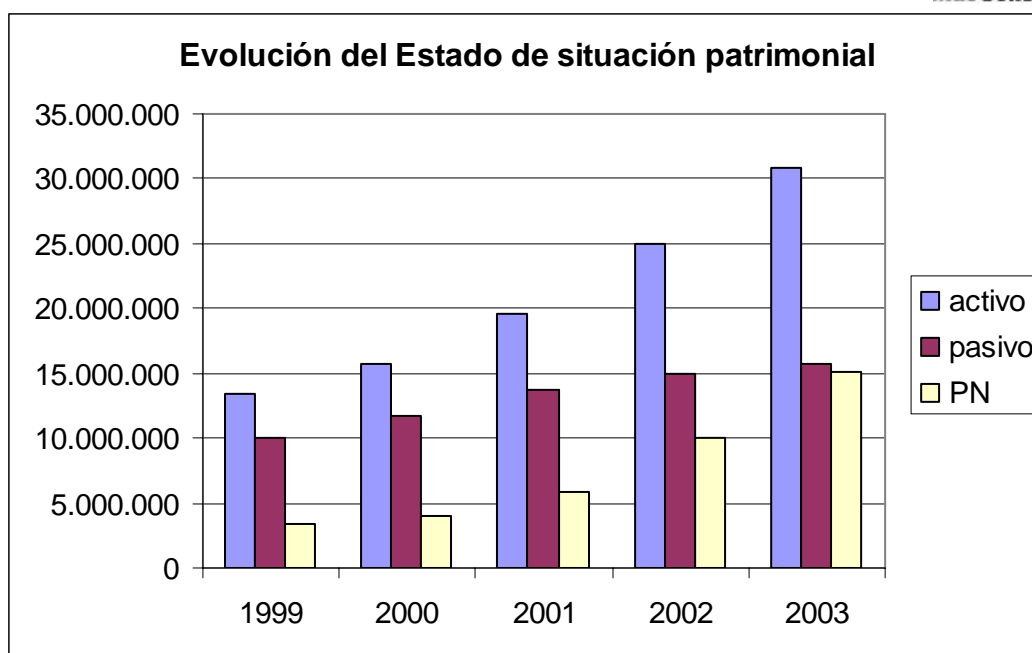


Por su parte, el 76% los bienes de uso corresponde a los inmuebles que posee la firma.

3.8 EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO

En el cuadro y gráfico siguientes se puede observar la evolución del patrimonio neto de la firma en los últimos ejercicios.

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TOTAL ACTIVO | 13.387.670 | 15.692.536 | 19.574.949 | 24.910.342 | 30.884.540 |
| TOTAL PASIVO | 9.993.293 | 11.755.296 | 13.760.711 | 14.883.927 | 15.750.698 |
| PATRIMONIO NETO | 3.394.377 | 3.937.240 | 5.814.238 | 10.026.415 | 15.133.842 |



El patrimonio neto de la empresa creció significativamente en todos los ejercicios analizados.

Se destaca el gran crecimiento patrimonial de los últimos tres ejercicios económicos.

En el ejercicio 2003, el patrimonio neto de la empresa creció un 51% llegando a un valor de \$15.133.842.

Evidentemente esto responde a un crecimiento de las utilidades que ha tenido la empresa

3.9 VALOR LIBRO DE LA EMPRESA

El valor contable, valor en libros o patrimonio neto de una empresa es la diferencia entre el activo total y el pasivo total, es decir el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas hacia terceros. Es, por tanto, el valor de los activos propios (capital más reservas) que figuran en el balance.

En función del patrimonio neto de la Empresa se puede calcular el valor patrimonial del paquete accionario bajo consideración, el cuál ascendería a la suma de \$15.133.842.

Si se descuenta del patrimonio neto el cargo correspondiente al impuesto a las ganancias devengado en el último ejercicio (\$2.340.546), el patrimonio neto se reduce a \$12.793.296.

Sin embargo, **el valor contable, o valor en libros, sólo es útil para los registros contables y fiscales de la Empresa, ya que generalmente no tiene ningún tipo de relación con el valor de mercado de las acciones de una empresa en marcha.**

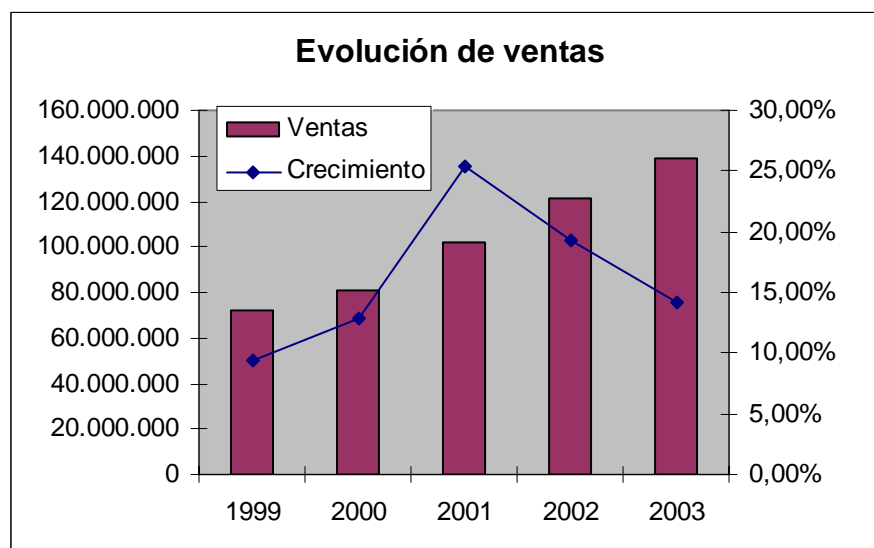
Por lo tanto, el valor en libros sólo es útil como elemento referencial en una operación de compraventa de acciones, esta es una realidad tanto en las operaciones que se realizan en el ámbito bursátil como en las realizadas en forma privada.

4 DIAGNÓSTICO ECONÓMICO DE LA EMPRESA

4.1 ANÁLISIS DE VENTAS

La estrategia de ventas de la Empresa ha sido positiva, y esto se refleja en un incremento permanente en los volúmenes de venta.

| Año | Ventas | Crecimiento |
|------|-------------|-------------|
| 1998 | 65.839.738 | - |
| 1999 | 71.973.699 | 9,32% |
| 2000 | 81.236.467 | 12,87% |
| 2001 | 101.882.579 | 25,41% |
| 2002 | 121.521.197 | 19,28% |
| 2003 | 138.780.550 | 14,20% |



La tasa de crecimiento anual de ventas también ha sido muy significativa y cabe destacar las elevadas tasas de crecimiento de los dos últimos años, 19% y 14% respectivamente, a pesar de la fuerte recesión por la que atravesó el país en el mismo período.

La tasa de crecimiento promedio de los últimos 5 ejercicios ascendió a 16% anual.

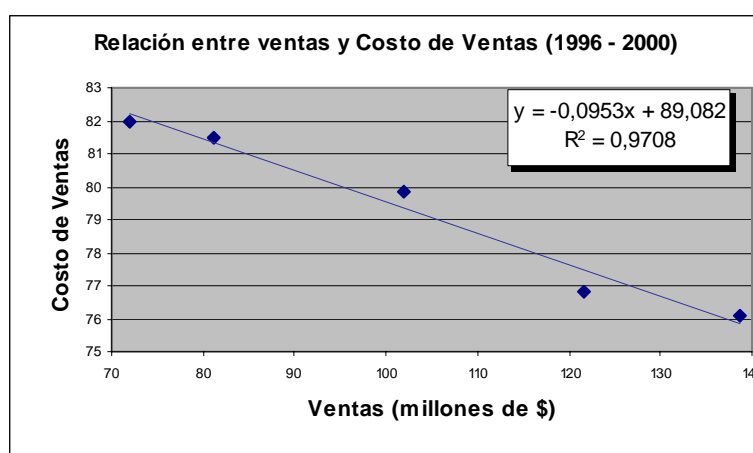
4.2 COSTO DE VENTAS

El costo de ventas de las mercaderías vendidas ha decrecido permanentemente a lo largo del tiempo, pasando de un 82% en 1999 a un 76% en el año 2003.

| 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| -81,99% | -81,50% | -79,86% | -76,83% | -76,12% |

Las causas principales de esta mejora en los costos de ventas radican normalmente en las economías de escala y en el poder de negociación que tiene la Empresa a medida que aumenta su volumen de compras.

En el gráfico a continuación se puede observar una correlación lineal, estadísticamente significativa, entre el volumen de ventas y el costo de ventas. El 97% del costo de ventas está explicado por el nivel ventas, por lo tanto, se puede predecir que, si las ventas siguen creciendo en el futuro, el costo de ventas podría seguir disminuyendo porcentualmente con relación al volumen total de ventas.



4.3 COSTOS OPERATIVOS

Se observa que los gastos de comercialización (netos de amortizaciones) en relación a las ventas han aumentado en el último ejercicio, pasando de 17% en 2002 a 18% en el 2003.

En términos relativos, el rubro que más aumentó en el último ejercicio fue la "Retribución a Directores y Síndicos (152%)". En términos absolutos los rubros que más se incrementaron fueron "Impuestos, tasas y contribuciones" y "Sueldos".

Por otro lado, los gastos de administración (netos de amortizaciones) han disminuido levemente en el último ejercicio, pasando de 2,18% a 1,97% en relación a las ventas.

Por último, no se hace mención a los gastos de financiación ya que estos han sido muy bajos en los últimos años. En el último ejercicio, los gastos de financiación fueron \$6.242 lo que representa un 0,0045% sobre ventas.

| Gastos sin amortizaciones | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Gastos comercialización | 11.364.862 | 12.248.122 | 17.425.047 | 20.645.351 | 25.226.459 |
| Gtos comercialización sobre Ventas | 15,8% | 15,1% | 17,1% | 17,0% | 18,2% |
| Gastos administración | 1.300.472 | 2.187.359 | 1.457.217 | 2.652.443 | 2.727.794 |
| Gtos administración sobre ventas | 1,81% | 2,69% | 1,43% | 2,18% | 1,97% |
| Ventas | 71.973.699 | 81.236.467 | 101.882.579 | 121.521.197 | 138.780.550 |

4.4 RESULTADO OPERATIVA

Se observa que la ganancia operativa (ventas menos costo de ventas menos costos operativos) se ha incrementado permanentemente en los últimos cuatro años, llegando a su máximo nivel de \$4.404.355 en el último ejercicio.



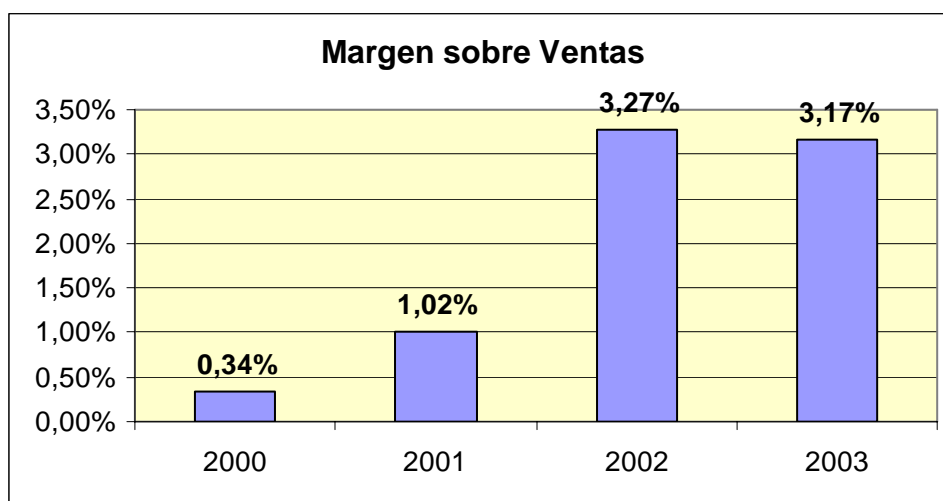
| 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 115.459 | 279.323 | 1.034.379 | 3.974.951 | 4.404.355 |

4.5 MARGEN SOBRE VENTAS

El margen sobre ventas mide la relación entre el resultado operativo y el total de ventas.

Como puede observarse, el margen sobre ventas ha mejorado significativamente, pasando de 0,34% a fines de 2000 a 3,17% a fines del año 2003.

Se observa una leve caída de 0,10 puntos porcentuales en el margen de ventas del último ejercicio, pasando de 3,27% a 3,17%.



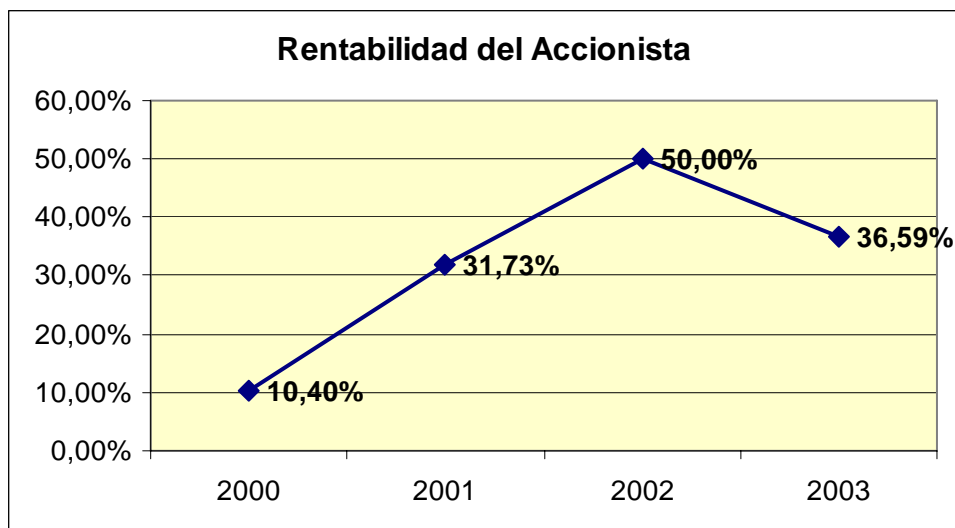
4.6 RENTABILIDAD PARA EL ACCIONISTA (ROE)

Este ratio, conocido como return on equity (ROE), expresa el porcentaje de beneficios totales netos de impuestos que genera la empresa como porcentaje del patrimonio neto. Mide el resultado

neto en un período sobre el patrimonio neto disponible al inicio del ejercicio.

De acuerdo a los valores observados es posible advertir que la situación económica para el accionista tuvo una tendencia altamente positiva hasta 2002, llegando en este ejercicio a una rentabilidad del 50%.

Para el último ejercicio este indicador bajó a 36,59%, lo cual sigue mostrando una muy buena rentabilidad sobre el patrimonio neto.



A pesar de los elevados ratios de rentabilidad, la propuesta del Directorio a la Asamblea de Accionistas durante todos estos años fue de NO distribuir dividendos.

4.7 RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA)

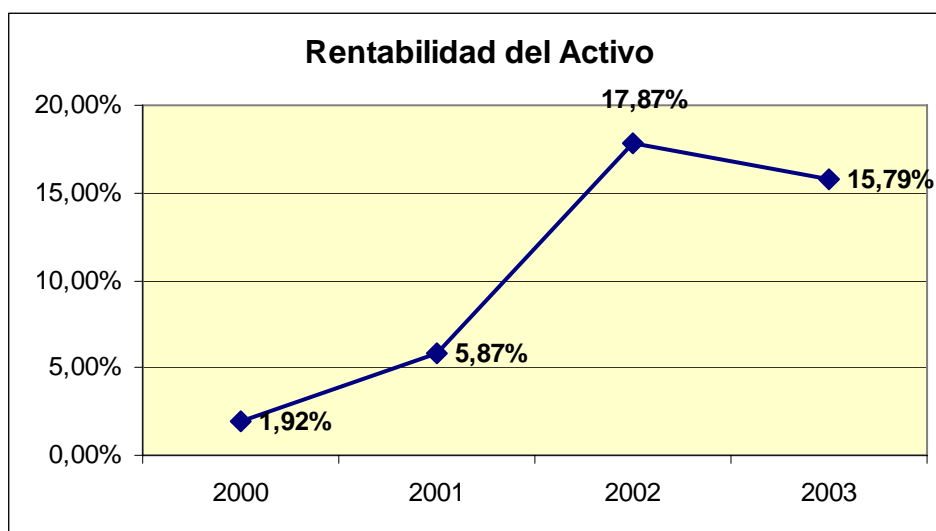
Este ratio es similar al anterior pero proporciona información respecto del uso eficiente de los activos. Mide el resultado operativo sobre el activo total promedio del ejercicio y en la



literatura y mercados financieros es conocido como ROA (return on assets).

Si el resultado del indicador es positivo indica una buena situación económica.

Los valores obtenidos permiten establecer que en los últimos años la rentabilidad de los activos ha mejorado en forma muy significativa, pasando de un ROA de 1,92% en 2000 a 15,79% en el año 2003.



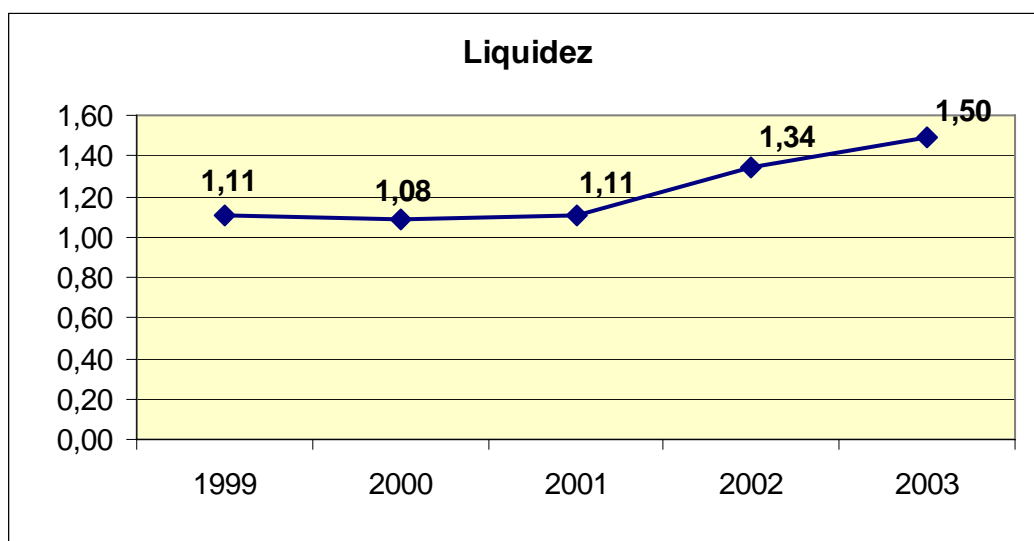
5 DIAGNÓSTICO FINANCIERO DE LA EMPRESA

5.1 LIQUIDEZ DE CIRCULANTE

Este indicador se calcula en función de la razón de activos corrientes sobre pasivos corrientes y pretende medir la capacidad de pago de la empresa a corto plazo.

Este ratio permite observar si la empresa podrá hacer frente, con sus activos de corto plazo, a las obligaciones que hubiera contraído durante similar período de tiempo.

Si el resultado de este ratio es mayor que 1, cabe esperar que no existan problemas de liquidez. Es posible observar que la liquidez de la firma ha mejorado significativamente desde el año 2000, llegando a tener en el año 2003 \$1,5 de activo corriente por cada \$1 de pasivo corriente.



5.2 LIQUIDEZ SECA

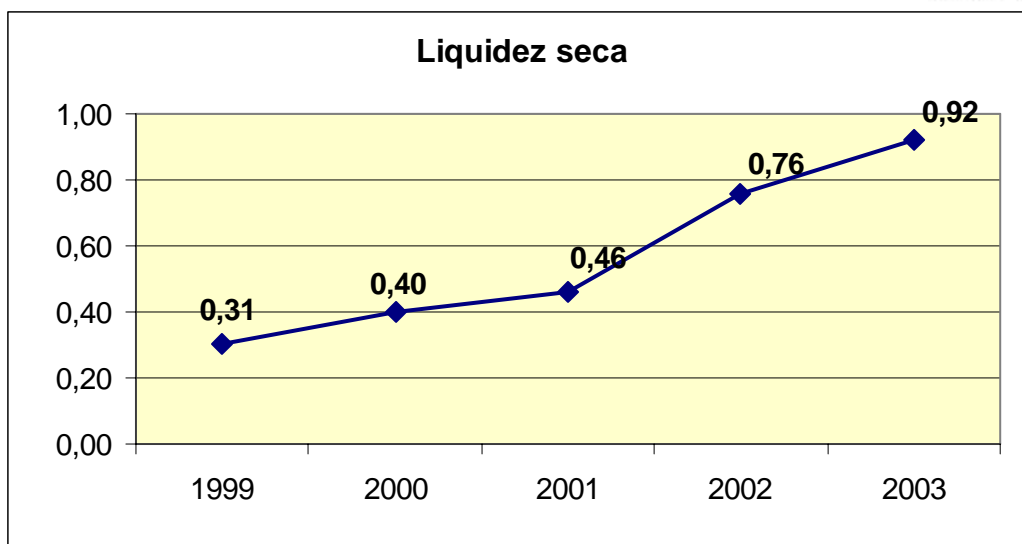
Debido a que existen activos más fácilmente realizables que otros, como los bienes de cambio que, al tener menor grado de liquidez, pueden originar problemas para su colocación, se calcula el ratio de liquidez seca sin considerar la incidencia de los bienes de cambio en el activo corriente.

Este indicador proporciona en una forma mucho más ajustada la disponibilidad de liquidez de la Empresa.²

Teniendo en cuenta lo mencionado previamente, es posible llegar a la misma conclusión respecto de la capacidad financiera de la firma en el corto plazo, observándose una mejora creciente en los ejercicios considerados.

Se observa que la Empresa llegó a una liquidez seca máxima en el ejercicio 2003 de 0,92, lo cual demuestra una excelente performance de liquidez por la que atraviesa la firma, ya que por cada peso de pasivos corrientes tiene \$0,92 de activos líquidos.

² Mondino, Diana y Eugenio Pendas, *Ibidem*, pág. 95



5.3 CAPITAL DE TRABAJO

El activo corriente está formado por aquellos activos que la empresa espera convertir en efectivo en un futuro cercano.

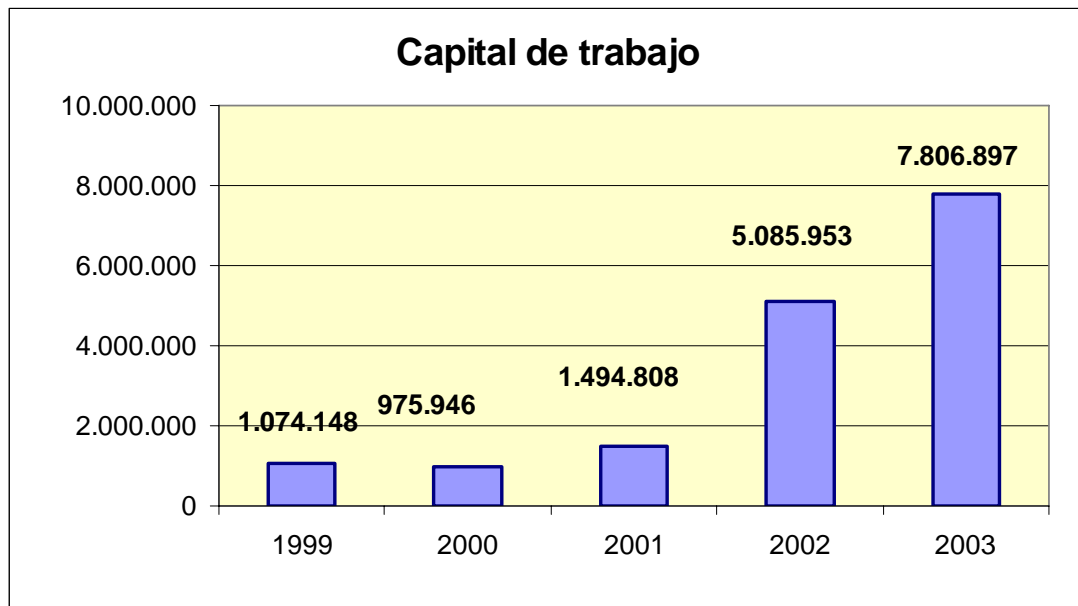
Por otro lado, el pasivo corriente está constituido por todas las obligaciones que la empresa espera afrontar en un futuro próximo. La diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente se denomina Capital de Trabajo y mide aproximadamente la reserva potencial de tesorería de la empresa.³

Es posible relacionar estos ratios de Capital de Trabajo con los que analizan la razón entre activo corriente y pasivo corriente. Mientras estos últimos utilizan los mismos datos para expresar todo en forma de razón, los de Capital de Trabajo lo miden en valores absolutos.

Como puede observarse, el capital de Trabajo de la empresa ha mejorado significativamente y alcanza su mejor posición en el año

³ Brealey, R. Y Myers, S., "Fundamentos de Financiación Empresarial", 3º Ed. (Mc Graw Hill, Madrid, 2001), pág. 556

2003, es decir que los recursos de corto plazo exceden ampliamente (\$7.806.897) a las obligaciones de corto plazo.

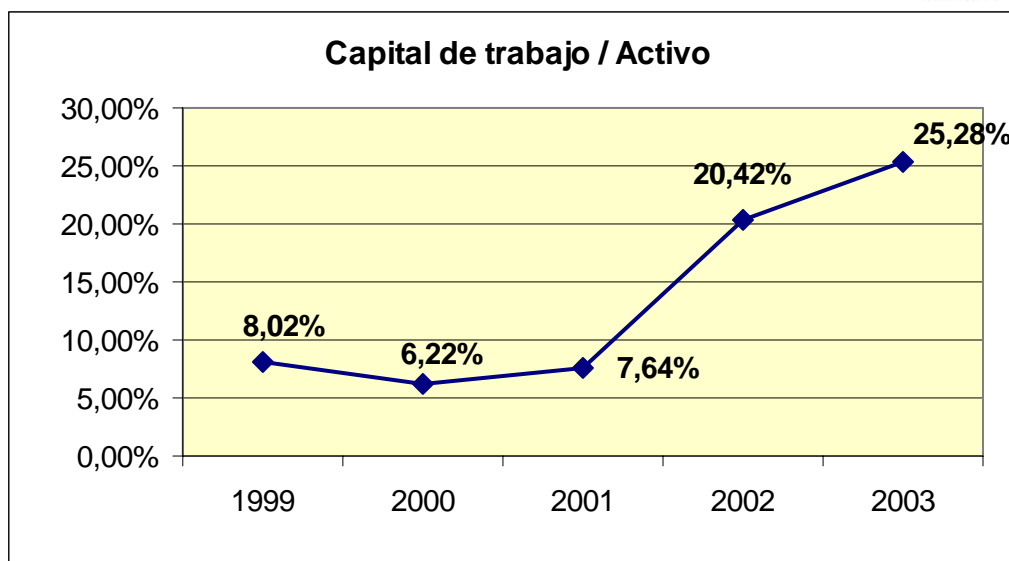


5.4 CAPITAL DE TRABAJO AL ACTIVO

Este ratio mide la relación del capital de trabajo (activo corriente menos pasivo corriente) sobre el activo total. En otras palabras indica qué porcentaje del activo está siendo utilizado como capital de trabajo.

En los últimos años el capital de trabajo de la firma ha mejorado en forma significativa, llegando a 25% del activo en el ejercicio 2003.





5.5 PLAZOS DE CANCELACIÓN DEL PASIVO CORRIENTE

La rotación del pasivo se calcula mediante la relación de ventas sobre el pasivo total.

Como puede observarse en la tabla, la rotación del pasivo pasó de 6,91 en el ejercicio 2000 a 8,81 en el ejercicio 2003. En otras palabras, la empresa cancelaba el pasivo en 53 días en 2000 y, a partir de allí, la situación fue mejorando hasta llegar a 41 días en el 2003.

| Ratios Financieros | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|------|------|------|------|------|
| Rotación Pasivo Cte. = Ventas / Pasivo | 7,20 | 6,91 | 7,40 | 8,16 | 8,81 |
| Plazo cancelación pasivo cte. (días) | 51 | 53 | 49 | 45 | 41 |

5.6 ROTACIÓN DE INVENTARIOS

Indica el número de veces que las existencias de bienes de cambio se convierten en ventas al cabo de un año. La utilización del costo de ventas en lugar de las ventas responde a que en el balance los bienes de cambio están valuados al costo y no al precio de venta.

Si el índice de rotación es elevado, generalmente, es un signo de eficiencia ya que los inventarios rotan en menor cantidad de días y, por ende, disminuye el tiempo en que se tiene capital de trabajo inmovilizado.

| Ratios Financieros | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|------|------|------|-------|-------|
| Rotación de inventarios = CV / Bs cambio prom. | | 8,26 | 9,60 | 10,61 | 11,93 |
| Rotación inventarios (días) | | 44 | 38 | 34 | 31 |

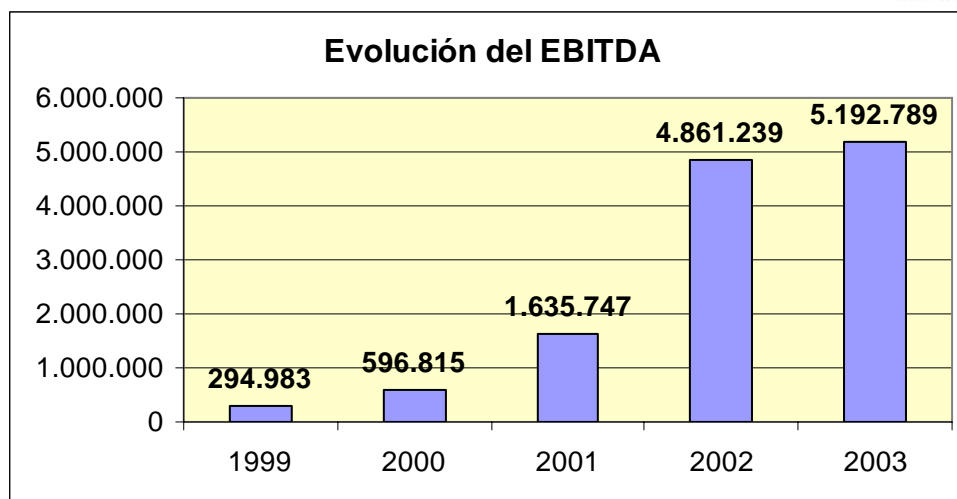
Como se puede observar en la tabla, este ratio ha mejorado a través del tiempo, pasando de 8,26 en el 2000 a 11,93 en el 2003. En otras palabras, los bienes de cambio rotaban en 44 días en el 2000 y, en el último ejercicio rotaron en 31 días, lo cual es representativo de la mejora en eficiencia de la firma.

5.7 EVOLUCIÓN DEL EBITDA

El EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) se define como las ganancias operativas sin incluir los gastos financieros y amortizaciones.

Como se puede observar, el EBITDA ha crecido en forma sostenida en los últimos cinco años, llegando a un valor máximo de \$5.192.789 en el último ejercicio.





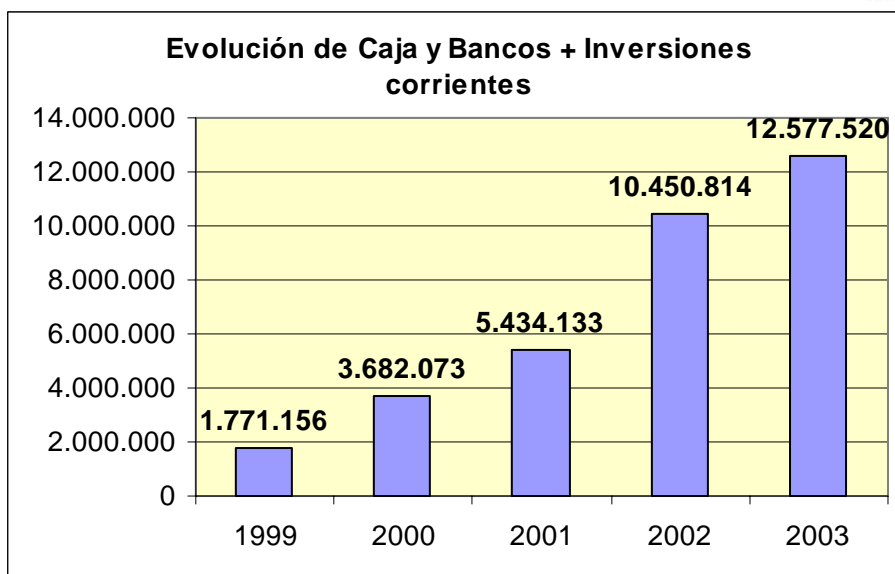
5.8 EVOLUCIÓN DE CAJA Y BANCOS E INVERSIONES CORRIENTES

Con el objeto de seguir el análisis de la situación financiera y de liquidez de la Empresa, se estudió el comportamiento del rubro "Caja y Bancos" y de las "Inversiones Corrientes (Plazo Fijo)".

Cabe destacar que las inversiones corrientes o plazos fijos, se han incrementado permanentemente en los últimos 5 años, con un incremento de \$4.063.800 en 2002 y \$3.893.954 en el año 2003.

Por otro lado, si se analiza en conjunto la evolución del rubro Caja y Bancos más las inversiones en plazo fijo, se observa que en el año 2002 estos rubros aumentaron \$5.016.681 y en el año 2003 el incremento fue de \$2.126.706.

Los fondos líquidos de la empresa (Caja y Bancos más plazos fijos) al cierre del último ejercicio económico ascendían a \$12.577.520.



6 VALUACIÓN DE LA EMPRESA

El valor de las acciones de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de la capacidad de la misma para generar dinero para sus propietarios, esto es cash-flow para el accionista. Por lo tanto, el método más apropiado para valorar la empresa es el de descontar los flujos de fondos futuros esperados.

En base a la información analizada en el diagnóstico patrimonial, económico y financiero de la empresa, se estimó cuál podría ser el flujo de fondos futuro de Supermercados Rico SA.

A continuación se explicitan cuáles son los supuestos que se tendrán en cuenta para estimar el flujo de fondos futuros. Luego, se calcula el flujo de fondos y, finalmente, se obtiene el valor actual de la empresa mediante el descuento de dichos flujos.

6.1 SUPUESTOS

En primer lugar se define en **10 años** el horizonte futuro para estimar el flujo de fondos, por ser un pronóstico de duración que se emplea generalmente y resulta ampliamente aceptado para la valuación de empresas. Al finalizar el año 10, se supone, a los efectos de este análisis, que la Empresa cierra y vende todos sus activos.

Se suponen períodos anuales completos, por lo tanto los **flujos de fondos son anuales y ocurren al finalizar cada año**. Este supuesto disminuye el valor estimado de la empresa, ya que si el

flujo de fondos fuera mensual, o sea en el momento que realmente se perciben los fondos, el valor actual de estos flujos sería mayor.

A la vez, se eliminan las consideraciones sobre los cambios en los flujos de fondos que se producen durante el año, por los cambios cíclicos y de temporada (estacionalidad).

En función del crecimiento de las ventas en el pasado se estima que **estas podrán crecer a un ritmo del 10% anual**. Este supuesto es conservador ya que en los últimos 5 años las ventas crecieron a un promedio anual de 16% y, si se toman los últimos 3 años, el crecimiento promedio fue de 20% anual, a pesar de la fuerte competencia que enfrentó el rubro y la aguda recesión por la que atravesó el país.

Al finalizar el año 10 se supone que la empresa se desprende de sus **bienes de uso** actuales y estas ventas generan ingresos por \$7.326.943, o sea el valor contable actual de los bienes de uso. Este supuesto también es bastante conservador, ya que se estima que el valor de mercado de los bienes de uso es superior al valor contable.

Se estima que la empresa invertirá un 0,2% de sus ventas, con lo cual el cronograma planeado de **inversiones** para los próximos años sería:

| Año 1 | Año 2 | Año 3 | Año 4 | Año 5 | Año 6 | Año 7 | Año 8 | Año 9 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 305.317 | 335.849 | 369.434 | 406.377 | 447.015 | 491.716 | 540.888 | 594.977 | 654.475 |

Además, se supone que el 50% de estas inversiones podrán venderse al finalizar la vida del proyecto.



En función del comportamiento de los **costos de ventas**, que disminuyen a medida que aumentan las ventas, se estima que el costo de ventas de las mercaderías será: 76% para niveles de ventas hasta 150 millones, 75% para ventas entre 150 y 200 millones y 74,5% para niveles de ventas superiores a los 200 millones.

| Ventas | Costo de vta |
|--------------|-----------------|
| 0-150 mill | 76,0% s/ ventas |
| 150-200 mill | 75,0% s/ ventas |
| + 200 mill | 74,5% s/ ventas |

Este supuesto también es conservador si se tiene en cuenta la relación entre ventas y costo de ventas del pasado, ya que, para estos niveles estimados de ventas, el costo de ventas podría resultar aún menor.

Los **gastos de comercialización** (netos de amortizaciones) se estiman en un 18% sobre las ventas, tomando como referencia el último ejercicio. Este valor puede estar sobreestimado, ya que el promedio de los últimos 5 años fue de 16,6% y el promedio de los últimos 3 años fue de 17,4%. Por lo tanto, si el 18% fuera una sobreestimación, los gastos estarían sobredimensionados y por ende el valor estimado de la empresa estará subvaluado.

En función de los datos del último ejercicio, los **gastos de administración** (netos de amortizaciones) se suponen fijos en \$2.727.794 para ventas de hasta 150 millones. Para niveles de ventas entre 150 y 200 millones estos gastos se estiman en \$3.000.000 y para ventas superiores a los 200 millones en \$4.000.000.



Se supone que la empresa seguirá financiando sus actividades con capital propio, como lo viene haciendo históricamente, por lo tanto los **gastos de financiación** serán muy pequeños. Se estima que estos gastos serán un 0,005% sobre el nivel de ventas.

Por otro lado, se estima que las **amortizaciones** serán un 2,5% sobre el total de gastos e inversiones. Las amortizaciones no se tienen en cuenta en el flujo de fondos de la empresa, sólo se calculan a los efectos de estimar el monto a pagar de impuesto a las ganancias.

Se estima que la empresa seguirá obteniendo **otros ingresos**. En el último ejercicio estos ingresos ascendieron a la suma de \$1.239.073. Se supone que la firma seguirá con una tasa de crecimiento de estos ingresos similar a la del pasado, o sea, 8% anual.

Por otro lado, se supone que al finalizar el año 10, la firma tendrá un ingreso adicional de \$ 12.577.520 ya que tendrá a su disposición el monto de Caja y Bancos e Inversiones corrientes.

Se supone que el monto a pagar de **impuesto a las ganancias** será el 35% sobre el resultado contable de la firma.

Por último, a los fines de simplificar el análisis, se supone que **no habrá inflación** en el periodo bajo consideración.

6.2 FLUJO DE FONDOS

En función de los supuestos explicitados en el punto anterior, se calculó el flujo de fondos de la empresa para los próximos 10 años.

Cabe aclarar que para el cálculo del flujo de fondos, tanto las ventas como los gastos han sido considerados netos de IVA.

En la Tabla siguiente se puede observar la composición de los ingresos y egresos. La diferencia de estos rubros componen el EBITDA de la firma. Si al EBITDA se le suman las amortizaciones se obtiene el EBIT, y si a este concepto se le suman los ingresos financieros y se restan los gastos financieros, se obtiene el resultado contable.

En función del resultado contable se calcula el monto a pagar de impuesto a las ganancias y la diferencia es el resultado después de impuestos.

Por último, para calcular el flujo de fondos de libre disponibilidad para el accionista, al resultado después de impuestos se debe adicionar las amortizaciones ya que este item no constituye una erogación de fondos.

| | Año 1 | Año 2 | Año 3 | Año 4 | Año 5 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Ventas netas de IVA | 152.658.604 | 167.924.465 | 184.716.911 | 203.188.603 | 223.507.463 |
| Valor residual Inmuebles | | | | | |
| Valor residual inversiones | | | | | |
| Total ingresos | 152.658.604 | 167.924.465 | 184.716.911 | 203.188.603 | 223.507.463 |
| Costo de ventas | -114.493.953 | -125.943.349 | -138.537.684 | -151.375.509 | -166.513.060 |
| Gastos comercialización | -27.478.549 | -30.226.404 | -33.249.044 | -36.573.948 | -40.231.343 |
| Gastos de administración | -3.000.000 | -3.000.000 | -3.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 |
| Inversiones | -305.317 | -335.849 | -369.434 | -406.377 | -447.015 |
| Total egresos | -145.277.819 | -159.505.601 | -175.156.161 | -192.355.835 | -211.191.418 |
| EBITDA | 7.380.785 | 8.418.864 | 9.560.750 | 10.832.768 | 12.316.045 |
| Amortizaciones | 769.597 | 839.056 | 915.462 | 1.024.508 | 1.116.959 |
| EBIT | 6.611.188 | 7.579.807 | 8.645.288 | 9.808.260 | 11.199.086 |
| Otros ingresos | 1.338.199 | 1.445.254 | 1.560.875 | 1.685.745 | 1.820.604 |
| Gastos de financiación | -7.633 | -8.396 | -9.236 | -10.159 | -11.175 |
| Resultado contable | 7.941.754 | 9.016.666 | 10.196.927 | 11.483.845 | 13.008.515 |
| Impuesto a las ganancias | -2.779.614 | -3.155.833 | -3.568.924 | -4.019.346 | -4.552.980 |
| Rdo después de imp. | 5.162.140 | 5.860.833 | 6.628.003 | 7.464.499 | 8.455.535 |
| FLUJO DE FONDOS | 5.931.737 | 6.699.889 | 7.543.464 | 8.489.008 | 9.572.494 |

| | Año 6 | Año 7 | Año 8 | Año 9 | Año 10 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Ventas netas de IVA | 245.858.209 | 270.444.030 | 297.488.433 | 327.237.276 | 359.961.004 |
| Valor residual Inmuebles | | | | | 7.326.943 |
| Valor residual inversiones | | | | | 2.073.024 |
| Total ingresos | 245.858.209 | 270.444.030 | 297.488.433 | 327.237.276 | 369.360.971 |
| Costo de ventas | -183.164.366 | -201.480.802 | -221.628.883 | -243.791.771 | -268.170.948 |
| Gastos comercialización | -44.254.478 | -48.679.925 | -53.547.918 | -58.902.710 | -64.792.981 |
| Gastos de administración | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 | -4.000.000 |
| Inversiones | -491.716 | -540.888 | -594.977 | -654.475 | |
| Total egresos | -231.910.560 | -254.701.616 | -279.771.777 | -307.348.955 | -336.963.929 |
| EBITDA | 13.947.649 | 15.742.414 | 17.716.656 | 19.888.321 | 32.397.042 |
| Amortizaciones | 1.218.655 | 1.330.520 | 1.453.572 | 1.588.930 | 1.719.825 |
| EBIT | 12.728.994 | 14.411.894 | 16.263.083 | 18.299.392 | 30.677.218 |
| Otros ingresos | 1.966.253 | 2.123.553 | 2.293.437 | 2.476.912 | 15.252.585 |
| Gastos de financiación | -12.293 | -13.522 | -14.874 | -16.362 | -17.998 |
| Resultado contable | 14.682.954 | 16.521.925 | 18.541.646 | 20.759.942 | 45.911.805 |
| Impuesto a las ganancias | -5.139.034 | -5.782.674 | -6.489.576 | -7.265.980 | -16.069.132 |
| Rdo después de imp. | 9.543.920 | 10.739.251 | 12.052.070 | 13.493.962 | 29.842.673 |
| FLUJO DE FONDOS | 10.762.575 | 12.069.771 | 13.505.642 | 15.082.892 | 31.562.498 |

En función del flujo de fondos de libre disponibilidad para el accionista, a continuación se calcula el valor de la empresa.

6.3 CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA

Como se mencionó previamente el valor de una empresa no está relacionado con el valor contable de la misma, sino que depende de la capacidad de la firma para generar ingresos netos futuros.

Por lo tanto, el valor de una empresa se calcula como el valor actual neto (VAN) de los flujos de fondos futuros de libre disponibilidad para los accionistas.

Para descontar el flujo de fondos, se estima que la tasa de descuento para los actuales accionistas de Supermercados Rico SA, o sea el costo de oportunidad del capital propio, asciende al 10% anual.

Descontando el flujo de fondos a la tasa del 10% se obtiene un valor actual neto de \$65.473.678, y este constituye el valor de la empresa. Este valor representa un ratio de 0,47 sobre las ventas anuales del 2003 y es 12,61 veces el EBITDA del 2003.

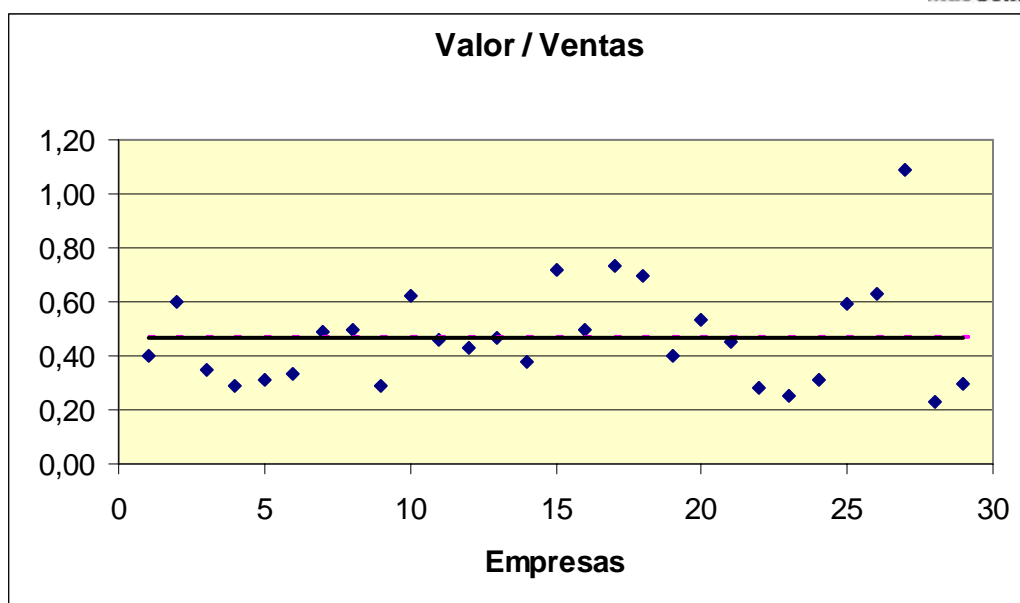
6.4 BENCHMARKING

Se compararon los resultados obtenidos en la valuación con la compra-venta de empresas similares.

Con este análisis se pudo constatar que el valor estimado para la empresa está dentro de los parámetros observados en la compra venta de supermercados similares.

En operaciones de mercado, se ha pagado en promedio por este tipo de empresas 0,47 veces las ventas anuales y 11,1 veces el EBITDA, como se puede observar en la tabla y gráfico a continuación.

| Benchmarking - Compra venta de supermercados | | | | |
|---|-----------------------|-----------------------------|---------------|---------------|
| Comprador | Vendedor | Valor de Transacción | Ventas | EBITDA |
| Exxel | Norte | 440 | 0,40 | 7,3 |
| Ahold | Bompreço | 272,80 | 0,6 | s/d |
| Norte | La Florida del Norte | 6 | 0,35 | s/d |
| Norte | Tanti | 14,5 | 0,29 | s/d |
| Norte | Supermercados Abud | 17 | 0,31 | s/d |
| Norte | Tigre Extra | 18 | 0,33 | s/d |
| D&S | Ekono | 20 | 0,49 | s/d |
| Coto | Acassuso | 25 | 0,50 | s/d |
| Disco | Su Supermercado | 72 | 0,29 | 4,2 |
| Disco | VEA (Angulo Hnos.) | 189 | 0,62 | 11,1 |
| Sonae Invest | Real de Distribuicao | 22,50 | 0,46 | s/d |
| IPE Invest e Part | Real de Distribuicao | 34,00 | 0,43 | s/d |
| Bompreço, Ahold | SuperMar | 60,60 | 0,47 | s/d |
| CBD | Barateiro | 191,80 | 0,38 | s/d |
| Velox | Santa Isabel | 230,00 | 0,72 | s/d |
| Disco | Super. Americanos | 150 | 0,50 | 6,6 |
| Casino | La Libertad | 269 | 0,73 | s/d |
| Promodes | Norte | 1250 | 0,70 | 15,1 |
| | Super Sé | 35,20 | 0,4 | s/d |
| Comptoirs Modernes | Lojas Americanas | 280,00 | 0,53 | s/d |
| Sonae | Mercadorama | 223,00 | 0,45 | s/d |
| Newbridge | Carulla | 16,80 | 0,28 | s/d |
| Disco | José González e Hijos | 10,5 | 0,25 | 11,7 |
| La Anónima | Arenales | 11 | 0,31 | s/d |
| Norte | Unimarc | 65 | 0,59 | s/d |
| Casino | San Cayetano | 250 | 0,63 | s/d |
| Promodes/Exxel | Tia | 720 | 1,09 | 17,4 |
| Bompreço | Petipreço | 29,40 | 0,23 | s/d |
| Carrefour | Planalto | 44,10 | 0,3 | s/d |
| | | Promedio | 0,47 | 10,5 |



Por lo tanto se puede concluir que los supuestos utilizados para estimar el valor de la Empresa han sido racionales.

6.5 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Los criterios de evaluación mencionados previamente para calcular el valor de la Empresa no son exactos ya que solamente están indicando uno de los posibles escenarios futuros del flujo de fondos.

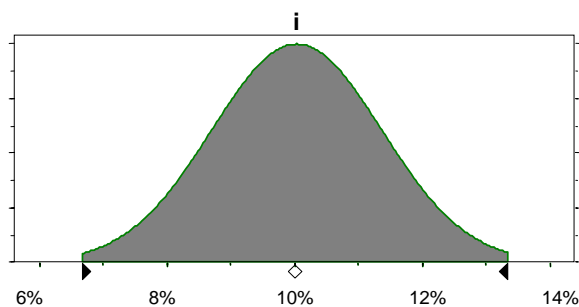
Hay que tener en cuenta que **los cambios del entorno y de las variables estimadas son imposibles de predecir con exactitud**. Por ejemplo, puede ocurrir que los costos sean menores que los estimados, o que las ventas sean menores, o que la tasa de descuento no sea correcta, etc.

La **simulación de Monte Carlo** puede incluir todas las combinaciones posibles de las variables que afectan al valor de la empresa. Por ejemplo, se puede evaluar cuál será el VAN si



cambian todas las variables del flujo de fondos al mismo tiempo, teniendo en cuenta la interrelación que existe entre ellas.

Para aplicar este método, en primer lugar hay que definir cuál es la distribución de probabilidad de cada variable que afecta el flujo de caja. Por ejemplo, se puede estimar que la tasa de descuento tiene una distribución normal cuya media es 10% y la desviación estándar del 1%. En este caso, siguiendo los principios estadísticos sabemos que existe un 95,44% de probabilidad que la tasa de interés futura esté comprendida entre 8% y 12% (media \pm 2 desviación estándar). También sabemos que existe un 99,9% de probabilidad que la tasa esté comprendida entre 7% y 13% (media \pm 3 desviación estándar).



Este mismo análisis, que define la distribución de probabilidad de cada variable, se debe realizar para todas aquellas variables que influyen en el flujo de fondos estimado.

Una vez definidas las variables que afectan el VAN, sus interrelaciones y sus distribuciones de probabilidad, se debe asignar un valor aleatorio a cada variable. Este proceso de asignar valores aleatorios a cada variable lo realiza en forma automática algún software de simulación.

Por ejemplo, si se definió la tasa de descuento con una distribución normal cuya media es el 10% y su desviación estándar el 1%, el



computador seleccionará en un 95,44% de los casos un valor aleatorio comprendido entre 8% y 12%.

El computador asigna valores aleatorios a todas las variables que afectan el VAN en forma simultánea. De esta forma se podrán correr miles de escenarios donde en cada uno de ellos se obtiene un indicador de rentabilidad.

En la valuación de esta empresa se sensibilizaron las siguientes variables:

| Variables | Valor Base | Comentario | Desv Est |
|----------------------------|------------|-----------------|----------|
| Crecimiento de ventas | 10,0% | anual | 1,0% |
| Valor inmuebles | 1 | valor contable | 0,1 |
| Valor residual inversiones | 50% | sobre inversión | 5% |
| Gastos comercialización | 18,0% | sobre ventas | 1,8% |
| Gastos financiación | 0,005% | sobre ventas | 0,001% |
| Inversiones | 0,20% | sobre ventas | 0,02% |
| Impuesto a las ganancias | 35,0% | sobre Resultado | 3,5% |
| Amortizaciones | 2,5% | sobre gastos | 0,3% |
| Crecim. otros ingresos | 8,0% | anual | 0,8% |
| Tasa de descuento | 10% | anual | 1% |
| G. Adm para 0-150 mill | 2.727.794 | s/ ventas | 272.779 |
| G. Adm para 150-200 mill | 3.000.000 | s/ ventas | 300.000 |
| G. Adm para + 200 mill | 4.000.000 | s/ ventas | 400.000 |
| C. Vta para 0-150 mill | 76,0% | s/ ventas | 7,6% |
| C. Vta para 150-200 mill | 75,0% | s/ ventas | 7,5% |
| C. Vta para + 200 mill | 74,5% | s/ ventas | 7,5% |

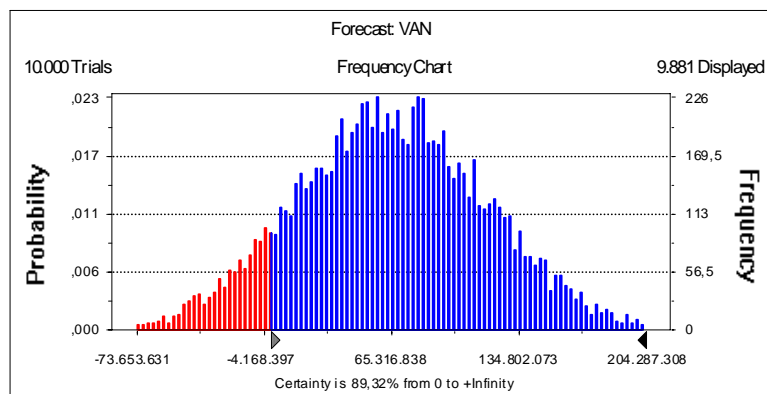
Para todas las variables se supuso una distribución normal cuya media es el valor estimado en la situación más probable y su desviación estándar es de +/- 10% del valor medio.

Con el software Crystal Ball se corrieron 10.000 escenarios al azar combinando variaciones (hacia arriba o hacia abajo) de todas las variables del proyecto en forma simultánea.



En otras palabras, se construyeron 10.000 flujos de caja en forma aleatoria, combinando todas las variables, simulando lo que le puede ocurrir a la empresa durante los próximos 10 años.

Una vez que se corrieron todos los escenarios se obtuvieron 10.000 valores del VAN. La media que se obtuvo fue de \$ 65.970.685.



La Simulación de Monte Carlo aporta información mucho más completa en comparación con utilizar sólo la información del valor promedio esperado. Por lo que se puede decir que **el valor de la empresa más probable asciende a \$65.970.685.**

7 CONCLUSIONES

Del análisis cualitativo y descriptivo de la Empresa surge que se trata de una **empresa familiar** que se ha ido atomizando entre varios accionistas familiares con el paso del tiempo.

En relación al **ciclo de vida** de la Empresa, la misma se encuentra en plena etapa de expansión donde pareciera que aun no ha alcanzado su techo.

Del análisis de la **situación patrimonial** se puede decir que en los últimos cinco años la Empresa ha tenido una performance muy buena, reflejada en la mejora de sus ratios de endeudamiento, solvencia, autonomía y dependencia. Además de la mejora en estos indicadores, se destaca el bajísimo nivel de endeudamiento que posee la Empresa.

Por otro lado, se observa que la firma invirtió permanentemente en Bienes de Uso (en su mayoría inmuebles) y en los últimos cuatro años se invirtieron \$5.112.776.

Se calculó el **valor contable** del paquete accionario en **\$15.133.842** desde una perspectiva estática, que no tiene en cuenta la evolución futura de la empresa.

Se observa que la **situación económica** de la Empresa en el pasado ha evolucionado permanentemente en forma muy favorable y esto queda demostrado con el elevado crecimiento de las ventas, la disminución de los costos de ventas, el incremento de la

ganancia operativa y la mejora en las tasas de rentabilidad para el accionista y los activos.

Cabe destacar que el **crecimiento económico** de la Firma se dio a pesar de la fuerte recesión que afectó al país en los últimos años. Además, la Empresa también ha crecido a pesar de la fuerte competencia que enfrentó el sector con la llegada de cadenas de supermercados multinacionales.

Por lo tanto, si la Empresa sigue ajustando su estrategia comercial a las necesidades del mercado, es dable esperar que sigan creciendo las ventas y las ganancias en los próximos años.

La **evolución financiera** de la empresa ha evolucionado en forma muy favorable en los últimos años. Esta situación se ve reflejada en una mejora constante en los indicadores de liquidez y en la estructura de capital de trabajo, como así también en una disminución en el plazo para cancelar los pasivos y un aumento en el índice de rotación de inventarios.

Por su parte, el **EBITDA** de la firma también ha incrementado permanentemente en los últimos años, lo cual habla de la buena performance operativa del negocio.

Con estos índices, se puede estimar que la Empresa no debería enfrentar problemas de liquidez en un futuro cercano.

Una vez realizado el diagnóstico cualitativo y cuantitativo de la empresa, se estimó el flujo de fondos de la empresa para los próximos 10 años. Con esta información, se calculó el valor de la **empresa en marcha** mediante el descuento del flujo de fondos y se obtuvo un valor de la Empresa de **\$65.473.678**.

Por otro lado, se calculó el valor de la empresa como porcentaje de las ventas y del EBITDA, obteniendo un ratio de 0,47 y 12,61 respectivamente. Valores muy razonables si se los compara con ratios de compra-venta de empresas similares.

Además, se realizó un análisis dinámico del riesgo simulando aleatoriamente 10.000 valores de la empresa mediante la **simulación de Monte Carlo**. El resultado de esta simulación arrojó un valor promedio para la empresa de **\$65.970.685**.

Como conclusión final se puede decir que **el valor de una Empresa se basa en su capacidad para generar dinero para sus accionistas y no en lo que reflejen sus libros contables**. Resumiendo, Supermercados Rico vale poco más de \$15 millones según sus libros y alcanza casi los \$66 millones si se la evalúa como empresa en marcha con potencialidad de generar beneficios futuros.

Moraleja: **muéstrame el potencial de tu caja y te diré cuanto vales!**

8 ANEXOS

8.1 ANEXO - ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ACTIVO CORRIENTE | | | | | |
| Caja y Bancos | 1.666.744 | 3.372.079 | 3.689.943 | 4.642.824 | 2.875.576 |
| Cuentas a cobrar por ventas | 1.071.638 | 241.444 | 149.103 | 128.811 | 278.194 |
| Anticipos impuestos | 139.491 | 246.685 | 326.568 | 589.613 | 1.639.446 |
| Otras cuentas por cobrar | 10.461 | 83.793 | 25.936 | 142.430 | 19.059 |
| Bienes de cambio | 8.013.429 | 8.015.995 | 8.936.784 | 8.658.212 | 9.043.376 |
| Gastos pagados por anticipado | 61.268 | 461.252 | 382.997 | | |
| Inversiones | 104.412 | 309.994 | 1.744.190 | 5.807.990 | 9.701.944 |
| Total Activo Corriente | 11.067.441 | 12.731.242 | 15.255.520 | 19.969.880 | 23.557.594 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | | | | | |
| Inversiones | 104.192 | 22.052 | 23.531 | 7.190 | 2 |
| Marcas y otros | 1.869 | 1.869 | 1.869 | 936 | 1 |
| Bienes de uso | 2.214.167 | 2.937.372 | 4.294.029 | 4.932.336 | 7.326.943 |
| Total Activo NO Corriente | 2.320.229 | 2.961.294 | 4.319.429 | 4.940.461 | 7.326.946 |
| TOTAL ACTIVO | 13.387.670 | 15.692.536 | 19.574.949 | 24.910.342 | 30.884.540 |
| PASIVO CORRIENTE | | | | | |
| Cuentas por pagar | 9.345.882 | 11.056.553 | 12.721.398 | 13.386.953 | 14.036.764 |
| Sueldos a pagar | 123.768 | 175.367 | 209.231 | 281.525 | 19.314 |
| Cargas sociales a pagar | 140.994 | 139.172 | 138.171 | 229.464 | 302.844 |
| Deudas fiscales | 298.453 | 321.802 | 548.976 | 903.258 | 774.832 |
| Otras deudas a pagar | 84.196 | 62.403 | 142.935 | 82.727 | 616.944 |
| TOTAL PASIVO | 9.993.293 | 11.755.296 | 13.760.711 | 14.883.927 | 15.750.698 |
| PATRIMONIO NETO | 3.394.377 | 3.937.240 | 5.814.238 | 10.026.415 | 15.133.842 |

| Variación anual | Δ 00/99 | Δ 01/00 | Δ 02/01 | Δ 03/02 |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Total Activo Corriente | 15% | 20% | 31% | 18% |
| Total Activo NO Corriente | 28% | 46% | 14% | 48% |
| TOTAL ACTIVO | 17% | 25% | 27% | 24% |
| TOTAL PASIVO | 18% | 17% | 8% | 6% |
| PATRIMONIO NETO | 16% | 48% | 72% | 51% |

8.2 ANEXO - ESTADO DE RESULTADOS

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ventas | 71.973.699 | 81.236.467 | 101.882.579 | 121.521.197 | 138.780.550 |
| Costo de Ventas | -59.013.382 | -66.204.171 | -81.364.569 | -93.362.164 | -105.633.508 |
| Utilidad bruta | 12.960.317 | 15.032.296 | 20.518.011 | 28.159.032 | 33.147.041 |
| Gastos de comercialización | -11.508.482 | -12.471.954 | -17.797.057 | -21.081.177 | -25.875.630 |
| Gastos de administración | -1.336.377 | -2.243.317 | -1.686.575 | -3.102.529 | -2.860.814 |
| Gastos financieros | 0 | -37.702 | 0 | -375 | -6.242 |
| Utilidad operativa | 115.459 | 279.323 | 1.034.379 | 3.974.951 | 4.404.355 |
| Otros ingresos | 358.044 | 263.540 | 887.619 | 497.626 | 1.239.073 |
| Ganancia antes de impuesto | 473.503 | 542.863 | 1.921.998 | 4.472.577 | 5.643.428 |
| Impuesto a las ganancias (35%) | -165.726 | -190.002 | -672.699 | -1.565.402 | -1.975.200 |
| Ganancia neta | 307.777 | 352.861 | 1.249.299 | 2.907.175 | 3.668.228 |

Porcentaje sobre ventas

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Prom |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Costo de Ventas | -81,99% | -81,50% | -79,86% | -76,83% | -76,12% | -79,26% |
| Utilidad bruta | 18,01% | 18,50% | 20,14% | 23,17% | 23,88% | 20,74% |
| Gastos de comercialización | -15,99% | -15,35% | -17,47% | -17,35% | -18,64% | -16,96% |
| Gastos de administración | -1,86% | -2,76% | -1,66% | -2,55% | -2,06% | -2,18% |
| Gastos financieros | 0,00% | -0,05% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -0,01% |
| Utilidad operativa | 0,16% | 0,34% | 1,02% | 3,27% | 3,17% | 1,59% |
| Otros ingresos | 0,50% | 0,32% | 0,87% | 0,41% | 0,89% | 0,60% |
| Ganancia antes de impuesto | 0,66% | 0,67% | 1,89% | 3,68% | 4,07% | 2,19% |
| Impuesto a las ganancias (35%) | -0,23% | -0,23% | -0,66% | -1,29% | -1,42% | -0,77% |
| Ganancia neta | 0,43% | 0,43% | 1,23% | 2,39% | 2,64% | 1,42% |

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | promedio |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Amortizaciones | 179.524 | 279.790 | 601.368 | 885.912 | 782.192 | 545.757 |
| Gastos sin amortizaciones | -13.024.383 | -15.032.762 | -20.085.000 | -25.069.993 | -29.524.879 | -20.547.403 |
| Gastos sin amort sobre ventas | -18,10% | -18,50% | -19,71% | -20,63% | -21,27% | -19,64% |
| Amortizaciones sobre gastos | -1,38% | -1,86% | -2,99% | -3,53% | -2,65% | -2,48% |
| Amortizaciones sobre ventas | 0,25% | 0,34% | 0,59% | 0,73% | 0,56% | 0,50% |

8.3 ANEXO - GASTOS

| | Gastos ejercicio 2002 | | | | | Gastos ejercicio 2003 | | | | | Δ 92/03 |
|---------------------------------|-----------------------|------------------|-------------------|------------|-------------------|-----------------------|------------------|-------------------|--------------|-------------------|------------|
| | Bs cam | Admin | Comerc | Financ. | Total | Bs cam | Admin | Comerc | Financ. | Total | |
| Retribuc. Directores y Síndicos | | 170.000 | 32.800 | | 202.800 | | 66.219 | 82.650 | | 148.869 | -27% |
| Honorarios y retribuciones | | | 137.101 | | 137.101 | 39.100 | | 296.660 | | 335.760 | 145% |
| Sueldos | 299.984 | 696.597 | 9.690.237 | | 10.686.819 | 394.177 | 678.307 | 11.433.431 | | 12.505.916 | 17% |
| Energía y combustible | 23.524 | 36.800 | 476.914 | | 537.238 | 24.311 | 65.509 | 729.043 | | 818.863 | 52% |
| Mantenimiento | | 435.820 | 1.233.299 | | 1.669.119 | | 568.025 | 1.613.849 | | 2.181.874 | 31% |
| Movilidad y transporte | 506 | 56.300 | 122.459 | | 179.265 | 1.365 | 143.281 | 303.318 | | 447.964 | 150% |
| Publicidad y propaganda | | | 513.706 | | 513.706 | | | 560.727 | | 560.727 | 9% |
| Impuestos, Tasas y contrib. | | 58.530 | 4.181.468 | | 4.239.999 | | 81.380 | 6.545.886 | | 6.627.266 | 56% |
| Gastos varios | 350.911 | 699.457 | 3.921.531 | | 4.971.899 | 225.747 | 463.980 | 2.626.485 | | 3.316.212 | -33% |
| Papelaría y embalaje | | | | | 0 | | | 456.639 | | 456.639 | |
| Intereses pagados | | | | 375 | 375 | | | | 6.242 | 6.242 | 1562% |
| Seguros | | 107.965 | | | 107.965 | | 90.485 | | | 90.485 | -16% |
| Amortizaciones | | 450.086 | 435.826 | | 885.912 | | 133.021 | 649.172 | | 782.192 | -12% |
| Alquileres | | | 201.897 | | 201.897 | | | 342.166 | | 342.166 | 69% |
| Custodia y seguridad | | | 120.360 | | 120.360 | | 491.709 | | | 491.709 | 309% |
| Robos | | | 13.578 | | 13.578 | | 39.019 | | | 39.019 | 187% |
| Deudores incobrables | | 87.678 | | | 87.678 | | | | | 0 | |
| Descuento Tarjeta | | | | | 0 | | | 225.696 | | 225.696 | |
| Indemnizaciones | | 303.295 | | | 303.295 | | 34.498 | | | 34.498 | -89% |
| Limpieza | | | | | 0 | 3.250 | 5.383 | 9.910 | | 18.543 | |
| TOTAL | 674.925 | 3.102.529 | 21.081.177 | 375 | 24.859.006 | 687.951 | 2.860.814 | 25.875.630 | 6.242 | 29.430.637 | 18% |

| Composición porcentual | Gastos ejercicio 2002 | | | | | Gastos ejercicio 2003 | | | | |
|---------------------------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Bs cam | Admin | Comerc | Fin | Total | Bs cam | Admin | Comerc | Fin | Total |
| Retribuc. Directores y Síndicos | 0,0% | 5,5% | 0,2% | 0,0% | 0,8% | 0,0% | 2,3% | 0,3% | 0,0% | 0,5% |
| Honorarios y retribuciones | 0,0% | 0,0% | 0,7% | 0,0% | 0,6% | 5,7% | 0,0% | 1,1% | 0,0% | 1,1% |
| Sueldos | 44,4% | 22,5% | 46,0% | 0,0% | 43,0% | 57,3% | 23,7% | 44,2% | 0,0% | 42,5% |
| Energía y combustible | 3,5% | 1,2% | 2,3% | 0,0% | 2,2% | 3,5% | 2,3% | 2,8% | 0,0% | 2,8% |
| Mantenimiento | 0,0% | 14,0% | 5,9% | 0,0% | 6,7% | 0,0% | 19,9% | 6,2% | 0,0% | 7,4% |
| Movilidad y transporte | 0,1% | 1,8% | 0,6% | 0,0% | 0,7% | 0,2% | 5,0% | 1,2% | 0,0% | 1,5% |
| Publicidad y propaganda | 0,0% | 0,0% | 2,4% | 0,0% | 2,1% | 0,0% | 0,0% | 2,2% | 0,0% | 1,9% |
| Impuestos, Tasas y contrib. | 0,0% | 1,9% | 19,8% | 0,0% | 17,1% | 0,0% | 2,8% | 25,3% | 0,0% | 22,5% |
| Gastos varios | 52,0% | 22,5% | 18,6% | 0,0% | 20,0% | 32,8% | 16,2% | 10,2% | 0,0% | 11,3% |
| Papelaría y embalaje | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,8% | 0,0% | 1,6% |
| Intereses pagados | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 100,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| Seguros | 0,0% | 3,5% | 0,0% | 0,0% | 0,4% | 0,0% | 3,2% | 0,0% | 0,0% | 0,3% |
| Amortizaciones | 0,0% | 14,5% | 2,1% | 0,0% | 3,6% | 0,0% | 4,6% | 2,5% | 0,0% | 2,7% |
| ALquileres | 0,0% | 0,0% | 1,0% | 0,0% | 0,8% | 0,0% | 0,0% | 1,3% | 0,0% | 1,2% |
| Custodia y seguridad | 0,0% | 0,0% | 0,6% | 0,0% | 0,5% | 0,0% | 17,2% | 0,0% | 0,0% | 1,7% |
| Robos | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,0% | 0,1% | 0,0% | 1,4% | 0,0% | 0,0% | 0,1% |
| Deudores incobrables | 0,0% | 2,8% | 0,0% | 0,0% | 0,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Descuento Tarjeta | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,9% | 0,0% | 0,8% |
| Indemnizaciones | 0,0% | 9,8% | 0,0% | 0,0% | 1,2% | 0,0% | 1,2% | 0,0% | 0,0% | 0,1% |
| Limpieza | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,5% | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,1% |
| TOTAL | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

8.4 ANEXO - RATIOS

| Ratios patrimoniales | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Activo | 13.387.670 | 15.692.536 | 19.574.949 | 24.910.342 | 30.884.540 |
| Activo corriente | 11.067.441 | 12.731.242 | 15.255.520 | 19.969.880 | 23.557.594 |
| Activo No Corriente | 2.320.229 | 2.961.294 | 4.319.429 | 4.940.461 | 7.326.946 |
| Bienes de cambio | 8.013.429 | 8.015.995 | 8.936.784 | 8.658.212 | 9.043.376 |
| Pasivo = Pasivo Corriente | 9.993.293 | 11.755.296 | 13.760.711 | 14.883.927 | 15.750.698 |
| Patrimonio Neto | 3.394.377 | 3.937.240 | 5.814.238 | 10.026.415 | 15.133.842 |
| Endeudamiento = Pasivo / PN | 2,94 | 2,99 | 2,37 | 1,48 | 1,04 |
| Solvencia = Activo / Pasivo | 1,34 | 1,33 | 1,42 | 1,67 | 1,96 |
| Autonomía = PN / Activo | 0,25 | 0,25 | 0,30 | 0,40 | 0,49 |
| Dependencia = Pasivo / Activo | 0,75 | 0,75 | 0,70 | 0,60 | 0,51 |
| Inmovilización = Activo no Cte / Activo | 0,17 | 0,19 | 0,22 | 0,20 | 0,24 |
| Financiación inmovilización = A. no cte / PN | 0,68 | 0,75 | 0,74 | 0,49 | 0,48 |

| Ratios económicos | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PN promedio | | 3.665.808 | 4.875.739 | 7.920.326 | 12.580.128 |
| Activo promedio | | 14.540.103 | 17.633.742 | 22.242.645 | 27.897.441 |
| Bienes de cambio promedio | | 8.014.712 | 8.476.389 | 8.797.498 | 8.850.794 |
| Ganancia operativa | 115.459 | 279.323 | 1.034.379 | 3.974.951 | 4.404.355 |
| Ganancia neta | | 352.861 | 1.249.299 | 2.907.175 | 3.668.228 |
| Ventas | 71.973.699 | 81.236.467 | 101.882.579 | 121.521.197 | 138.780.550 |
| Costo de ventas | 59.013.382 | 66.204.171 | 81.364.569 | 93.362.164 | 105.633.508 |
| Capital de trabajo promedio | | 1.025.047 | 1.235.377 | 3.290.381 | 6.446.425 |
| Rentabilidad del PN = Ganancia neta / PN inicial | | 10,40% | 31,73% | 50,00% | 36,59% |
| Rentabilidad del activo = Gan. operat. / Activo prom | | 1,92% | 5,87% | 17,87% | 15,79% |
| Margen sobre ventas = Gan. operativa / Ventas | | 0,34% | 1,02% | 3,27% | 3,17% |
| Apalancamiento = Activo / PN inicial | | 4,62 | 4,97 | 4,28 | 3,08 |

| Ratios Financieros | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liquidez = A. Cte / P. Cte | 1,11 | 1,08 | 1,11 | 1,34 | 1,50 |
| Liquidez seca = (A. Cte - Bs cam.) / P. Cte | 0,31 | 0,40 | 0,46 | 0,76 | 0,92 |
| Capital de trabajo = A.Cte - P. Cte | 1.074.148 | 975.946 | 1.494.808 | 5.085.953 | 7.806.897 |
| Capital trabajo / Activo | 8,02% | 6,22% | 7,64% | 20,42% | 25,28% |
| Rotación Pasivo Cte. = Ventas / Pasivo | 7,20 | 6,91 | 7,40 | 8,16 | 8,81 |
| Plazo cancelación pasivo cte. (días) | 51 | 53 | 49 | 45 | 41 |
| Rotación de inventarios = CV / Bs cambio prom. | | 8,26 | 9,60 | 10,61 | 11,93 |
| Rotación inventarios (días) | | 44 | 38 | 34 | 31 |

8.5 ANEXO – SIMULACIÓN DE MONTE CARLO

Crystal Ball Report

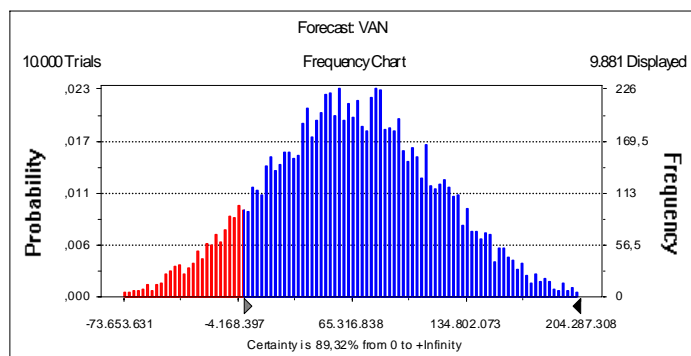
Simulation started on 6/9/04 at 13:16:02
Simulation stopped on 6/9/04 at 13:17:22

Forecast: VAN

Summary:

Certainty Level is 89,32%
Certainty Range is from 0 to +Infinity
Display Range is from -73.653.631 to 204.287.308
Entire Range is from -130.131.226 to 278.332.435
After 10.000 Trials, the Std. Error of the Mean is 535.212

| Statistics: | Value |
|-----------------------|--------------|
| Trials | 10000 |
| Mean | 65.970.685 |
| Median | 65.310.964 |
| Mode | --- |
| Standard Deviation | 53.521.231 |
| Variance | 3E+15 |
| Skewness | 0,08 |
| Kurtosis | 3,10 |
| Coeff. of Variability | 0,81 |
| Range Minimum | -130.131.226 |
| Range Maximum | 278.332.435 |
| Range Width | 408.463.661 |
| Mean Std. Error | 535.212,31 |



Percentiles:

| Percentile | Value |
|------------|--------------|
| 0% | -130.131.226 |
| 10% | -2.477.201 |
| 20% | 20.650.784 |
| 30% | 38.023.748 |
| 40% | 52.044.572 |
| 50% | 65.310.964 |
| 60% | 79.254.498 |
| 70% | 93.185.759 |
| 80% | 110.814.591 |
| 90% | 134.152.606 |
| 100% | 278.332.435 |

9 BIBLIOGRAFÍA

- BREALEY, R. Y MYERS, S., Fundamentos de Financiación Empresarial, Mc Graw Hill, 3º edición, Madrid (2001).
- DURMRAUF, Guillermo, Guía para valuación de empresas, Universidad del CEMA, Buenos Aires (2002).
- DURMRAUF, Guillermo, Valoración de E. en mercados emergentes, Universidad del CEMA, Buenos Aires (2001).
- DURMRAUF, Guillermo, Métodos de valuación por descuento de flujos, Universidad del CEMA, Buenos Aires (2001).
- FERNANDEZ Pablo, Métodos de valoración de Empresas, Gestión 2000, Barcelona (1999).
- FERNANDEZ, Pablo, Fórmulas para Valoración de empresas, IESE Business School, Barcelona (1994).
- FERNANDEZ, Pablo, Company Valuation methods, IESE Business School, Barcelona (2003).
- FORNERO Ricardo, Valuación de empresas en mercados financieros emergentes, Universidad Nacional de Cuyo, Mendoza (2002).
- LUPPI, Hugo, Valuación de activos, Revista Mercado, Buenos Aires (2003).
- MACAREÑAS, Juan, El coste del capital, Universidad Complutense de Madrid, Madrid (2001).
- MASCAREÑAS, Juan, El coste del capital, Universidad Complutense de Madrid, Madrid (2001).
- MONDINO, Diana y PENDAS Eugenio, Finanzas para empresas competitivas, Granica, Barcelona (1994).
- PARISI, Manual de Simulador Parisi, www.parisinet.com
- ROTSTEIN, Fabio, Modelos de valuación financiera, Escritos contables, n° 40, Bahía Blanca, Argentina (2000).
- STEWART, G. Bennet, Campeones del crecimiento rentable, Harvard Business Review, Massachussets (2004).