

**VALORACIÓN DE LA UNIDAD DE NEGOCIO DE PROTECCIÓN FEMENINA
DE LA EMPRESA DELTA S.A. EN CHILE**



DAVID ALEJANDRO CORREA GONZÁLEZ
Especialización en Ingeniería Financiera

Director: Jorge Enrique Lotero Botero

Universidad Nacional de Colombia
Escuela Ingeniería de la Organización
Medellín
2009

VALORACIÓN DE LA UNIDAD DE NEGOCIO DE PROTECCIÓN FEMENINA DE LA EMPRESA DELTA S.A. EN CHILE

Autor: David Alejandro Correa González
Director: Jorge Enrique Lotero Botero
Trabajo Final Especialización en Ingeniería Financiera
Facultad de Minas
Universidad Nacional de Colombia
Sede Medellín
2008-II

Palabras claves: tamaño de mercado, penetración de mercado, participación de mercado, estados financieros, capital de trabajo, flujo de caja libre, costo de endeudamiento, costo de capital WACC, valor de continuidad, valor agregado de mercado, valor de mercado de la empresa.

Resumen

El siguiente trabajo presenta una valoración de una empresa chilena dedicada a la comercialización de productos de protección femenina, con la finalidad de conocer su valor actual del mercado y tener herramientas fuertes de negociación por parte de la filial principal para una posible futura adquisición. Las metodologías a emplearse serían la valoración mediante los flujos de caja libre proyectados y el método del EVA. Para llegar a un resultado de valoración óptimo, primero se debe conocer el entorno comercial del negocio, la penetración de sus productos y el posicionamiento y potencial que tiene en el mercado, adicional a esto es importante conocer su operación interna, es decir, el manejo de proveedores y clientes. Con todo esto y con la ayuda de proyecciones financieras y las metodologías de valoración ya mencionadas se obtendrá un valor de mercado de la empresa que nos indicará que tanto valor puede agregar esta compañía para un accionista y para el mismo mercado, y al final tomar una decisión.

Key Words: market size, market penetration, market share, financial statements (or financial reports), working capital, free cash flow, cost of debt, weighted average cost of capital (WACC), terminal value (continuing value or horizon value), market value added, market value of the company.

Abstract

This paper presents an assessment of a Chilean company dedicated to commercialize feminine protection products in order to ascertain its current market value and to have a strong tool for negotiation by the principal subsidiary in order to a possible future purchase. The methodologies to be used for the valuation are the free cash flows projected and the method of economic value added (EVA). To reach an optimal outcome assessment, you must first know the business environment, the penetration of its products and the positioning and potential in the market. Additional to this it is important to know its own internal operation (i.e. the management of suppliers and customers). With all this and the help of financial projections and valuation methodologies outlined above will result in a market value of the company. These will tell us how much value the company could add to the shareholders and the market, and finally make a choice.

TABLA DE CONTENIDO

	pág
1 ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN.....	5
2 OBJETIVOS.....	6
2.1 OBJETIVO GENERAL.....	6
2.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS.....	6
3 METODOLOGÍA A UTILIZAR.....	7
4 ALCANCES DEL TRABAJO.....	8
5 DESARROLLO DEL TRABAJO.....	9
5.1 ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO CHILENO.....	9
5.2 INDICADORES MACROECONÓMICOS Y PROYECCIÓN DE VENTAS.....	12
5.3 PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS.....	16
5.3.1 Capital de trabajo.....	21
5.3.2 Proyección de PyG y balance general.....	22
5.4 FLUJO DE CAJA LIBRE.....	23
5.5 CÁLCULO DEL WACC.....	24
5.6 TASA DE CRECIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA.....	28
5.7 VALOR DE CONTINUIDAD.....	29
5.8 VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA.....	30
5.8.1 Método de flujo de caja libre.....	30
5.8.2 Método del EVA.....	32
6 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	35
7 BIBLIOGRAFÍA.....	36

LISTA DE TABLAS

	pág.
<i>Tabla 1. Proyección del crecimiento poblacional.....</i>	<i>10</i>
<i>Tabla 2. Pronóstico de indicadores macroeconómicos.....</i>	<i>13</i>
<i>Tabla 3. Pronóstico del mercado potencial unidad de negocio 1.....</i>	<i>13</i>
<i>Tabla 4. Pronóstico del mercado potencial unidad de negocio 2.....</i>	<i>14</i>
<i>Tabla 5. Pronóstico del mercado potencial unidad de negocio 3.....</i>	<i>14</i>
<i>Tabla 6. Pronóstico del crecimiento y participación del mercado unidad de negocio1.....</i>	<i>15</i>
<i>Tabla 7. Pronóstico del crecimiento y participación del mercado unidad de negocio2.....</i>	<i>16</i>
<i>Tabla 8. Pronóstico del crecimiento y participación del mercado unidad de negocio3.....</i>	<i>16</i>
<i>Tabla 9. Pronóstico consolidado de ventas y costos.....</i>	<i>16</i>
<i>Tabla 10. Pronóstico de cuentas por cobrar.....</i>	<i>17</i>
<i>Tabla 11. Estimación de la estructura de costos.....</i>	<i>17</i>
<i>Tabla 12. Pronóstico de la estructura de costos.....</i>	<i>18</i>
<i>Tabla 13. Pronóstico del inventario.....</i>	<i>18</i>
<i>Tabla 14. Pronóstico de compras.....</i>	<i>18</i>
<i>Tabla 15. Pronóstico de las cuentas por pagar.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabla 16. Pronóstico de activos fijos, depreciaciones y amortizaciones.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabla 17. Pronóstico de endeudamiento.....</i>	<i>20</i>
<i>Tabla 18. Pronóstico del capital de trabajo.....</i>	<i>21</i>
<i>Tabla 19. Pronóstico de inversiones en activo fijo.....</i>	<i>21</i>
<i>Tabla 20. Pronóstico del PyG.....</i>	<i>22</i>
<i>Tabla 21. Pronóstico del balance general.....</i>	<i>23</i>
<i>Tabla 22. Pronóstico del flujo de caja libre.....</i>	<i>23</i>
<i>Tabla 23. Estimación del costo de endeudamiento.....</i>	<i>24</i>
<i>Tabla 24. Estimación de la tasa de interés libre de riesgo.....</i>	<i>25</i>
<i>Tabla 25. Betas para mercados emergentes.....</i>	<i>26</i>
<i>Tabla 26. Pronóstico Balance financiero.....</i>	<i>27</i>
<i>Tabla 27. Pronóstico del WACC.....</i>	<i>28</i>
<i>Tabla 28. Pronóstico de indicadores financieros.....</i>	<i>28</i>
<i>Tabla 29. Valor de continuidad.....</i>	<i>30</i>
<i>Tabla 30. Flujo de caja libre descontado.....</i>	<i>31</i>
<i>Tabla 31. Valor de mercado de la empresa.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabla 32. EVA con WACC 1.....</i>	<i>33</i>
<i>Tabla 33. Valor de la negociación, método EVA con WACC 1.....</i>	<i>33</i>
<i>Tabla 34. EVA con WACC 2.....</i>	<i>34</i>
<i>Tabla 35. Valor de la negociación, método EVA con WACC 2.....</i>	<i>34</i>

LISTA DE FIGURAS

	pág.
<i>Figura 1. Crecimientos canasta total, Nielsen Chile</i>	10
<i>Figura 2. Crecimientos canasta tissue, Nielsen Chile</i>	11
<i>Figura 3. Participación de mercado, Nielsen Chile</i>	12
<i>Figura 4. Tipo de cambio chileno, 2008</i>	12
<i>Figura 5. Ventas en unidades categoría protección femenina, Nielsen Chile</i>	15
<i>Figura 6. Tendencia del costo de endeudamiento</i>	20
<i>Figura 7. Valor de mercado agregado</i>	31

1. ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN

La empresa Delta S.A, con su experiencia de 50 años y líder en el mercado Colombiano en categorías como Papel Higiénico, Servilletas, Pañuelos Faciales, Pañales para adultos y Protección Femenina, en los últimos años ha venido expandiendo su mercado y poco a poco ha penetrado al mercado de la zona Andina y del Caribe, especialmente con la categoría de protección femenina. Esta unidad de negocios es la que presenta uno de los mejores crecimientos en la compañía y las oportunidades en el mercado Andino y la zona caribe son muy buenas.

En Chile, actualmente existe la filial Delta S.A Chile, de la cual el 50% corresponde a Delta S.A Colombia. Este es un negocio con un mercado muy potencial y con muchas oportunidades en un país con un crecimiento económico notable, donde su PIB presenta un crecimiento a 2007 de 5,1%, llegando a ser el quinto país que más aporta al PIB de toda Latinoamérica y con el segundo PIB per cápita después de Puerto Rico, un desaceleramiento en la tasa de desocupación y con una población objetivo (mujeres de 12 a 50 años) que aumenta su aporte económico al país. En términos de consumo es el segundo país que más crece con un 8%, después de Venezuela que crece un 18% en consumo de canasta. Donde la canasta de higiene personal crece a un 5% y es donde se concentra el 38% de nuevos productos entrantes a la canasta total.

La oportunidad más real para la unidad de negocios es que para el primer trimestre de 2008 la penetración en los hogares de Protección Femenina alcanzó un 81%, siendo la más alta de la región (andina y caribe) y la marca nuestra en Chile aun no alcanza buena posición en el mercado, quedando como el tercer fabricante en el país y con tendencia de mediano plazo decreciente.

Teniendo un poco claro el entorno del negocio, la pregunta que hay que responder es, con un mercado tan potencial como este y con el desempeño que ha tenido la marca en este país, qué tanto valor genera para nosotros como filial 50% si hasta el momento con lo que se conoce insipientemente del negocio, la utilidad bruta de la operación de exportar a Chile tiende a 0 ó <0. Hacia donde hay que dirigir los esfuerzos financieros para que este negocio genere más valor?

2. OBJETIVOS

2.1. OBJETIVO GENERAL

- Generar una herramienta de apoyo por medio de esta investigación para sustentar cualquier decisión sobre el futuro del negocio filial en Delta S.A Chile.

2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Entender completamente el funcionamiento financiero y de mercado de la unidad de negocio en Chile.
- Conocer cual es la fuente en la operación del negocio que genera mayor retorno de la inversión para la empresa y fortalecerlo mucho más.
- Identificar, comprender y aplicar correctamente los diferentes modelos y metodologías que existen para valorar una empresa.
- Identificar cómo añadir más valor a todos los interesados: los accionistas, los trabajadores, los clientes, los proveedores, los acreedores, el estado y hasta la sociedad en general.
- Identificar para cuales agentes se quiere agregar más valor, para que con la ayuda de los modelos existentes y aplicables se pueda plantear una estrategia adecuada.
- Estimar la viabilidad futura del negocio mediante herramientas financieras.

3. METODOLOGÍA A UTILIZAR

Para entender completamente el funcionamiento del negocio hay que conocer la empresa y su cultura organizativa, sus estrategias administrativas, su personal, su forma de actuar y resolver problemas, incluyendo todo el personal directivo. También hay que conocer a profundidad el entorno del negocio y su propia operación, es decir, los proveedores, clientes y competidores. Cuál es su salud financiera y cuál ha sido su evolución histórica. Analizar el sector en el que centra sus actividades y, por extensión, la situación económica general. Estudiar su plan de negocio con objeto de estimar su viabilidad futura. Para todo esto se requiere de un diagnóstico inicial que ayude a identificar la situación actual y que sea el punto de partida para empezar a identificar potenciales. Toda esta información se recolectará mediante investigación secundaria, cuantitativa y alguna cualitativa que me evalúe la cultura organizacional.

Para profundizar más, es importante identificar que es lo que está generando mayor retorno de capital para la unidad de negocios para poder enfocarse por ahí y así generar mayor valor en el futuro, las empresas, en general, obtienen altos retornos si sus productos son insustituibles y están legalmente protegidos, cuando la marca es importante y la elasticidad-precio de la demanda es rígida (los consumidores son poco sensibles a las variaciones del precio) y cuando se reconoce que un producto es más valioso para los clientes cuanto más gente lo utilice.

Conociendo todo esto se puede comenzar con el proceso de prever el futuro que consiste en calcular el valor de la empresa en relación a los flujos de caja que se estima genere en el futuro, para ello habrá que crear una serie de escenarios futuros y aplicar una serie de métodos de valoración, que serán analizados posteriormente en este trabajo.

Después de hacer esta estimación se llegará a la conclusión de que este negocio de protección femenina en Chile está generando o destruyendo valor para los interesados y servirá de apoyo para la toma de decisiones gerenciales.

4. ALCANCES DEL TRABAJO

Con este trabajo se tendrá una perspectiva más amplia del negocio actual en Chile, y será una herramienta que ayudará a tomar decisiones importantes como por ejemplo la adquisición de resto del 50% de la filial en caso de que la valoración sea positiva, o en caso contrario y extremo, si la valoración resulta muy desalentadora y negativa se podría contemplar la venta de nuestro 50% y así enfocarse más en los otros países. Lo ideal es que el resultado sea positivo y que se pueda aprovechar el potencial del mercado y del país para ganar mayor participación de mercado y generar mayor utilidad para ambas partes.

5. DESARROLLO DEL TRABAJO

Son varias las razones por las que puede llegar a ser necesario valorar una empresa, la primera y más obvia es que los propietarios desean venderla. Esta alternativa puede derivar en variantes como:

- Interés de algún socio en vender su participación o de comprar la participación de otro u otros participantes en la sociedad. Que vendría a ser uno de los puntos de partida de nuestra investigación.

En algunos casos esta situación se presenta como consecuencia de disputas entre socios que deben ser dirimidas por árbitros.

- Deseo de fusionar la empresa con otra con el fin de compartir sinergias que las haría más valiosas operando juntas.

Una segunda razón para valorar la empresa es el deseo de gerentes y empresarios de implementar procesos de medición de la creación de valor como parte del programa de fomento de la "Cultura del Valor", también conocida como "Gerencia del Valor".

Mantener el modelo del valor de la empresa permite evaluar en cualquier momento el efecto de eventuales decisiones que la gerencia esté considerando como alternativa para mejorar los resultados de largo plazo y por ende evaluar el efecto de dichas decisiones sobre la riqueza de los propietarios.

Por último, la valoración de activos intangibles tales como Good Will, marcas, patentes o cualquier tipo de derecho, lo mismo que demandas por competencia desleal o lucro cesante, entre otras, requieren de un ejercicio similar al que se realiza para valorar una empresa.

Las anteriores razones exigen que un ejercicio de valoración sea comprensible para todas las partes interesadas por lo cual debe realizarse un exhaustivo análisis de los aspectos financieros de la empresa y de la industria en la que se desenvuelve. Algunas veces este es un proceso complejo que implica que si el ejercicio no se realiza de manera cuidadosa, las partes involucradas podrían llevarse sorpresas indeseadas.

5.1. ASPECTOS GENERALES DEL MERCADO CHILENO

Actualmente en Chile la población es de 16,6 millones de habitantes, de los cuales 8,38 millones son mujeres. El mercado objetivo de nuestro negocio de protección femenina se compone aproximadamente 4,2 millones en edades de 15 a 50 años, el aspecto que debe alertarnos un poco es que de acuerdo a las proyecciones del INE (Instituto Nacional de Estadísticas de Chile) la población chilena se está envejeciendo y el grupo de edades que mayor crecimiento tiene proyectado es el de 45 a 64 años que va a pasar de un 18% de importancia a un 25% mientras que las mujeres de nuestro target que hoy representan un 47% de estas mujeres, pasarán a pesar un 41%.

Tabla 1. Proyección del crecimiento poblacional

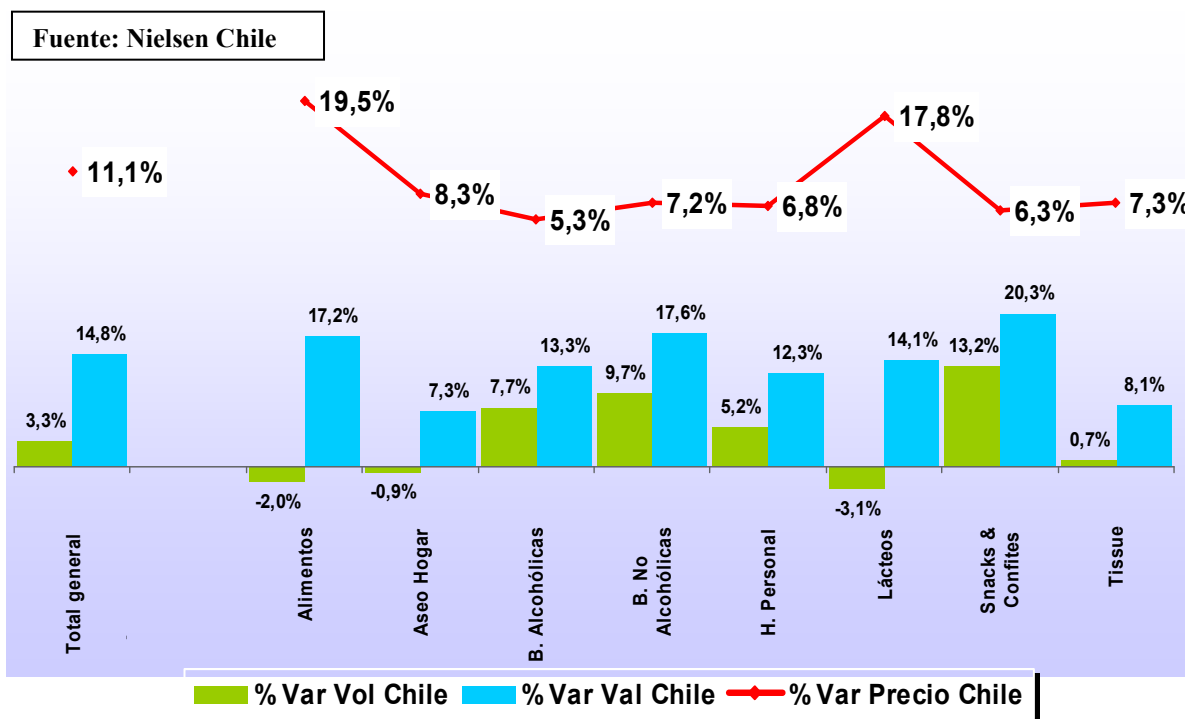
PROYECCION CRECIMIENTO POBLACIONAL CHILE																	
Año	2000	%	2005	%	Delta	2010	%	Delta	2015	%	Delta	2020	%	Delta	2025	%	Delta
00-05			05-10			10-15			15-20			20-25					
MUJERES	7,777,484	100%	8,214,714	100%	5.62%	8,632,948	100%	5.09%	9,025,953	100%	4.55%	9,378,995	100%	3.91%	9,682,617	100%	3.24%
Gpo 0-14	2,102,185	27%	1,990,656	24%	-5.3%	1,872,679	22%	-5.9%	1,838,193	20%	-1.8%	1,841,000	20%	0.2%	1,830,478	19%	-0.6%
Gpo 15-44	3,659,302	47%	3,825,136	47%	4.5%	3,923,514	45%	2.6%	3,956,199	44%	0.8%	3,943,475	42%	-0.3%	3,969,194	41%	0.7%
Gpo 45-64	1,372,285	18%	1,653,849	20%	20.5%	1,955,646	23%	18.2%	2,191,393	24%	12.1%	2,356,195	25%	7.5%	2,379,483	25%	1.0%
Gpo 65-80+	643,712	8%	745,073	9%	15.7%	881,109	10%	18.3%	1,040,168	12%	18.1%	1,238,325	13%	19.1%	1,503,462	16%	21.4%

Incluso cuando se observan estas proyecciones desalentadoras para el negocio, se tienen indicadores que dan soporte a incrementos esperados moderados en ventas, utilidades y participaciones de mercado.

Según el INE las mujeres de 12 a 50 años son las que mayor aporte económico representan para el país, y junto con la disminución del desempleo y el crecimiento del PIB, el consumo en este país, especialmente para las mujeres de nuestro target, tiene grandes potenciales de crecer.

Según Nielsen, el crecimiento en consumo para el 2008 tanto en volumen como en valor, para toda la canasta es importante, especialmente en el valor gracias a incrementos en precio.

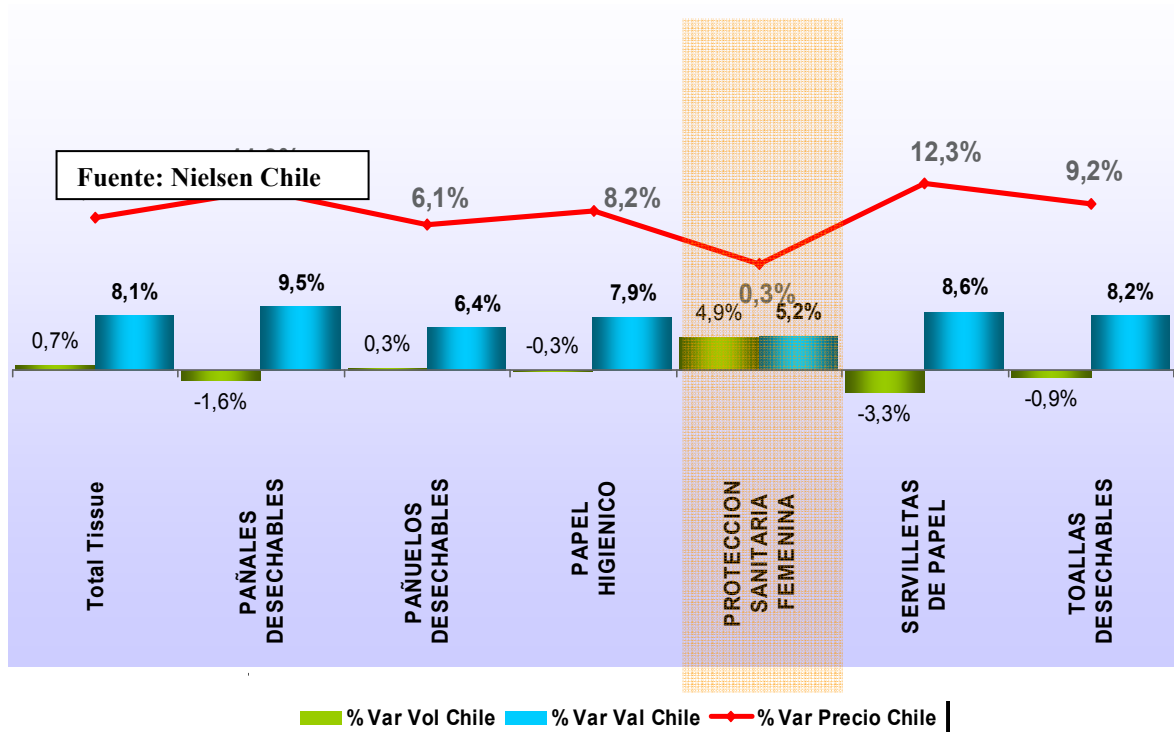
Figura 1. Crecimientos canasta total, Nielsen Chile



Si se observa la canasta Tissue, que es donde se incluye protección femenina, es una canasta que no tiene los más altos crecimientos, después de aseo hogar es de los más bajos, pero lo importante es que crece en volumen inclusive con un incremento tan alto en precio (7,3%), lo cual ayuda a confirmar el fuerte poder adquisitivo que tienen los chilenos cuando se trata de cuidado personal.

La categoría de Protección Femenina se compone por tres segmentos, que para este estudio se denominarán como unidad estratégica de negocio 1 (UEN1), unidad estratégica de negocio 2 (UEN2) y unidad estratégica de negocio 3 (UEN3).

Figura 2. Crecimientos canasta tissue, Nielsen Chile



Cuando profundizamos en la canasta Tissue, vemos que la categoría que presenta los más altos crecimientos es Protección Femenina, manteniendo cierta estabilidad en precio debido a que uno de los tres segmentos (UEN2) que compone la categoría es muy sensible al precio y representa más del 51,8% del volumen, pero es una categoría complementaria que viene en plena etapa de crecimiento, mientras que la categoría importante (UEN1) representa el 47,1% en volumen y con incrementos de precio constantes, el cual hace que sea un segmento muy importante para las utilidades del negocio. Donde el poder adquisitivo de las mujeres es importante para la marca debido a que es una marca costosa en términos de precio pero de mucho valor agregado en atributos de producto.

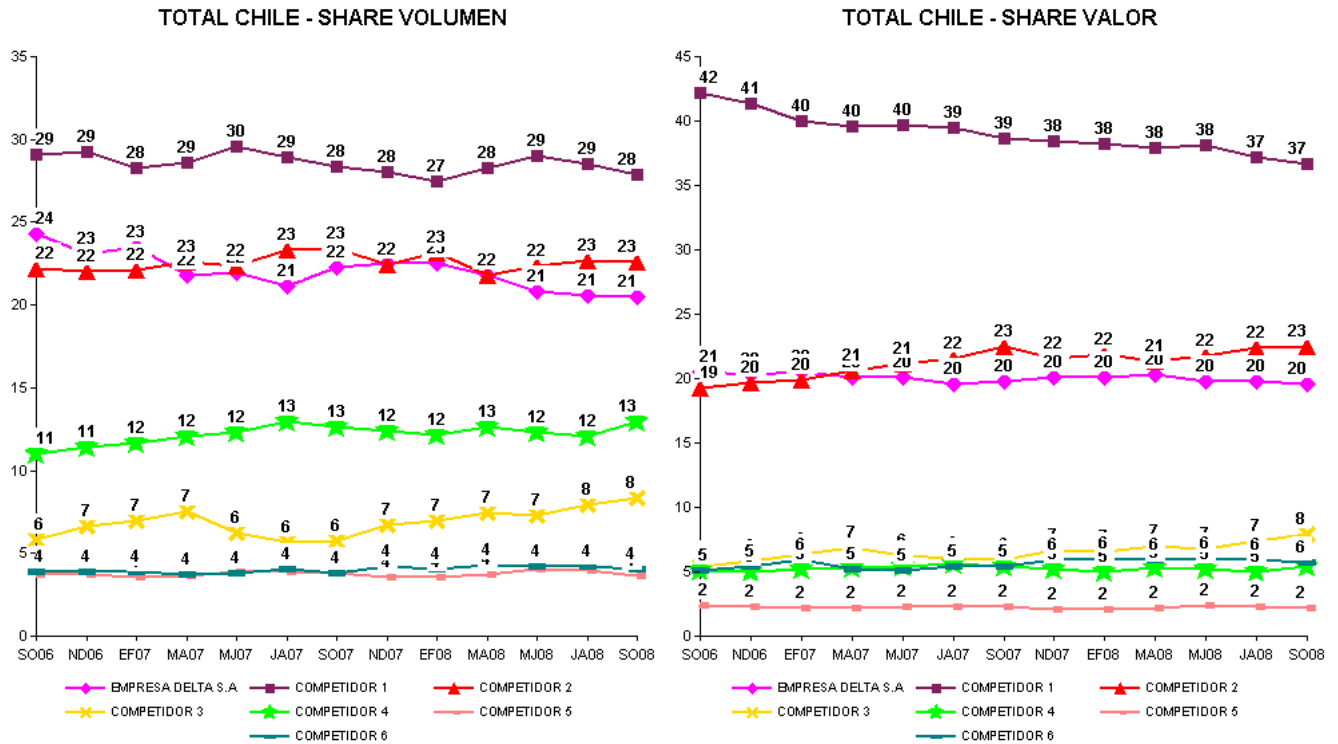
El potencial del mercado consiste en aprovechar el crecimiento del poder adquisitivo de las mujeres y con nuestros atributos diferenciadores del producto comenzar a ganarle participación de mercado a la competencia, teniendo en cuenta que la población objetivo será mucho más pequeña en varios años, el objetivo del crecimiento se fijará en aumentar la penetración de las categorías que aún se ven oportunidades, incrementar precios moderadamente, innovar con productos complementarios que generen valor y sentido de pertenencia de la consumidora por la marca.

Como se puede ver en el siguiente gráfico, en los últimos dos años la compañía Delta S.A ha perdido 3 puntos de participación de mercado en volumen y 1 punto en valor, esta diferencia en valor se debe a los incrementos en precio.

El objetivo con esta valoración del negocio es primero que todo encontrar la factibilidad financiera de adquirir en su totalidad la filial chilena, y con toda la experiencia que tenemos basados en el mercado Colombiano, poder proyectar los esfuerzos de mercadeo hasta el país austral y comenzar a recuperar la participación de mercado

que se ha perdido y alcanzar crecimientos que nos lleven al liderato del mercado en varios años.

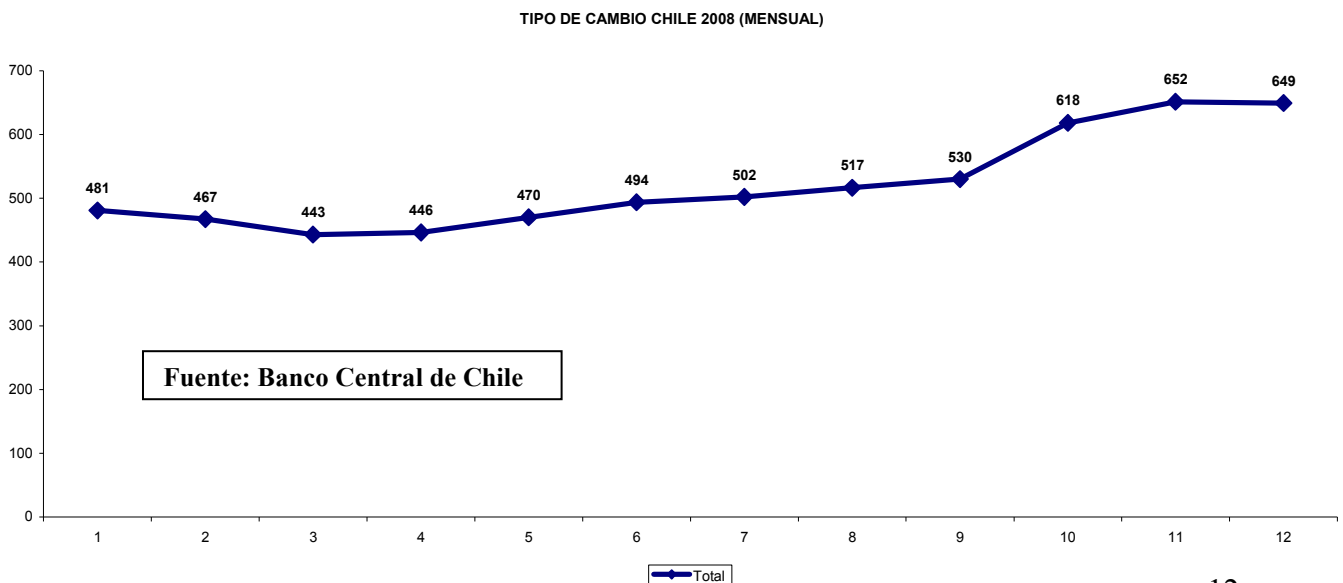
Figura 3. Participación de mercado, Nielsen Chile



5.2. INDICADORES MACROECONÓMICOS Y PROYECCIÓN DE VENTAS

El tipo de cambio para el 2008 terminó en un promedio de 522 clp/usd, presentándose una fuerte revaluación a comienzos del año pero con una recuperación fuerte los últimos tres meses, para el 2007 el tipo de cambio fue de 523 clp/usd presentando una devaluación de -0,2%, pero para los últimos tres meses la devaluación promedio fue de 36.8%, esperándose una devaluación fuerte para el año 2009.

Figura 4. Tipo de cambio chileno, 2008



El escenario macroeconómico con el que trabajamos la valoración del negocio se basa en un escenario con una fuerte devaluación en el 2009 (25%) que se normaliza hasta llegar al mismo valor de la inflación, la cual se proyecta de tal forma que nivele un poco la fuerte devaluación del 2009.

Tabla 2. Pronóstico de indicadores macroeconómicos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pronóstico de Indicadores								
CL/ USD	523	530	663	696	723	752	775	798
DEVALUACIÓN		0.01	1.25	1.05	1.04	1.04	1.03	1.03
INCREMENTO COSTOS		1.02	1.15	1.10	1.07	1.04	1.03	1.03
INFLACIÓN	1.063	1.100	1.09	1.08	1.07	1.04	1.03	1.03
INCREMENTO EN PRECIO DE VENTA		1.05	1.12	1.07	1.05	1.04	1.03	1.03

Después de hacer el análisis externo del sector se genera una buena idea de cómo es la tendencia de este mercado y de la situación económica del país, lo cual nos ayudará a pronosticar las ventas hasta el 2014.

Las ventas se pronosticaron hallando un mercado potencial de acuerdo al consumo per cápita de cada mujer de 15 a 50 años, lo cual nos permite conocer cual es la penetración que tiene el mercado actualmente, y de acuerdo a nuestra tendencia de ventas internas y proyectando una meta de participación de mercado se calculan los tamaños del mercado tanto en volumen como en valor y con nuestra participación proyectada establecemos cuales son nuestras ventas.

Esta es la metodología:

Tabla 3. Pronóstico del mercado potencial unidad de negocio 1

Unidad de Negocio 1	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Target UEN1 mujeres de 12-50 años (mill)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.64	4.72
Producto UEN1 usado por periodo	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Periodos por año	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Potencial de Mercado / Año (mills.units)	660	660	660	660	678	688	700	712	724	736
% Penetración UEN1	88%	89%	86%	87%	85%	84%	83%	82%	81%	80%
Tamaño del mercado en volumen(Mill. Units)	580.3	589	568	573	576	579	582	585	588	591
% Crecimiento del mercado (vol)		2%	-4%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Ventas Internas Vol UEN1	101	100	95	90	89	89	90	92	94	96
% Crecimiento Ventas Internas (vol)		-1%	-5%	-6%	-1%	0%	2%	2%	2%	2%
%Participación de Mercado (Vol)	17%	17.1%	17%	16%	15%	15%	16%	16%	16%	16%
Precio de Mercado por Pieza (Chil\$)	40	39	40	41	42	42	43	44	44	45
% Crecimiento Precio de Mercado		0%	3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Precio Interno	42	41	46	47	48	48	49	49	50	50
% Crecimiento Precio Interno		-1%	12%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Tamaño del mercado en valor (mill\$ Clp)	22,946	23,176	22,944	23,521	23,993	24,475	24,966	25,467	25,978	26,500
% Crecimiento del mercado (val)		1%	-1%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Ventas Internas Val UEN1(mill.\$CLP)	4,222	4,157	4,433	4,250	4,250	4,292	4,422	4,555	4,693	4,835
% Crecimiento Ventas Internas (val)		-2%	7%	-4%	0%	1%	3%	3%	3%	3%
Tamaño del mercado en valor (000 USD)	40,696	43,720	43,870	44,379	43,529	44,403	45,294	46,203	47,131	48,077
Ventas Internas Val UEN1(000 USD)	7,808	7,842	8,476	8,019	7,710	7,787	8,022	8,265	8,514	8,771

Para 2007 esta categoría de producto no sólo para la empresa sino para el mercado, mostró un decrecimiento en sus volúmenes, que ya para 2008 se recupera significativamente. Somos los terceros en participación de mercado, con una tendencia decreciente. Ver gráfico al final

Tabla 4. Pronóstico del mercado potencial unidad de negocio 2

Unidad de Negocio 2	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Target UEN2 mujeres de 12-50 años (mill)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7
Producto UEN2 usado por periodo	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Periodos por año	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Potencial de Mercado / Año (mills.units)	1,117	1,117	1,117	1,117	1,147	1,165	1,184	1,204	1,225	1,245
% Penetración UEN2	37%	42%	46%	50%	52%	54%	56%	57%	59%	61%
Tamaño del mercado en volumen(Mill. Units)	417	471	513	554	592	628	659	692	727	756
% Crecimiento del mercado (vol)		13%	9%	8%	7%	6%	5%	5%	5%	4%
Ventas Internas Vol UEN2	137	155	165	160	158	165	171	178	185	193
% Crecimiento Ventas Internas (vol)		13%	6%	-3%	-1%	4%	4%	4%	4%	4%
%Participación de Mercado (Vol)	33%	33%	32%	29%	27%	26%	26%	26%	25%	25%
Precio de Mercado por Pieza (Chil\$)	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
% Crecimiento Precio de Mercado		-2%	1%	0%	0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Precio Interno	12	12	12	12	12	12	12	12	12	13
% Crecimiento Precio Interno		-1%	0%	0%	0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Tamaño del mercado en valor (mill\$ Clp)	4,940	5,469	6,016	6,497	6,952	7,406	7,815	8,247	8,703	9,096
% Crecimiento del mercado (val)		11%	10%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%
Ventas Internas Val UEN2 (mill.\$CLP)	1,688	1,895	2,012	1,951	1,932	2,019	2,110	2,206	2,305	2,410
% Crecimiento Ventas Internas (val)		12%	6%	-3%	-1%	5%	5%	5%	5%	5%
Tamaño del mercado en valor (000 USD)	8,762	10,317	11,503	12,259	12,613	13,436	14,179	14,962	15,789	16,502
Ventas Internas Val UEN2(000 USD)	2,994	3,575	3,846	3,682	3,505	3,663	3,829	4,002	4,183	4,372

Esta es una categoría de producto que viene creciendo continuamente a tasas significativas, donde somos líderes en el mercado pero en el largo plazo perdemos participación de mercado ante la competencia.

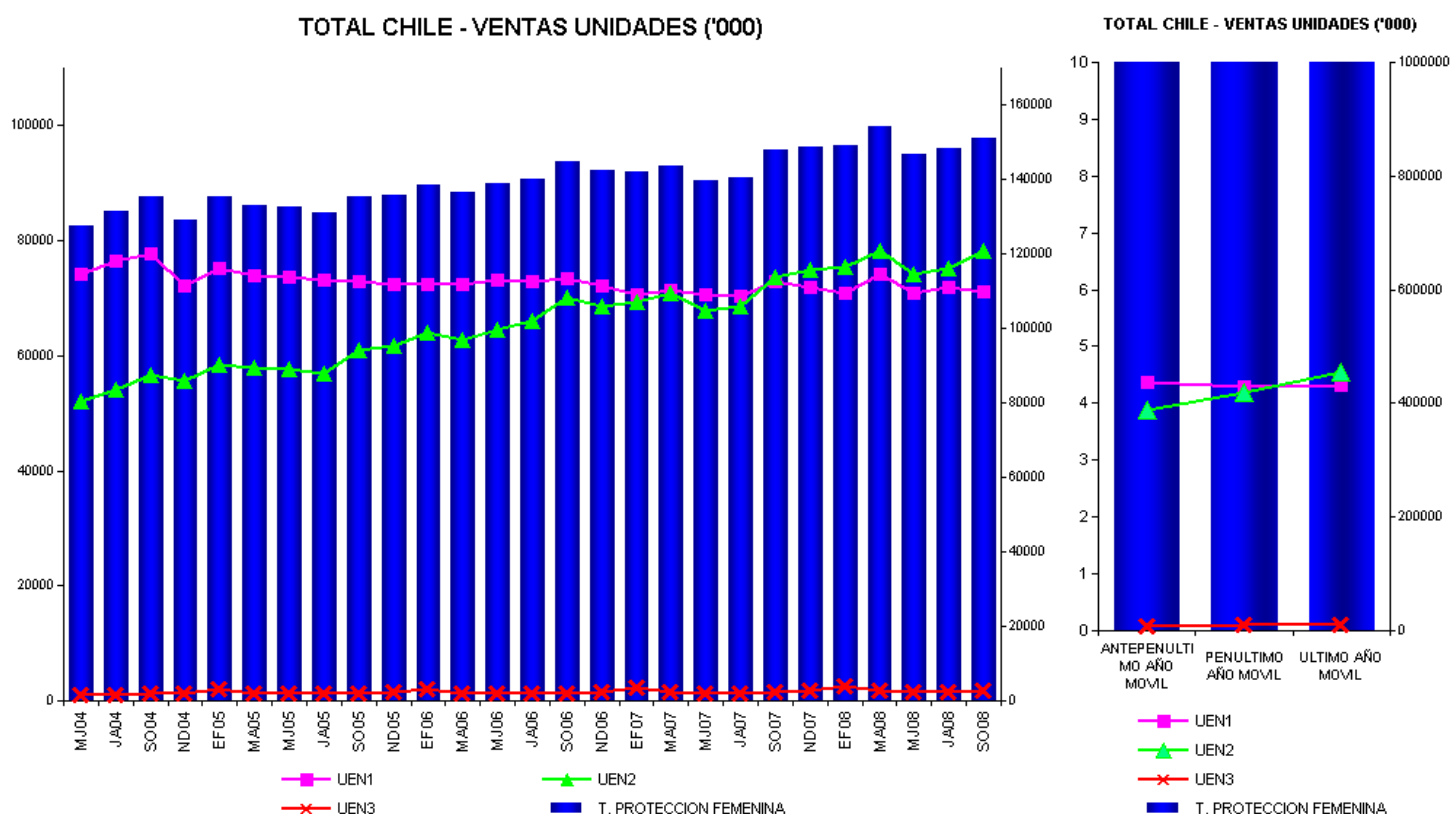
Tabla 5. Pronóstico del mercado potencial unidad de negocio 3

Unidad de Negocio 3	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Target UEN3 mujeres de 15-50 años (mill)				4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7
Producto UEN3 usado por periodo				8	8	8	8	8	8	8
Periodos por año				13	13	13	13	13	13	13
Potencial de Mercado / Año (mills.units)	-	-	-	440	452	459	467	474	482	491
% Penetración UEN3				3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%
Tamaño del mercado en volumen(Mill. Units)			9.8	12	13	14	15	16	17	18
% Crecimiento del mercado (vol)				20%	10%	8%	6%	6%	6%	6%
Ventas Internas Vol UEN3	-	-	0.640	1.60	1.92	2.11	2.28	2.46	2.66	2.87
% Crecimiento Ventas Internas (vol)				150%	20%	10%	8%	8%	8%	8%
%Participación de Mercado (Vol)			7%	14%	15%	15%	15%	16%	16%	16%
Precio de Mercado por Pieza (Chil\$)			131	135.8	138.5	141.3	144.1	147.0	149.9	152.9
% Crecimiento Precio de Mercado				4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Precio Interno			120	100	102	104	106	108	110	112
% Crecimiento Precio Interno				-17%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Tamaño del mercado en valor (mill\$ Clp)			1,283	1,601	1,797	1,979	2,140	2,314	2,502	2,705
% Crecimiento del mercado (val)				25%	12%	10%	8%	8%	8%	8%
Ventas Internas Val UEN3 (mill.\$CLP)	-	-	77	159	195	219	241	266	293	322
% Crecimiento Ventas Internas (val)				108%	22%	12%	10%	10%	10%	10%
Tamaño del mercado en valor (000 USD)	-	-	2,453	3,021	3,260	3,591	3,882	4,198	4,538	4,907
Ventas Internas Val UEN3(000 USD)	-	-	147	301	354	397	437	482	531	585

Esta es una categoría de producto muy nueva, tenemos buenos crecimientos y mucho potencial de desarrollarla mucho más, inicialmente se proyectan grandes crecimientos porque es un lanzamiento nuevo que debe tener más esfuerzos y se proyecta en largo plazo crecimientos más altos que las otras categorías anteriores porque es un producto que cada vez tiene mayor confiabilidad por parte de la consumidora y se viene ampliando su target gracias a un cambio de pensamiento en sus barreras de uso.

En el siguiente gráfico se puede ver más claro el comportamiento de cada unidad de negocio para el total mercado, una UEN1 con tendencia decreciente y leve recuperación al final del 2008, una UEN2 que crece en volumen pero muy sensible al precio y una UEN3 muy pequeña, con precios altos y con mucho potencial de aumentar la penetración en las consumidoras.

Figura 5. Ventas en unidades categoría protección femenina, Nielsen Chile



De acuerdo a los pronósticos realizados se espera que para el 2014 para la unidad de negocio 1 (UEN1) recuperemos la participación que se ha perdido los últimos dos años, defendiéndonos efectivamente de un fabricante local muy fuerte que ha ganado 4 puntos de participación en los últimos dos años y continua con su crecimiento.

Tabla 6. Pronóstico del crecimiento y participación del mercado unidad de negocio 1

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño de mercado UEN1 (mpcs)		573.2	576.0	578.9	581.8	584.7	587.6	590.6
Market Growth %		1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Own volume (MPCS)	95.3	89.6	88.7	88.7	90.5	92.3	94.2	96.0
Marke Share		15.6%	15.4%	15.3%	15.6%	15.8%	16.0%	16.3%

Para la UEN2 no se tiene una proyección muy optimista de ventas, dado que en los últimos dos años hemos perdido 9 puntos de participación de mercado en volumen pero sólo 5 en valor, y dado a que la competencia tiene como estrategia los precios unitarios bajos, por lo que el segmento presenta tan buen crecimiento en volumen, nuestra estrategia no es seguir la guerra de precios sino ofrecer a la consumidora valor agregado en el producto vía promoción y visibilidad, lo cual en el mediano plazo nos afectará nuestro volumen pero se reflejará una mejor relación costo beneficio en nuestros estados financieros.

Tabla 7. Pronóstico del crecimiento y participación del mercado unidad de negocio 2

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño de mercado UEN2 (mpcs)		553.7	592.5	628.0	659.4	692.4	727.0	756.1
Market Growth %		8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%
Own volume (MPCS)	166	160	158	165	171	178	185	193
Marke Share		28.9%	26.7%	26.2%	26.0%	25.7%	25.5%	25.5%

Esta es una unidad de negocio muy nueva que lleva 1 año en el mercado, por lo que su potencial de incrementar su participación de mercado es muy realista.

Tabla 8. Pronóstico del crecimiento y participación del mercado unidad de negocio 3

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño de mercado UEN3 (mpcs)		11.8	13.0	14.0	14.9	15.7	16.7	17.7
Market Growth %			10.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Own volume (MPCS)		1.6	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9
Marke Share		13.6%	14.1%	14.6%	15.1%	15.6%	15.9%	16.2%

De acuerdo a las proyecciones que se obtuvieron de devaluación y de inflación se proyectaron los incrementos en precio de venta y en costos, de tal forma que el incremento en costos estuviera correlacionado con estas dos variables macroeconómicas, por lo que la empresa definió la política de darle una ponderación a cada variable para que afectara el costo en un 95% en devaluación y en un 5% en inflación, y partiendo de este incremento en costos se definió el del precio de venta.

El resultado de las proyecciones consolidadas de ventas y costos quedó así:

Tabla 9. Pronóstico consolidado de ventas y costos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pronóstico de Ventas y Costos								
Total units (Mpcs)	261,260	251,213	249,037	255,564	264,097	272,942	282,112	291,620
Total Net Sales	6,580,183	6,688,972	7,447,845	8,091,698	8,735,892	9,342,952	9,897,639	10,486,905
Total Product Cost	-2,580,843	-2,514,498	-2,876,944	-3,224,545	-3,553,937	-3,807,775	-4,041,188	-4,289,636

5.3. PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

Después de tener las proyecciones de ventas, con la ayuda de unos cuadros auxiliares se proyectarán las principales variables que me ayudarán a pronosticar adecuadamente el estado de pérdidas y ganancias y el balance general de la compañía.

El primer paso es proyectar las cuentas por cobrar, la metodología se basa en hallar la rotación ideal en días de estas cuentas, basados en los dos años anteriores se calcula la rotación así: $(\text{Cuentas x Cobrar} * 365 \text{ días}) / \text{Ventas}$, para los años 2006 y 2007 se encontró que la rotación ideal de estas cuentas es de 158 días, con los cuales vamos a proyectar para los años siguientes así: $\text{Cuentas x Cobrar} = (158 \text{ días} * \text{Ventas}) / 365 \text{ días}$

El resultado es el siguiente: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 10. Pronóstico de cuentas por cobrar

Auxiliares	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CxC	2,900,227	3,229,261	3,508,425	3,787,737	4,050,948	4,291,451	4,546,947

El siguiente paso es la proyección de los componentes del costo total, que me ayudarán a proyectar otras variables como por ejemplo la compra de materia prima, que es clave para pronosticar las cuentas por pagar de la compañía.

Para identificar los componentes del costo se basó en una estimación de la estructura de costos realizada por la compañía en el año 2007 y los resultados fueron los siguientes:

Tabla 11. Estimación de la estructura de costos

ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE COSTOS

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
% Crecimiento MP		1.040	1.040	1.040	1.040	1.040	1.040	1.040
Factor Devaluacion CL vs. USD		1.250	1.050	1.040	1.040	1.000	1.000	1.000
CLP/ USD	530	663	696	723	752	775	798	798
Inflacion CL	1.100	1.090	1.080	1.070	1.040	1.030	1.030	1.030
Factor Devaluacion COP vs. USD		1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
COP/ USD	2050	2112	2175	2240	2307	2377	2448	2521
Factor Inflacion COP	1.045	1.045	1.045	1.045	1.045	1.045	1.045	1.045
% Used Capacity		62%	57%	53%	56%	57%	58%	60%
Needed Shifts		2	2	2	2	2	2	2
Turnos Laborales	3							
Unidades Totales en Prod. (MPCS)		121.4	125	129	132	136	139	142
Cost MP	11.66783956	15.16819143	16.56366504	17.91526011	19.37714533	20.15223114	20.95832039	21.7966532
TOTAL MATERIALS COST (TCLP)		1,840,843	2,068,717	2,302,911	2,563,893	2,746,442	2,913,426	3,090,562
Mano de Obra T1	101808	110970.72	119848.3776	128237.764	133367.2746	137368.2928	141489.3416	145734.0219
Mano de Obra T2	35568	38769.12	41870.6496	44801.59507	46593.65887	47991.46864	49431.2127	50914.14908
Mano de Obra T3	46238.4	50399.856	54431.84448	58242.07359	60571.75654	62388.90923	64260.57651	66188.39381
Supernumerarios	35568	38769.12	41870.6496	44801.59507	46593.65887	47991.46864	49431.2127	50914.14908
Mano de Obra Indirecta	66240	72201.6	77977.728	83436.16896	86773.61572	89376.82419	92058.12892	94819.87278
MANO DE OBRA		149,740	161,719	173,039	179,961	185,360	190,921	196,648
Disponibilidad en días año sin trabajar domingos en 2008 76.1% (Si se sobrepasa este valor hay que considerar supernumerarios)								
Tarifa personal SOCIO	77448.96	84419.3664	91172.91571	97555.01981	101457.2206	104500.9372	107635.9653	110865.0443
Valor personal SOCIO		56279.5776	60781.94381	65036.67987	67638.14707	69667.29148	71757.31023	73910.02953
TOTAL MANO DE OBRA		206,019	222,501	238,076	247,599	255,027	262,678	270,558
Tarifa Energia CLP	55.2	60.168	64.98144	69.5301408	72.31134643	74.48068682	76.71510743	79.01656065
Energia	1243000	49859.216	53847.95328	57617.31001	59922.00241	61719.66248	63571.25236	65478.38993
Materiales Indirectos	36624	39920.16	43113.7728	46131.7369	47977.00637	49416.31656	50898.80606	52425.77024
Bulding Rent	48598.2	52,972.04	57209.80104	61214.48711	63663.0666	65572.9586	67540.14735	69566.35177
TOTAL CIF		142751.414	154171.5271	164963.534	171562.0754	176708.9376	182010.2058	187470.5119
TOTAL COSTS (TCLP)		2,189,613	2,445,389	2,705,951	2,983,054	3,178,178	3,358,114	3,548,591
Estructura de Costos :								
Materiales		84%	85%	85%	86%	86%	87%	87%
Mano de Obra		9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
CIF		7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%

Cifras en miles de pesos chilenos.

El costo total de materiales se pronostica partiendo de la relación entre el crecimiento planeado de materia prima de acuerdo a las necesidades de producción y capacidad de las máquinas con un factor proyectado de devaluación.

Los costos de mano de obra se calculan con base a los 3 turnos laborales, los % de capacidad de uso de las maquinarias y de las necesidades de personal de acuerdo a dicha capacidad de uso.

Y los costos indirectos de fabricación se proyectan de acuerdo al consumo de energía ligada a la capacidad de uso y la cantidad de turnos laborales, arrendamiento del edificio y otros materiales.

Haciendo un consolidado de todo esto se obtiene la proyección de la estructura de costos para la compañía, que en promedio es de Costo de Materiales 86%, Costo de Mano de Obra 8% y los Costos Indirectos de Fabricación 6%.

Otro factor que se debe contemplar en el costo, es el costo de distribución, el cual por políticas del negocio es el 7,7% de las ventas netas. De esta forma toda la estructura de costos de la compañía se proyectó así: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 12. Pronóstico de la estructura de costos

Auxiliares	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
total costos	2,514,498	2,876,944	3,224,545	3,553,937	3,807,775	4,041,188	4,289,636
Material usado	2,155,242	2,465,904	2,763,842	3,046,172	3,263,744	3,463,808	3,676,759
Mano de Obra	212,213	242,802	272,138	299,937	321,360	341,059	362,027
CIF	147,043	168,238	188,565	207,827	222,671	236,321	250,850
Costos de Distribución	515,051	573,484	623,061	672,664	719,407	762,118	807,492

Otra variable a pronosticar es la de inventarios, usando la misma metodología de pronóstico que para las cuentas por cobrar, se halla la rotación ideal en días del inventario partiendo de la información histórica así: $(\text{Inventario} \times 365 \text{ días}) / \text{Costo Pccion}$. Dando como resultado 108 días de rotación ideal de inventario. Ahora para el 2008 en adelante el inventario será: $(108 \text{ días} \times \text{Costo Pccion}) / 365 \text{ días}$.

El pronóstico queda así: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 13. Pronóstico del inventario

Auxiliares	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
inventario	745,413	852,858	955,904	1,053,550	1,128,800	1,197,994	1,271,645

La siguiente variable a pronosticar es la de cuentas por pagar, pero para esto debemos conocer primero cómo será la proyección de compra de materias primas, para el cual se utilizara el cálculo de juego de inventarios para llegar al resultado deseado.

$\text{Compras} = \text{Inventario Final} + \text{Consumo de Materia Prima} - \text{Inventario Inicial (final del año anterior)}$

La proyección es la siguiente, Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 14. Pronóstico de compras

Auxiliares	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
compras	2,211,666	2,573,349	2,866,887	3,143,819	3,338,993	3,533,002	3,750,410

El siguiente paso es calcular la rotación ideal en días de los proveedores, de acuerdo a los periodos anteriores los días de rotación de proveedores es de: $(\text{Cuentas x Pagar a proveedores} \times 365 \text{ días}) / \text{Compras} = 112 \text{ días en promedio}$.

Con base en estos días se proyecta desde 2008 las cuentas por pagar así: $(112 \text{ días} \times \text{Compras}) / 365 \text{ días}$, arrojando la siguiente proyección: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 15. Pronóstico de las cuentas por pagar

Auxiliares	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CXP	678,648	789,630	879,702	964,679	1,024,568	1,084,099	1,150,811

El rubro que se proyecta a continuación es el de activos fijos, el cual está compuesto por los tangibles y por los intangibles.

Dentro de los tangibles hay que aclarar que como la empresa Delta S.A sólo se encarga de comercializar los productos, no de fabricarlos, los activos tangibles no contemplan maquinarias ni equipos de manufactura, sólo se incluye lo que abarca equipos de oficina y otros activos fijos.

Dentro de los intangibles se encuentra lo que son patentes, licencias de softwares, derechos de marca, good Hill, etc.

Para proyectar los tangibles, como no hay maquinaria de producción, se parte de la historia y se relaciona la evolución de estos activos con el incremento anual en ventas. Se encontró que para los periodos anteriores estos activos han representado en promedio un 0,23% sobre el valor de las ventas netas, por lo que se estimarán con este mismo porcentaje a partir del 2008.

Para los intangibles, se identificó que estos activos tienen una amortización de acuerdo al periodo de renovación de registro de marcas y patentes, este valor es de 40.999.000 pesos chilenos, amortizados anualmente.

Para la proyección de depreciación de activos fijos tangibles y amortización de intangibles, se parte de que históricamente la depreciación de los tangibles representa un 17% del total de depreciaciones y amortizaciones, mientras que el valor de la amortización continúa fija anualmente en el valor presentado anteriormente.

Así la proyección de activos fijos, depreciaciones y amortizaciones queda así: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 16. Pronóstico de activos fijos, depreciaciones y amortizaciones

	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total activo fijo bruto	15,259	16,990	18,459	19,928	21,313	22,578	23,923
Total Depreciación Maquinaria y Equipos	-8,373	-8,373	-8,373	-8,373	-8,373	-8,373	-8,373
Total activos intangibles	388,302	347,303	306,305	265,306	224,308	183,309	142,311
Amortización Intangibles	-40,999	-40,999	-40,999	-40,999	-40,999	-40,999	-40,999
Depr of tangible & intangible assets; excl. goodwill	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372

Hay una variable que no toma mucha relevancia para los estados financieros de Delta S.A, esta es la deuda a largo plazo. Debido a que este negocio es de una alta rotación, y su objetivo es comercializar, no invertir en maquinaria de producción y otros activos similares, por eso no se ve la necesidad de endeudarse a largo plazo para cubrir dichas inversiones y debido también a que se tiene un capital de trabajo estable.

Pero se ve la necesidad de proyectarla para los dos primeros años 2008 y 2009 debido a que por políticas de capital de trabajo por parte de Delta S.A Colombia que es el proveedor principal, la filial chilena debe responder por sus obligaciones para 2008 y 2009 en 85 días y no en 112 días como han rotado las cuentas por pagar históricamente. Esto con el objetivo de estabilizar el capital de trabajo en los estados financieros de Delta S.A Colombia que para el último periodo presentó crecimientos que afectaron significativamente la utilidad del negocio de exportaciones, esto a nivel de todas las 6 filiales que se tienen en el mercado Latinoamericano.

Para alcanzar a responder con esta obligación que no se tenía pronosticada, la filial chilena toma la decisión de hacer una inyección por endeudamiento fuerte en 2008 y ligera en 2009.

El monto que se desea cubrir se estima de la siguiente forma:

La diferencia en días es de (112 días – 85 días) = 27 días

El costo total 2008 (que es el valor de la mercancía exportada de Colombia a Chile) es de 2.514.498 (miles clp), entonces el valor anual que se necesita tener en mayor liquidez para cumplir con los proveedores es de:

$$(2.514.498 \text{ (miles clp)} / 365) * 27 \text{ días} = 186.004 \text{ (miles clp)}$$

Para 2008 y 2009 consolidado es de 372.008 (miles clp)

La estimación de la inyección de endeudamiento para poder cubrir efectivamente con los pagos quedó así: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 17. Pronóstico de endeudamiento

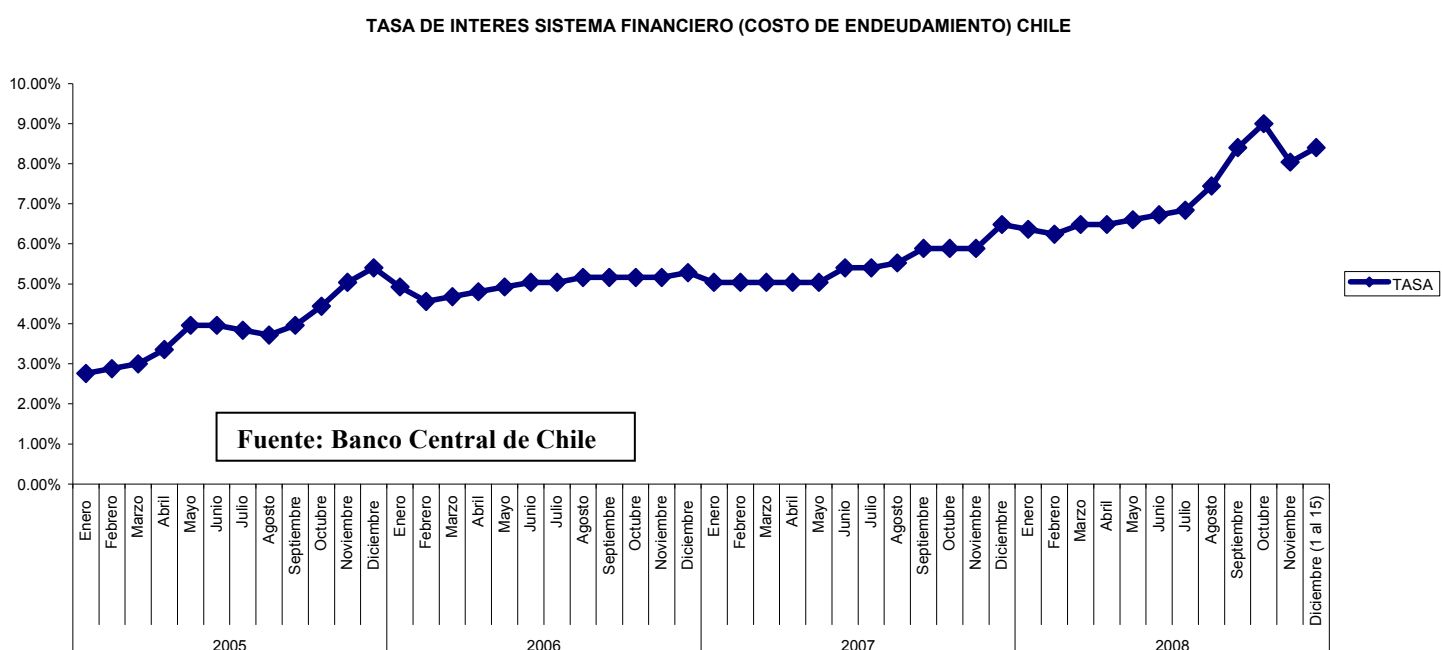
	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
deuda	325,753	47,767	0	0	0	0	0
amortizacion		325,753	47,767	0	0	0	0
intereses	5,213	23,617	3,463	0	0	0	0

El costo de endeudamiento (intereses) es de un 7,25% que es el promedio real 2008

La razón por la que se hace una inyección fuerte para el 2008 es porque se tiene identificado un crecimiento continuo en las tasas de interés y se pronostica que para el 2009 esté alrededor de un 11%, por esto se decide prestar el mayor monto en el primer año donde las tasas de interés aún son moderadas.

Este es el crecimiento del costo de endeudamiento chileno,

Figura 6. Tendencia del costo de endeudamiento



5.3.1. Capital de trabajo

El capital de trabajo se calcula como la diferencia entre los activos corrientes de la empresa (cuentas por cobrar más inventarios) y los pasivos corrientes (cuentas por pagar). Este rubro es de la mayor importancia, pues nos indica los recursos de corto plazo que requiere la empresa para su funcionamiento; en otras palabras, un aumento en el capital de trabajo debe ser financiado bien sea a través de los flujos de caja generados por la empresa (EBITDA) o a través de recursos externos los cuales obviamente tienen un costo financiero asociado.

Es importante entender que partiendo del flujo de caja generado por un negocio (EBITDA), se deben efectuar los pagos de intereses de la deuda financiera, así como los impuestos que se cancelan al estado. El monto restante es el saldo con el cual la compañía debe financiar todos sus proyectos de inversión de capital (CAPEX), adquisiciones de nuevas compañías y necesidades adicionales de capital de trabajo. Finalmente, el balance restante es el monto que la compañía debe entregar a los accionistas como retorno de su inversión.

Como ya se tienen proyectadas las cuentas por cobrar y los inventarios, se puede tener el resultado para los activos corrientes de la compañía hasta el 2014. Y además se tiene la proyección de las cuentas por pagar, por lo que puedo obtener los pasivos corrientes.

Con esto se ha proyectado el capital de trabajo de la siguiente manera:

Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 18. Pronóstico del capital de trabajo

	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Capital de Trabajo							
activo corriente	3,645,640	4,082,120	4,464,329	4,841,287	5,179,748	5,489,445	5,818,593
Pasivo corriente	1,442,427	1,640,061	1,803,651	1,962,184	2,091,391	2,214,259	2,348,256
capital de trabajo	2,203,213	2,442,059	2,660,678	2,879,103	3,088,358	3,275,187	3,470,337
cambio en C de Trabajo	192,143	238,846	218,619	218,425	209,255	186,829	195,151

La variación anual del capital de trabajo y la variación en los activos fijos debido a la reposición de equipos de oficina y otros equipos son dos rubros importantes para el cálculo del flujo de caja libre de la compañía, por lo cual se debe tener proyectado. En la tabla anterior está el cambio en el capital de trabajo, ahora el cambio en los activos fijos tangibles queda así:

Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 19. Pronóstico de inversiones en activo fijo

	PRONOSTICO						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inversiones en activo fijo							
Activos fijos brutos	15,259	16,990	18,459	19,928	21,313	22,578	23,923
cambio en activo fijo bruto (inversión)	947	1,731	1,469	1,470	1,385	1,265	1,344

5.3.2. Proyección de PyG y balance general

Para proyectar el estado de pérdidas y ganancias para la compañía sólo faltan los rubros de gastos y la provisión de impuesto de renta.

Dentro de los gastos se encuentran los gastos de A&P o de publicidad y promoción, que son el 29% de las ventas netas, este es un valor importante en inversión publicitaria para una marca que no es líder en el mercado, por ejemplo para Delta S.A de Colombia que es la empresa líder, este rubro representa tan solo el 21% de las ventas netas.

Los otros gastos son los SMA, es decir, los de ventas, mercadeo y administrativos los cuales representan el 12,7% de las ventas netas.

Hay otro rubro que son las licencias que se pagan a la casa matriz en Suecia por el uso y comercialización de los productos, la imagen de marca y por asesorías comerciales, esto es el 3% de las ventas netas.

El impuesto de renta es del 17%.

Con todo esto tenemos la proyección del estado de resultados:

Cifras en miles de CLP

Tabla 20. Pronóstico del PyG

ESTADO DE RESULTADOS							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ventas	6,688,972	7,447,845	8,091,698	8,735,892	9,342,952	9,897,639	10,486,905
costo ventas	-2,514,498	-2,876,944	-3,224,545	-3,553,937	-3,807,775	-4,041,188	-4,289,636
costo de distribución	-515,051	-573,484	-623,061	-672,664	-719,407	-762,118	-807,492
UTILIDAD BRUTA	3,659,423	3,997,417	4,244,092	4,509,291	4,815,770	5,094,333	5,389,778
Gastos de Advertising and promotion	-1,939,802	-2,159,875	-2,346,592	-2,533,409	-2,709,456	-2,870,315	-3,041,202
Gastos de Ventas, Mercadeo y Admon	-849,499	-945,876	-1,027,646	-1,109,458	-1,186,555	-1,257,000	-1,331,837
Licencias	-200,669	-223,435	-242,751	-262,077	-280,289	-296,929	-314,607
UTILIDAD OPERACIONAL	669,453	668,230	627,103	604,348	639,470	670,088	702,131
Otros Ingresos	0	0	0	0	0	0	0
Otros Egresos	0	0	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372	-49,372
Utilidad Antes de Impuestos.	620,081	618,859	577,731	554,976	590,098	620,717	652,759
Gastos Financieros	-5,213	-23,617	-3,463	0	0	0	0
Provisión Impuesto de Renta	-105,414	-105,206	-98,214	-94,346	-100,317	-105,522	-110,969
UTILIDAD NETA	509,454	490,036	476,054	460,630	489,781	515,195	541,790

Para proyectar el balance general, teniendo ya proyectados muchos de los rubros que lo componen, es importante tener claro el proceso de pronóstico para Caja y Bancos, este es simplemente el resultado del saldo que se tenía inicialmente en caja (final año anterior) más el efectivo neto generado.

Este efectivo neto generado es el resultado del efectivo generado en la operación menos todas las actividades de financiamiento menos todas las actividades de inversión, que en este caso son inversiones en reposición de equipos de oficina.

Hay otro rubro que vamos a proyectar y son algunas inversiones a corto plazo, que se tienen contempladas para el escenario en que se tenga buena liquidez, por lo que se pueden comprar algunos títulos valores de renta fija, hacer fiducia, etc. Si tengo un saldo final en caja (caja y bancos) con excedentes, se pueden hacer estas inversiones temporales para amortiguar el saldo final.

El balance proyectado queda de la siguiente forma: Cifras en miles de CLP

Tabla 21. Pronóstico del balance general

BALANCE GENERAL							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ACTIVOS							
Caja y Bancos	279,253	310,935	567,122	860,412	1,157,372	1,505,263	1,870,408
Cuentas X Cobrar Comerciales	2,900,227	3,229,261	3,508,425	3,787,737	4,050,948	4,291,451	4,546,947
Inventario	745,413	852,858	955,904	1,053,550	1,128,800	1,197,994	1,271,645
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	3,924,893	4,393,055	5,031,451	5,701,699	6,337,120	6,994,708	7,689,001
Activos Fijos Brutos	15,259	16,990	18,459	19,928	21,313	22,578	23,923
Activos Intangibles	388,302	347,303	306,305	265,306	224,308	183,309	142,311
Inversiones a Corto Plazo	121,143	121,143	121,143	121,143	121,143	121,143	121,143
Valorizaciones	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVOS FIJOS	524,704	485,436	445,907	406,378	366,764	327,031	287,376
TOTAL ACTIVO	4,449,596	4,878,491	5,477,358	6,108,077	6,703,884	7,321,739	7,976,377
PASIVOS							
Cuentas x Pagar	678,648	789,630	879,702	964,679	1,024,568	1,084,099	1,150,811
Impuestos x Pagar	105,414	105,206	98,214	94,346	100,317	105,522	110,969
Cuentas x Pagar Internas	763,779	850,430	923,949	997,506	1,066,823	1,130,160	1,197,445
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	1,547,841	1,745,267	1,901,865	2,056,530	2,191,707	2,319,781	2,459,225
Deuda Largo Plazo	325,753	47,767	0	0	0	0	0
PATRIMONIO							
Capital	1,122,068	1,122,068	1,122,068	1,122,068	1,122,068	1,122,068	1,122,068
utilidad retenida	1,453,935	1,963,389	2,453,425	2,929,478	3,390,109	3,879,890	4,395,085
Utilidades del Ejercicio	509,454	490,036	476,054	460,630	489,781	515,195	541,790
Revalorización Patrimonio							
TOTAL PATRIMONIO NETO	2,576,003	3,085,457	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4,449,596	4,878,491	5,477,358	6,108,077	6,703,884	7,321,739	7,976,377

5.4. FLUJO DE CAJA LIBRE

El flujo de caja libre es el dinero que le queda a la compañía para pagarle a los acreedores y a los socios, partiendo de la utilidad operativa y sin tener en cuenta la estructura financiera de la empresa.

La forma de calcularlo es la siguiente: parto de la utilidad operacional, le resto los impuestos y le sumo la depreciación de activos fijos tangibles y la amortización de activos intangibles, esto me da como resultado un flujo de caja bruto, al cual le debo restar las variaciones en capital de trabajo y en activos fijos tangibles y con esto ya tengo el flujo de caja libre de la compañía para cada periodo proyectado.

Cifras en miles de CLP

Tabla 22. Pronóstico del flujo de caja libre

FLUJO DE CAJA LIBRE							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NOI (UTILIDAD OPERATIVA)	669,453	668,230	627,103	604,348	639,470	670,088	702,131
IMPUESTO (T) -	113,807	113,599	106,608	102,739	108,710	113,915	119,362
UTILIDAD NETA =	555,646	554,631	520,496	501,609	530,760	556,173	582,769
DEPRECIACION +	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372
FC BRUTO =	605,018	604,003	569,867	550,980	580,132	605,545	632,141
DELTA DE K DE W -	192,143	238,846	218,619	218,425	209,255	186,829	195,151
DELTA DE INVERSION ACTIVOS	947	1,731	1,469	1,470	1,385	1,265	1,344
FCL =	411,928	363,426	349,780	331,086	369,493	417,451	435,646

Este flujo de caja es un factor clave para hallar el valor de mercado de nuestra empresa.

Si descontamos estos flujos proyectados con una tasa de costo de capital (wacc) y se le adiciona el valor de continuidad, se llega a un valor de mercado de la empresa.

5.5. CÁLCULO DEL WACC

El modelo más utilizado es el CAPM. La fórmula para calcular el WACC es la siguiente:

$$WACC = K_d \cdot (1-T) \cdot (D/D+C) + K_s \cdot (C/D+C)$$

En palabras más simples el WACC es el resultado de sumar el costo de endeudamiento antes de impuestos ponderado por el % de deuda bancaria sobre el total de fuentes de financiamiento MAS el costo del capital propio ponderado por el % de capital sobre el total de fuentes de financiamiento.

El costo de endeudamiento K_d se estima del mercado tomado como base el promedio del año 2008 así:

Las tasas de interés están anualizadas (base 360 días) usando la conversión de interés simple.

FUENTE: <http://www.bcentral.cl/estadisticas-economicas/series-indicadores/index.htm>

Tabla 23. Estimación del costo de endeudamiento

AÑO	MES	TASA		
2005	Enero	2.76%	PROMEDIO 2005	3.86%
	Febrero	2.88%		
	Marzo	3.00%		
	Abril	3.36%		
	Mayo	3.96%		
	Junio	3.96%		
	Julio	3.84%		
	Agosto	3.72%		
	Septiembre	3.96%		
	Octubre	4.44%		
	Noviembre	5.04%		
	Diciembre	5.40%		
2006	Enero	4.92%	PROMEDIO 2006	4.99%
	Febrero	4.56%		
	Marzo	4.68%		
	Abril	4.80%		
	Mayo	4.92%		
	Junio	5.04%		
	Julio	5.04%		
	Agosto	5.16%		
	Septiembre	5.16%		
	Octubre	5.16%		
	Noviembre	5.16%		
	Diciembre	5.28%		
2007	Enero	5.04%	PROMEDIO 2007	5.47%
	Febrero	5.04%		
	Marzo	5.04%		
	Abril	5.04%		
	Mayo	5.04%		
	Junio	5.40%		
	Julio	5.40%		
	Agosto	5.52%		
	Septiembre	5.88%		
	Octubre	5.88%		
	Noviembre	5.88%		
	Diciembre	6.48%		
2008	Enero	6.36%	PROMEDIO 2008	7.25%
	Febrero	6.24%		
	Marzo	6.48%		
	Abril	6.48%		
	Mayo	6.60%		
	Junio	6.72%		
	Julio	6.84%		
	Agosto	7.44%		
	Septiembre	8.40%		
	Octubre	9.00%		
	Noviembre	8.04%		
	Diciembre (1	8.40%		

El costo del capital propio K_s se calcula empleando la metodología CAPM, cuya fórmula es la siguiente:

$$K_s = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

El modelo sigue los siguientes pasos:

Modelo CAPM:

**a través del cálculo del coeficiente β
 calcular la rentabilidad esperada o exigida
 por los accionistas.**

1.- Establecer un sistema económico de referencia

para la relación riesgo - rentabilidad

- determinar el sector privado
- determinar que hay activos cuyas tasas de interés que dependen del "riesgo".

2.- Estimaciones de cada variable independiente

- tasa de interés libre de riesgo (r_f)
- tasa de interés de mercado (r_m)

4.- Cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas

Después de identificar el sector y determinar que hay riesgo implícito en activos, se pasa a estimar las variables independientes

2.- Estimaciones de cada variable independiente.

a) Estimación de tasa de interés libre de riesgo (r_f)

- Tasa Interés de Pagarés a 90 Días
 Banco Central de Chile (PDBC) (Tasa nominal)

Tasas de interés de los pagarés y bonos licitados por el Banco Central de Chile
 PDBC a 90 días *Tabla 24. Estimación de la tasa de interés libre de riesgo*

Año	Mes	Valor
2008	1	6.5%
2008	2	6.6% - Promedio 2008 = 7.18%
2008	3	6.6% - Tasa de interés mensual 0.58%
2008	4	6.6%
2008	5	6.7%
2008	6	7.3%
2008	7	7.6%
2008	11	8.4%
2008	12	8.4%

* Tasa de interés nominal con base anual de las licitaciones del Banco Central de Chile

Tenemos entonces que la tasa de interés libre de riesgo para el 2008 en el mercado Chileno es de 7,18% nominal anual.

b) Estimación de tasa de interés de mercado (r_m)

- Se estima a partir del IGPA, Índice General de Precios de las Acciones.

Se tiene la serie del IGPA desde enero de 1990 hasta Octubre de 2008, se calcularon sus rendimientos logarítmicos ($\ln(P_t/P_{t-1})$) y llegamos a que el rendimiento promedio mensual es de 1,19% y el promedio anual es de 15,23%, estas tasas son continuas, por lo que debemos transformarlas a discretas para ejecutarlas en la ecuación principal.

El rendimiento anual se transforma así: $e^{(15,23\%)} - 1 = 16,45\%$

Esta es la tasa de interés del mercado r_m con la que trabajaremos en el modelo.

El siguiente paso es hallar el coeficiente Beta adecuado para la industria

Tabla 25. Betas para mercados emergentes

Betas para Mercados Emergentes					
Industry	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value
Feminine Health Care Prd	0.30	4.93%	19.77%	0.29	2.71%

TOMADO DE LA PÁGINA DE pages.stern.nyu.edu

Calcular el Beta apalancado de la empresa basados en el Beta desapalancado del sector, agregándole el riesgo financiero de mi empresa.

Beta apalancado del sector B_L	0.30
Beta desapalancado del sector B_U	0.29

Con el Beta hallado para el mercado emergente en la industria de Feminine Health Care Product y las variables independientes de tasa libre de riesgo y de tasa del mercado, tenemos las variables casi listas para hallar el costo del capital propio.

$$K_s = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

$r_f =$	7.18%
$r_m =$	16.45%
$B_L =$	0.30
$B_U =$	0.29

Se debe tener en cuenta que este Beta del sector está afectado por la estructura financiera de las compañías que lo componen.

El riesgo tiene dos componentes importantes:

RIESGO = RIESGO DE OPERACIÓN + RIESGO FINANCIERO

El riesgo de operación es el que se afecta directamente por las condiciones y tasas del mercado, mientras que el riesgo financiero incluye la estructura financiera, la forma como financian las compañías sus activos.

Partiendo de esto, identificamos que el Beta apalancado del sector (B_L) ya incluye la estructura financiera mediante el rendimiento de las acciones.

$B_L = B_U + \text{Riesgo Financiero}$

BU mide el riesgo asociado solamente a la operación de la empresa sin endeudamiento.

El paso que debemos seguir es partir del BU del sector y agregarle el riesgo financiero de nuestra compañía de la siguiente forma:

$$BL = BU [1 + (1-T) * DEUDA/CAPITAL]$$

Donde T es la tasa de impuesto.

Ya tenemos el dato del BU=0,29, tenemos T=17%, falta hallar la estructura financiera de la compañía que me indica su riesgo financiero.

La base de partida es el Balance financiero:

Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 26. Pronóstico Balance financiero

BALANCE FINANCIERO							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Necesidad de K de W	2,203,213	2,442,059	2,660,678	2,879,103	3,088,358	3,275,187	3,470,337
Activo Fijo Neto	803,957	796,371	1,013,029	1,266,789	1,524,136	1,832,293	2,157,785
Impuestos x pagar	105,414	105,206	98,214	94,346	100,317	105,522	110,969
TOTAL ACTIVO FIJO	2,901,756	3,133,224	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
DEUDA LARGO PLAZO	325,753	47,767	0	0	0	0	0
CAPITAL	2,576,003	3,085,457	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,901,756	3,133,224	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
DEUDA/CAPITAL	12.65%	1.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Tal y como se identificó anteriormente, el endeudamiento de la compañía es muy bajo, debido a que su objetivo es comercializar, no invertir en activos productivos, por lo que lo poco que tiene de endeudamiento es para generar efectivo y poder responder a tiempo con las nuevas políticas de pagos a proveedores.

En promedio para toda la proyección la estructura financiera de la empresa D/C= 2,03%

Reemplazando en la ecuación se tiene lo siguiente:

$$BL = 0,29 [1 + (1-17\%) * 2,03\%] = 0,291$$

Con esto ya se puede hallar el costo del capital propio, reemplazando en la fórmula:

$$Ks = 7,18\% + 0,291 * (16,45\% - 7,18\%) = 9,88\%$$

Ya tenemos Ks=9,88% y también Kd=7,25%, para encontrar nuestro WACC sólo falta definir los factores de ponderación de la deuda y del capital

$$WACC = 7,25\% * (1-17\%) * (D/D+C) + 9,88\% * (C/D+C)$$

El proceso realizado fue el siguiente: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 27. Pronóstico del WACC

COSTO DE CAPITAL WACC							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FUENTES DE FINANCIAMIENTO							
deuda bancaria	325,753	47,767	0	0	0	0	0
capital mas utilidades retenidas	2,576,003	3,085,457	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
Total fuentes de financiamiento	2,901,756	3,133,224	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
PARTICIPACION DE FUENTES VS TOTAL							
deuda bancaria	11.2%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
capital mas utilidades retenidas	88.8%	98.5%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Total fuentes de financiamiento	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
COSTO DE CADA FUENTE							
deuda bancaria antes de impuesto	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
deuda bancaria despues de impuesto	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
capital mas utilidades retenidas Ks	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%
COSTO PONDERADO							
deuda bancaria antes de impuesto	0.814%	0.111%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
deuda bancaria despues de impuesto	0.676%	0.092%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
capital mas utilidades retenidas Ks	8.769%	9.727%	9.877%	9.877%	9.877%	9.877%	9.877%
WACC ANTES DE IMPUESTO	9.58%	9.84%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%
WACC PROMEDIO ANTES DE IMPUESTO	9.83%						
WACC DESPUES DE IMPUESTO	9.44%	9.82%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%	9.88%
WACC PROMEDIO DESPUES DE IMPUESTO	9.81%						

Como la estructura financiera representa una participación muy baja, el WACC tiende a ser muy cercano al costo del capital propio, es decir que la empresa se basa más para hacer inversiones en el capital propio que en el endeudamiento.

5.6. TASA DE CRECIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA

Es necesario analizar los conductores de valor responsables del valor que toma el flujo de fondos cada periodo.

El crecimiento de los flujos de caja (g) se puede representar en función del rendimiento sobre la inversión (ROI) y la tasa de inversión (b).

$$F(\text{ROI}, b)=g.$$

El ROI se puede calcular como la utilidad operativa después de impuestos dividido el capital invertido., donde el capital invertido es la suma del total de activos fijos más el capital de trabajo operativo y el saldo final en caja.

La tasa de Inversión b es la tasa de retención de utilidades para financiar el crecimiento de la compañía, se calcula como la inversión neta del periodo dividido sobre la utilidad operativa después de impuestos.

La inversión neta del periodo es el resultado de las inversiones brutas del periodo (suma de variación de capital de trabajo más la variación en activos fijos tangibles) menos la depreciación del periodo.

Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 28. Pronóstico de indicadores financieros

INDICADORES FINANCIEROS							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NOI(1-T)	555,646	554,631	520,496	501,609	530,760	556,173	582,769
capital a invertir	2,901,756	3,133,224	3,575,493	4,051,546	4,512,177	5,001,958	5,517,153
ROI	19.1%	17.7%	14.6%	12.4%	11.8%	11.1%	10.6%
inversiones brutas del periodo	193,090	240,577	220,088	219,895	210,639	188,094	196,495
Depreciacion del periodo	8,373	8,373	8,373	8,373	8,373	8,373	8,373
inversiones netas del periodo	184,716	232,204	211,714	211,521	202,266	179,721	188,122
Tasa de Inversion b	33.2%	41.9%	40.7%	42.2%	38.1%	32.3%	32.3%

Promedio del ROI= 13,9%

Promedio del b= 37,24%

Tenemos un ROI > WACC (13,9% > 9,81%) lo que indica que se estaría generando valor para los accionistas.

Si miramos el b, identificamos que la proporción de los recursos generados que serán reinvertidos en el negocio es alta, esto se debe a que la compañía debe sostener sus activos tangibles e intangibles y alguna otra inversión que se presente, basándose en su capacidad de generación de efectivo, es decir que los flujos de caja van a presentar crecimientos optimistas, por la necesidad de no recurrir a acreedores sino a su propia generación de efectivo, pero estos crecimientos a su vez se normalizarán con reinversiones del mismo capital.

El crecimiento para los flujos de caja libre se calcula así:

$$g = \text{ROI} * b = 13,9\% * 37,24\% = 5,17\%$$

5.7. VALOR DE CONTINUIDAD

El método de perpetuidades resulta apropiado para empresas maduras y estables, con bajo riesgo y donde es razonable suponer una operación continua en el largo plazo. En estos casos, las tasas de retorno requeridas son más bajas y el impacto de considerar perpetuidades es alto en el valor terminal. Sin embargo, en empresas en etapas iniciales de desarrollo, es probable que la empresa no esté aún en una situación estable al cabo de un horizonte de 5 años o más, ni posea la madurez suficiente para suponer una operación futura a perpetuidad. En este caso resulta más apropiado considerar un período finito para la futura operación.

En el caso de la Cía Delta S.A de Chile, se considera una empresa madura y estable, con buen posicionamiento, por lo que se puede suponer que su operación continuará para un largo plazo.

El valor terminal de un negocio depende finalmente de la disposición a pagar del mercado. Así, otro modo de estimar el valor terminal es comparando el proyecto con compañías similares y tomando múltiplos de precio/utilidad o precio/EBITDA. De este modo se tiene una idea de lo que piensa el mercado respecto a la rentabilidad, crecimiento y potencial de la empresa. Sin embargo, puede ser difícil encontrar firmas reales que sean comparables, que estén en la misma etapa de desarrollo y que cuenten con información disponible.

Algunas recomendaciones que deben tomarse en cuenta al momento de determinar el valor terminal:

- El capital de trabajo se considera como un activo que forma parte del valor terminal de la empresa y no corresponde considerar su recuperación aparte del valor terminal.
- La estimación del valor terminal debe considerar las reinversiones requeridas para sostener la futura operación de la empresa.
- Asumir un valor conservador para el VT de la empresa, en caso de que sea poco madura, permitiendo que sean los flujos operacionales los que evidencien la solidez o debilidad económica del proyecto.

La metodología que se utiliza en este caso para calcular el valor de continuidad es partir de la situación de la empresa en que tiene que responder por todas sus actividades de inversión, pago a los socios y pago a proveedores prácticamente con el efectivo que genere la operación de la empresa y con su capital propio, por esto para el valor de continuidad se tiene en consideración que los flujos de caja crecerán de una forma optimista de tal forma que se puedan cubrir todas las obligaciones con este

efectivo, y por otro lado se tendrá en cuenta la proporción de las utilidades que serán reinvertidas.

De esta forma el valor de continuidad o salvamento sería:

$$VS = (FCFn+1 * (1-b)) / (WACC - g)$$

Se va a mantener en paralelo todos los cálculos con dos valores de WACC diferentes, el WACC 1 es un costo de capital estimado para el mercado emergente chileno realizado por la casa matriz en Suecia. y el WACC 2 es el que se ha calculado para esta investigación.

Este valor calculado se debe descontar al periodo actual con esta misma tasa WACC

El resultado es el siguiente: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 29. Valor de continuidad

VLR DE SALVAMENTO O CONTINUIDAD		
tasa de crecimiento FCL g		5.17%
Costo del Capital Propio Ks		9.88%
Tasa de Inversión b		37.24%
	WACC 1	WACC 2
WACCat	10.09%	9.81%
Vs	5,560,080.4	\$ 5,899,408.44
Vs descontado VPN	3,123,157.2	\$ 3,365,309.03
Total Vs	3,123,157.2	\$ 3,365,309.03

5.8. VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA

No existe un sistema que logre cuantificar de manera absoluta el valor de la empresa. Los métodos de valoración son un instrumento que sirve para acercarse al precio de la empresa mediante un análisis de las variables cuantificables que afectan el desempeño, bajo bases técnicamente sustentables y que permiten un mejor criterio de decisión.

El valor de mercado de la empresa puede entonces utilizarse bajo dos perspectivas: Como un enfoque de medición de desempeño administrativo. ABV. (Utiliza básicamente el modelo de FCL descontado).

Permite determinar el posible precio de venta – Compra de una empresa en un momento determinado.

Para valorar este negocio se van a emplear dos metodologías, la primera es el método del flujo de caja libre y el segundo es el método del EVA.

5.8.1. Método de flujo de caja libre

Se determina el valor de la empresa descontando los flujos de caja libre con el costo del capital de la empresa. Toma en cuenta efectos históricos y futuros en la valoración. Permite la utilización de escenarios y es una metodología objetiva que incorpora el elemento riesgo en la valoración. Determina el valor en función de la generación de efectivo para la compañía.

Ya se tiene la proyección de los flujos de caja libre para la compañía, y tenemos el valor de continuidad.

El siguiente paso es descontar los flujos de caja con el WACC, como ya se calculó el valor de salvamento incluyendo el año 2014, se descontarán los flujos del 2013 hasta 2008. Cifras en miles de pesos chilenos.

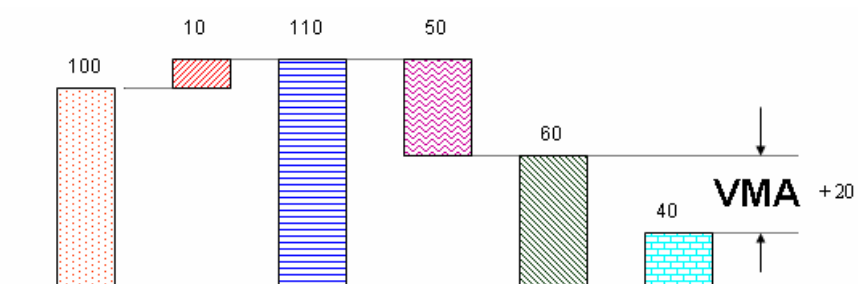
Tabla 30. Flujo de caja libre descontado

FLUJO DE CAJA LIBRE								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOI (UTILIDAD OPERATIVA)	669,453	668,230	627,103	604,348	639,470	670,088	702,131	702,131
IMPUESTO (T) -	113,807	113,599	106,608	102,739	108,710	113,915	119,362	119,362
UTILIDAD NETA =	555,646	554,631	520,496	501,609	530,760	556,173	582,769	582,769
DEPRECIACION +	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372	49,372
FC BRUTO =	605,018	604,003	569,867	550,980	580,132	605,545	632,141	632,141
DELTA DE K DE W -	192,143	238,846	218,619	218,425	209,255	186,829	195,151	195,151
DELTA DE INVERSION ACTIVOS	947	1.731	1.469	1.470	1.385	1.265	1,344	1,344
FCL =	411,928	363,426	349,780	331,086	369,493	417,451		

Después de tener descontados los flujos, se debe sumar el valor presente neto del valor de salvamento calculado anteriormente con el resultado del valor presente neto de los flujos de caja libre y este es el valor de mercado de mi empresa.

Partiendo de este resultado se puede identificar que tanto valor de mercado VMA está agregando o destruyendo la compañía para los accionistas, de acuerdo al siguiente gráfico.

Figura 7. Valor de mercado agregado



- VPN del flujo de caja libre operativo**
- VPN de valores comerciales y flujos de efectivo no operativo**
- Valor de mercado de la Empresa**
- Valor de mercado de la deuda y otros pasivos.**
- Valor de mercado del capital contable**
- Valor de aportes de capital y utilidades retenidas (patrimonio)**

Si al valor de mercado hallado para la empresa le resto el valor de los pasivos del año anterior (2007), encuentro el valor de mercado de capital contable y si a este valor le descuento el valor del patrimonio del año anterior, puedo identificar el valor de mercado agregado, que me indica si se está destruyendo o agregando valor.

Los resultados de esta metodología son los siguientes: Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 31. Valor de mercado de la empresa

	WACC 1	WACC 2
WACCat	10.09%	9.81%
Vs	5,560,080.4	\$ 5,899,408.44
Vs descontado VPN	3,123,157.2	\$ 3,365,309.03
Total Vs	3,123,157.2	\$ 3,365,309.03
VPN FCF	\$ 1,624,559.47	\$ 1,638,038.39
VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA	\$ 4,747,716.64	\$ 5,003,347.42
VALOR DE LOS PASIVOS 2007	1,562,503	1,562,503
VALOR DE MERCADO DE CAP CONTABL	3,185,214	3,440,844
VALOR EN LIBROS DEL CAP CONTABLE	2,576,003	2,576,003
VALOR AGREGADO DEL MERCADO	609,211	864,842

Este resultado, como se indicó inicialmente no cuantifica de manera absoluta el valor de la empresa, pero es una herramienta muy importante para establecer rangos de precios de compra o de venta que sean el punto de partida para entrar en negociaciones con cifras justificables.

Además se identifica que la empresa genera valor a los accionistas, que es un elemento importante al momento de negociaciones.

5.8.2. Método del EVA

Permite calcular y evaluar la riqueza generada por la empresa al nivel de riesgo operativo.

Eva es el valor que queda de restarle a la utilidad el costo por el uso del capital total.

$$EVA = UAIDI - CI * WACC.$$

UAIDI = Utilidad Operativa antes de intereses y después de impuestos.

CI = valor de la inversión, valor de los activos utilizados en la operación del negocio. Capital Invertido.

WACC= Costo Promedio Ponderado del Capital

Para encontrar el UAIDI partimos de la utilidad operativa y le descontamos los impuestos, para que de esta forma no se tenga en cuenta el efecto del ahorro de impuestos por efecto de endeudamiento.

El CI capital invertido en este caso se toma en cuenta el valor de los activos utilizados en la operación del negocio. Existen dos opciones para determinar su valor:

- i- Valor de adquisición - Depreciaciones
- ii- Valor de mercado de los activos

Que activos deben considerarse?

Todos los activos y pueden ser los existentes al principio del periodo, al final del periodo o un promedio. (Capital de Trabajo operacional + Activos fijos + valorizaciones).

Es conveniente añadir al activo contable el valor de aquellos activos intangibles que no están reflejados en el balance (Know-How, good will, marcas, etc.).

La importancia de esta metodología EVA es que es un estimado simple de la verdadera utilidad económica de un negocio, es un ingreso residual después de restar los costos de todo el capital utilizado

Lo que hace a EVA tan relevante es que toma en cuenta un factor que ningún índice de gestión tradicional incluye, la tasa que compensa a los inversionistas por sobrellevar el riesgo específico del negocio la cual esta incluida en el WACC.

La mayoría de empresas no tienen idea de cuanto capital amarran y cuanto les cuesta, el costo de los recursos prestados aparecen en el gasto financiero del estado de resultados pero el costo de los recursos propios típicamente no aparece en ninguna parte de los estados financieros y este es extremadamente costoso.

Permite determinar cuanto capital utilizan y si están cubriendo el costo del capital.

Los pasos a seguir en esta metodología serían:

- Calcular EVA's proyectados hasta el periodo n+1
- Estimar el EVA de continuidad como el EVA n+1/WACC.
- Hallar el VPN de los EVA's futuros mas el VPN del EVA de continuidad.
- VM de la empresa = Activos Invertidos + VPN de todos los EVA's futuros

La ecuación utilizada para calcular el EVA es esta:

$$\text{EVA} = \text{CI}_{t-1} * (\text{Rentabilidad del Capital Invertido} - \text{WACC})$$

Se ha calculado un Valor de la Empresa para cada uno de los WACC's contemplados en el proceso, WACC1=10.09% y WACC2=9,81%
Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 32. EVA con WACC 1

EVA CON WACC 1								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
WACC		10.09%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%
UAIDI 1 (NOPAT)		555,646	554,631	520,496	501,609	530,760	556,173	582,769
CAPITAL INVERTIDO								
CAPITAL DE TRABAJO	2,011,070	2,203,213	2,442,059	2,660,678	2,879,103	3,088,358	3,275,187	3,470,337
MAS ACTIVO FIJO OPERATIVO	443,613	524,704	485,436	445,907	406,378	366,764	327,031	287,376
MAS VALORIZACIONES	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	2,454,683	2,727,917	2,927,495	3,106,585	3,285,481	3,455,121	3,602,217	3,757,713
RENTABILIDAD DEL CAPITAL INVERTIDO	1	22.64%	20.33%	17.78%	16.15%	16.15%	16.10%	16.18%
EVA		307,968	279,385	225,111	188,154	199,255	207,552	219,305

Tabla 33. Valor de la negociación, método EVA con WACC 1

WACC	10.09%
EVA DE CONTINUIDAD	\$ 2,173,491.00
VPN valor de continuidad	\$ 1,220,873.35
VPN evas proyectados	\$ 1,046,869.23
VALOR DE MDO AGREGADO	\$ 2,267,742.58
ACTIVOS INVERTIDOS EN 2007	2,454,683
VALOR DE LA NEGOCIACION	\$ 4,722,425.21

Tabla 34. EVA con WACC 2

EVA CON WACC 2								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
WACC		9.81%	9.81%	9.81%	9.81%	9.81%	9.81%	9.81%
UAIDI 1 (NOPAT)		555,646	554,631	520,496	501,609	530,760	556,173	582,769
CAPITAL INVERTIDO								
CAPITAL DE TRABAJO	2,011,070	2,203,213	2,442,059	2,660,678	2,879,103	3,088,358	3,275,187	3,470,337
MAS ACTIVO FIJO OPERTARIVO	443,613	524,704	485,436	445,907	406,378	366,764	327,031	287,376
MAS VALORIZACIONES	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	2,454,683	2,727,917	2,927,495	3,106,585	3,285,481	3,455,121	3,602,217	3,757,713
RENATBILIDAD DEL CAPITAL INVERTIDC	1	22.64%	20.33%	17.78%	16.15%	16.15%	16.10%	16.18%
EVA		314,912	287,101	233,392	196,941	208,548	217,325	229,494

Cifras en miles de pesos chilenos.

Tabla 35. Valor de la negociación, método EVA con WACC 2

WACC	9.81%
EVA DE CONTINUIDAD	2,340,075
VPN valor de continuidad	\$ 1,334,892.16
VPN evas proyectados	\$ 1,091,237.00
VALOR DE MDO AGREGADO	\$ 2,426,129.16
ACTIVOS INVERTIDOS EN 2007	2,454,683
VALOR DE LA NEGOCIACION	\$ 4,880,811.78

Cuando se proyecta el EVA y se descuenta a una tasa, el valor presente de los EVA's muestra el valor de mercado que la admón. sustrae o añade del capital empleado.

VMA = VM del Capital contable – Capital social mas utilidades retenidas

VMA = VM de la empresa - Activos Invertidos

VMA = VPN de todos los EVA's futuros

VM de la empresa = Activos invertidos + VPN de todos los EVA's futuros

De esta forma se tiene otra aproximación al valor de la compañía, que ayudará a establecer una negociación basados en el valor de la empresa a nivel de riesgo operativo, donde se identifica de igual forma un valor de mercado agregado positivo para los accionistas y cualquier grupo de interés involucrado con la operación del negocio.

NOTA: PARA ESTOS VALORES DE LA EMPRESA NO SE ESTÁ CONTEMPLANDO QUE EN UN FUTURO DESPUÉS DE LOS AÑOS DE PROYECCIÓN, HAYA QUE INCURRIR EN UN VALOR ADICIONAL PARA RENOVAR ALGUNOS ACTIVOS INTANGIBLES COMO PATENTES, LICENCIAS DE SOFTWARE, KNOW-HOW Y GOOD WILL.

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Uno de los cuestionamientos iniciales era si esta compañía generaba valor para Delta S.A de Colombia como socios principales, incluso exportándoles los productos a un precio igual o menor que lo que cuesta producirlos, desde el punto de vista del costo beneficio, se presentan pérdidas en la exportación, pero cuando encontramos el resultado del valor del mercado agregado, por el método de flujo de caja libre y de EVA se encuentra que hay generación de valor y al mismo tiempo se identifica que este valor agregado se puede fortalecer dirigiendo mayores esfuerzos hacia un manejo inteligente del capital de trabajo y fortaleciendo la generación de efectivo de la compañía sin recurrir al endeudamiento.

Ya se tienen valores importantes que ayudarán a establecer rangos de precios para entrar en negociaciones con la filial Chilena, con la valoración no se encuentra el valor óptimo, sino el más justificable, ya si la decisión es adquirir la empresa se debe identificar de inmediato la forma de aumentar la generación de valor, una de las formas es ganar más utilidad sin aumentar el capital, esto se puede lograr con la disminución de costos que se genera con la adquisición de la filial, dado que los incrementos en los precios de exportación que se tienen planeados hacer de Colombia a Chile, siendo ya una filial 100% de Colombia no serían realizados, por lo que se reflejaría una disminución en el costo total de Delta S.A Chile.

Otra ventaja que se tendría siendo una filial 100% es que se puede aumentar el valor agregado de la empresa invirtiendo el capital en proyectos de alto rendimiento, como la capacidad de invertir en marcas privadas con alto potencial en el mercado.

Dentro de los objetivos del trabajo se encontraba que se iba a identificar que es lo que está generando mayor retorno de capital para la unidad de negocios para poder enfocarse por ahí y así generar mayor valor en el futuro, lo que genera valor son los productos que son insustituibles, de una marca importante y a los cuales la consumidora no sea muy sensible a las variaciones de precio. Los productos de este negocio cumplen con todas estas características, son de cierto modo insustituibles, pueden ser complementados por otros pero no reemplazados, por ser tan necesarios para la mujer en su periodo menstrual no hay mucha sensibilidad de precio dado que la consumidora prefiere seguridad y confianza que un precio bajo, por esto se identifica que los esfuerzos se deben enfocar en fortalecer la UEN1 la cual genera el 75% de las ventas en valor de la compañía y es de alto precio y penetración, focalizarse también en la UEN 3 que es la más nueva y con mayor potencial de penetración cuyo precio es el más alto de todo el mercado. Con este enfoque el valor de las ventas serían mayores teniendo así mejores opciones de generar más utilidades, mayor efectivo y por consiguiente mayor valor agregado al mercado.

7. BIBLIOGRAFÍA

FERNÁNDEZ, Pablo. (2001) “·Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la creación de valor”. Ediciones Gestion 2000. Barcelona (España).

GARCÍA, Oscar León. (2003).Valoración de empresas Gerencia de Valor y EVA, Capítulo 1.

LÓPEZ, Francisco y LUNA, Walter de (2001): Valoración de empresas en la práctica. McGraw Hill. Madrid.

MAQUIERA, Carlos y WILLATT, Christian. Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE). Estudios de Administración, 2006, Vol. 13 Issue 2, p1-23, 23p; Language: Spanish; (AN 33019669).

RUIZ MARTÍNEZ, Ramón y CORRAL GIL, Antonio. La valoración de nuevos negocios. Boletín de Estudios Económicos, Diciembre 2005, v. 60, iss. 186, pp. 505-26.

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis. (1999). “Nexos de unión de los modelos de Valoración”. Trabajo presentado en la V Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable. Cádiz (España). Octubre 1999.

VEGA FERNÁNDEZ, Javier. Valoración de empresas de la nueva economía. Información Comercial, Revista de Economía Española, Abril-May 2001, iss. 791, pp. 101-13.

VÉLEZ, Ignacio, Decisiones de Inversión. Enfocado a la valoración de empresas. 4a edición, Ceja, 2004