

Tecnológico de Costa Rica

Escuela de Administración de Empresas

*“Modelo de Valoración Financiera por suma de partes para empresas de capital
abierto en Costa Rica”*

Seminario de Graduación para optar por el grado de
Licenciatura en Administración Financiera

Realizado por:

Fabricio Blanco Vargas

Francela Brenes Vega

Kattia Muñoz Cedeño

Raquel Villalobos Conejo

Profesor Asesor:

Manrique Hernández

I.Semestre, 2015



TEC

Tecnológico de Costa Rica

INDICE GENERAL

INTRODUCCIÓN	1
RESUMEN EJECUTIVO.....	3
CAPÍTULO I: ANTECEDENTES DEL ESTUDIO	4
1.1. JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO	5
1.2. SECUENCIA DEL ESTUDIO	7
1.3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	8
1.4. OBJETIVOS DEL ESTUDIO	8
1.4.1. OBJETIVO GENERAL.....	8
1.4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	8
1.5 ALCANCES	9
1.6 LIMITACIONES.....	10
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	11
2.1. FINANZAS	12
2.1.1. Definición.....	12
2.1.2. Conceptos fundamentales de las finanzas.....	12
2.2. RAZONES FINANCIERAS	13
2.2.1. Índices de estabilidad.....	13
2.2.2. Índices de gestión	14
2.2.3. Índices de rentabilidad.....	15
2.3. ESTADOS FINANCIEROS	17
2.3.1. Estado de Resultados	17
2.3.2. Balance General.....	17
2.3.3. Estado de Flujos de Caja	17
2.3.4. Estado de Pérdidas y Ganancias.....	17
2.4. CALCULOS IMPORTANTES.....	18
2.5. VALORACIÓN DE EMPRESAS	20
2.5.1. Concepto de valoración.....	20
2.5.2. Razones para valorar una empresa	21
2.5.3. Etapas para la valoración de empresas	21
2.6. MÉTODOS DE VALORACIÓN	23

2.6.1.	Métodos basados en el balance (valor patrimonial)	23
2.6.2.	Métodos basados en la cuenta de resultados.....	24
2.6.3.	Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill	25
2.6.4.	Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)	27
2.6.5.	Métodos de Creación de Valor	28
2.6.6.	Métodos de Opciones	28
2.7.	VALORACION POR MULTIPLOS COMPARABLES	28
2.7.1.	Definición	28
2.7.2.	Tipos de Múltiplos	29
2.7.3.	Procedimiento	29
2.7.4.	Múltiplos mas utilizados	32
2.8.	MODELING FINANCIERO	35
2.8.1.	Definición	35
2.9.	SUMA DE PARTES	35
2.9.1.	Definición	35
2.9.2.	Metodología	36
CAPÍTULO III: ANÁLISIS DEL ENTORNO		39
3.1.	ENTORNO	40
3.1.1.	Empresa Objetivo	40
3.1.2.	Revisión de Portales.....	42
CAPÍTULO IV: METODOLOGÍA DEL ESTUDIO		46
4.1.	TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	47
4.1.1.	Investigación exploratoria.....	47
4.1.2.	Investigación descriptiva.....	47
4.2.	ENFOQUE DEL ESTUDIO	48
4.3.	FUENTES DE INFORMACIÓN.....	48
4.3.1.	Fuentes Primarias	49
4.3.2.	Fuentes Secundarias	49
4.4.	TÉCNICA DE ANÁLISIS DE DATOS	49
4.5.	SECUENCIA METODOLÓGICA APLICADA	50
4.5.1.	Análisis de la Empresa Objetivo.....	50
4.5.2.	Análisis y Selección de las Compañías Comparables	54

4.5.3.	Criterios de selección de compañías comparables	55
4.5.4.	Definición de los componentes de múltiplos	55
4.5.5.	Selección y cálculo de los múltiplos de cotización.....	56
4.5.6.	Aplicación de los resultados a la empresa objetivo.....	56
4.6.	MÉTODOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN	57
4.7.	RECOLECCIÓN DE DATOS	57
4.8.	PROCESAMIENTO DE DATOS.....	57
4.9.	ANÁLISIS DE DATOS.....	57
4.10.	PRESENTACIÓN DE RESULTADOS.....	58
CAPÍTULO V: APLICACIÓN DEL MODELO DE VALORACIÓN: FIFCO		59
5.1.	ANÁLISIS DE EMPRESA OBJETIVO.....	60
5.1.1.	Productos de FIFCO	61
5.1.2.	Resultados financieros	62
5.1.3.	Estructura organizacional y subsidiarias.....	64
5.2.	ESTUDIO FINANCIERO.....	66
5.2.1.	Estado de Resultados	67
5.2.2.	Balance General.....	69
5.2.3.	Flujo de Caja	71
5.3.	COMPAÑÍAS COMPARABLES.....	76
5.4.	MULTIPLoS DE COTIZACION	79
5.4.1.	Bebidas y Alimentos.....	80
5.4.2.	Inmobiliario	80
5.5.	ANÁLISIS	80
CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		86
6.1.	CONCLUSIONES	87
6.2.	RECOMENDACIONES	89
6.3.	PLAN DE DIFUSIÓN	91
BIBLIOGRAFIA.....		92
CAPÍTULO VIII: ANEXOS.....		93

INDICE DE FIGURAS

<i>Figura N° 1: Procedimiento Valoración por Múltiplos.....</i>	<i>30</i>
<i>Figura N° 2. Múltiplos mas utilizados.....</i>	<i>34</i>
<i>Figura N° 3. Buscador Precio de la Acción, FIFCO.....</i>	<i>40</i>
<i>Figura N° 4. Precio de la Acción, FIFCO.....</i>	<i>41</i>
<i>Figura N° 5. Calificación de Riesgo, FIFCO</i>	<i>41</i>
<i>Figura N° 6. Informes Financieros, FIFCO</i>	<i>42</i>
<i>Figura N° 7. Portal Información Financiera, SUGEVAL</i>	<i>43</i>
<i>Figura N° 8. Información Estadística, SUGEVAL</i>	<i>43</i>
<i>Figura N° 9. Yahoo! Finance</i>	<i>44</i>
<i>Figura N° 10. Aplicación Fin Valor.....</i>	<i>45</i>
<i>Figura N° 11. Plantilla de Excel para Modelo propuesto</i>	<i>51</i>
<i>Figura N° 12. Información por Segmentos.....</i>	<i>51</i>
<i>Figura N° 13. Filtros de verificación</i>	<i>52</i>
<i>Figura N° 14. Diseño lista de chequeo.....</i>	<i>54</i>
<i>Figura N° 15. Principales indicadores financieros de FIFCO al 2014</i>	<i>62</i>
<i>Figura N° 16. Subsidiarias de FIFCO</i>	<i>64</i>
<i>Figura N° 17: Estructura Organizacional de FIFCO</i>	<i>65</i>
<i>Figura N° 18. Selección de Compañías comparables para el segmento de Bebidas</i>	<i>77</i>
<i>Figura N° 19. Selección de Compañías comparables para el segmento de Alimentos</i>	<i>78</i>
<i>Figura N° 20. Estimación cajas equivalentes, FIFCO.....</i>	<i>81</i>
<i>Figura N° 21. Ganancias netas estimadas para el 2015 FIFCO, segmento Bebidas</i>	<i>82</i>
<i>Figura N° 22. Ganancias netas estimadas para el 2015 FIFCO, Segmento Alimentos.....</i>	<i>83</i>
<i>Figura N° 23. Ganancias netas estimadas para el 2015 FIFCO, Segmento Inmobiliario.....</i>	<i>83</i>
<i>Figura N° 24. Estimación precio de la acción, FIFCO.....</i>	<i>85</i>

INDICE DE CUADROS

<i>Cuadro Nº 1: Razones Financieras.....</i>	16
<i>Cuadro Nº 2: Principales Métodos de Valoración</i>	23
<i>Cuadro Nº 3: Determinación de Valor de la Empresa</i>	26
<i>Cuadro Nº 4. PER: Pros y Contras</i>	32
<i>Cuadro Nº 5. EV/EBITDA: Pros y Contras</i>	33
<i>Cuadro Nº 6. EV/Cash Flow Operativo: Pros y Contras</i>	33
<i>Cuadro Nº 7: Precio/Cash Flow Operativo: Pros y Contras</i>	34
<i>Cuadro Nº 8. Definición de los componentes de Múltiplos</i>	55
<i>Cuadro Nº 9. Criterios de selección comparables. Segmento: Bebidas y Alimentos</i>	76
<i>Cuadro Nº 10. Criterios de selección comparables. Segmento: Inmobiliario</i>	79

INTRODUCCIÓN

El trabajo que se presenta a continuación surge por la inquietud mostrada por los estudiantes de la Licenciatura en Administración Financiera del Tecnológico de Costa Rica ante el diseño de un Modelo de Valoración Financiera que pueda ser utilizado por empresas de capital abierto en Costa Rica.

Ante esta inquietud, se está indagando acerca de los principales métodos de valoración disponibles, con miras a seleccionar la metodología más apropiada a la naturaleza y estructura de la organización seleccionada.

Es por esto que se procede a diseñar un Modelo de valoración financiera bajo la metodología de suma de partes, que permita conocer el valor actual y futuro de la acción de una empresa determinada.

De esta manera se realizará un análisis de caso, considerando a Florida Ice and Farm Company como empresa objetivo del presente Estudio, cuyo análisis y aplicación del Modelo diseñado servirán como fundamento para su consideración por otras empresas nacionales de capital abierto.

Este Estudio pretende generar aprendizaje y contribuir a la formulación de acciones concretas que posteriormente puedan ser implementadas por los distintos actores del medio financiero nacional.

Se espera que el esfuerzo realizado origine discusiones y replanteamientos del tema que incluyan la generación de información que otorga el presente Estudio para que ésta sea utilizada de manera provechosa por empresas costarricenses de capital abierto, y apoyar la propuesta de un Modelo de valoración financiera mediante la metodología de suma de partes.

El capítulo primero del presente documento muestra los antecedentes del Estudio. Posteriormente, se plantea el problema de investigación y los objetivos requeridos para abordarlo, así como los alcances y limitaciones del mismo.

En el segundo capítulo se presenta el Marco Teórico en el cual se definen los conceptos más importantes que contribuyen al entendimiento del tema a desarrollar y que a su vez permiten ubicar el área de conocimiento a la que pertenece el Estudio.

En el tercer capítulo se realiza una revisión del análisis financiero que se lleva a cabo actualmente en el ámbito nacional, con el fin de tener entendimiento del entorno y generar postulados.

El proceso Metodológico aplicado en el Modelo de Valoración se detalla en el capítulo cuarto, el cual contiene la secuencia y planteamiento del método seleccionado.

El capítulo quinto presenta la aplicación del Modelo de Valoración a Florida Ice and Farm Company, empresa objetivo del presente Estudio, así como el análisis de sus compañías comparable.

En el capítulo sexto se presentan las Conclusiones y Recomendaciones del Estudio para que sean implementadas por los usuarios del presente documento, así como un Plan para la difusión del Modelo diseñado.

RESUMEN EJECUTIVO

En el medio nacional actual no se dispone de un instrumento que le permita a las empresas realizar valoración financiera mediante el uso de información de compañías comparables.

Con el fin de satisfacer este vacío, se procede a diseñar un Modelo de Valoración Financiera por suma de partes que permita conocer el valor actual y futuro de la acción de una empresa de capital abierto.

Para ello, se analiza el caso de *Florida Ice and Farm Company*, empresa objetivo del presente Estudio, cuya información financiera permita la aplicación y análisis del Modelo diseñado.

Asimismo, se realiza la selección de compañías comparables para cada una de las unidades de negocio que posee la empresa objetivo, con el fin de elegir a los referentes comerciales óptimos que posibiliten la ejecución de un análisis de naturaleza comparativa y que den a conocer la posición financiera de la compañía en correspondencia a otras del sector.

Finalmente se plantea una propuesta a futuro, mediante la cual se pretende llevar a cabo la colocación y divulgación de la herramienta diseñada y asegurar su disponibilidad para el público nacional.

El presente Estudio busca servir de aporte al medio empresarial nacional, a través del diseño de un Modelo de valoración financiera por suma de partes para empresas de capital abierto en Costa Rica.

CAPÍTULO I: ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

A continuación se presenta el capítulo primero, el cual contiene el planteamiento del Estudio. Se detallan aspectos relevantes tales como la justificación del Estudio, el planteamiento del problema de investigación con sus respectivos objetivos, así como el alcance y las limitaciones, entre otros.

1.1. JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

El análisis financiero constituye un instrumento gerencial y analítico esencial para la dirección de empresas. Este instrumento permite evaluar la situación y el desempeño financiero actual de una compañía, así como facilitar la gestión de recursos disponibles y predecir el posible comportamiento financiero de determinada compañía.

Hernández (2005) describe el análisis financiero como “una técnica de evaluación del comportamiento operativo de una empresa, diagnóstico de la situación actual y predicción de eventos futuros y que, en consecuencia, se orienta hacia la obtención de objetivos previamente definidos”. (Hernández J. L., 2005)

Una empresa logra llevar a cabo un análisis financiero efectivo e integral cuando considera el desempeño de sí misma, así como el de compañías similares. De esta manera, al tener un referente del mismo sector, la empresa objetivo puede conocer cuál es su posición financiera real. En ocasiones, el no contar con un punto de referencia podría llevar a pensar que la compañía está realizando una gestión financiera eficaz, cuando en realidad su gestión podría ser positiva en el análisis de sí misma pero no óptima en el análisis de empresas del mismo sector.

Nava (2009) indica a su vez que, “el análisis o diagnóstico financiero constituye la herramienta más efectiva para evaluar el desempeño económico y financiero de una empresa a lo largo de un ejercicio específico y para comparar sus resultados con otras empresas del mismo ramo que presenten características similares”. (Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente, 2009)

Dentro del contexto de análisis financiero, el uso de información de compañías comparables resulta ventajoso pues viene a robustecer el análisis y a proporcionar puntos de referencia que permitan indicar el estado del desempeño financiero de una compañía con respecto a otras similares.

Actualmente, en el entorno costarricense no se dispone de información financiera de empresas del mismo sector, lo cual imposibilita conocer la posición financiera de la compañía en correspondencia a otras del sector. Asimismo, las rutinas de análisis

financiero empleadas en el medio nacional no incorporan el uso de información de compañías comparables.

La exploración realizada a portales web de entidades financieras tales como SUGEVAL, y El Financiero, comprueba que en el caso del mercado costarricense, no se cuenta con información disponible de empresas por sector comercial o industrial. A su vez, no se tiene evidencia de la existencia de una herramienta de análisis financiero comparativo que sea de utilidad y fácil aplicación para las empresas costarricenses.

Es por esta razón que el presente Estudio es de relevancia, pues posee implicaciones prácticas que ayudarán a resolver el problema de investigación, en cuanto a la elaboración de un modelo que permita realizar análisis financiero comparativo, mediante el conocimiento de su desempeño financiero en relación a otras empresas del sector y que pueda ser aplicado por empresas públicas en el medio nacional, indistintamente de la naturaleza de su negocio.

El modelo en cuestión resulta trascendental pues viene a enriquecer el análisis financiero de un negocio, a partir de la incorporación de indicadores y resultados de compañías comparables para un análisis financiero completo.

Con el fin de lograr una gestión financiera eficiente, es necesario profundizar en el análisis financiero comparativo para que las unidades empresariales puedan evaluar su situación financiera de manera integral, sin dejar de lado los resultados de referentes de la misma industria o sector.

Las conclusiones generadas en este Estudio brindarán un aporte al medio empresarial nacional, en cuyas rutinas de análisis financiero aún no se ha incorporado el uso de información de compañías comparables como referente para el análisis financiero integral.

Es necesario señalar que esta investigación constituye a su vez un proyecto de graduación para obtener el grado de Licenciatura en Administración Financiera, requisito establecido por la Escuela de Administración de Empresas del Tecnológico de Costa Rica.

1.2. SECUENCIA DEL ESTUDIO

El presente Modelo de Análisis Financiero comparativo tendrá la siguiente secuencia:

En primer lugar, se planteará la justificación y los objetivos del Estudio.

Posteriormente se definirán los principales conceptos teóricos que ayudarán a una mejor interpretación de la investigación desde una perspectiva financiera comparativa.

Al tener claridad en cuanto a la finalidad y terminología de la investigación, se procederá con una revisión del entorno, considerando la información financiera disponible en distintas fuentes de consulta pública, que permita conocer cuál es el análisis financiero que podría realizarse en el medio nacional actual y si la información disponible posibilita la ejecución de un análisis de carácter comparativo.

Al tener un panorama claro del análisis financiero que se realiza en el medio nacional actual, se procederá a establecer la metodología del Estudio, la cual comprende una exploración de la empresa objetivo y la determinación de factores relevantes para la selección de compañías comparables.

Una vez definidos los criterios de selección, se procederá a elegir aquellas empresas cotizadas en bolsa que representen los mejores comparables en función de la empresa objetivo.

Una vez delimitado el Estudio y establecidas las pautas, se iniciará el proceso de diseño del Modelo de Análisis Financiero Comparativo a partir de la selección y cálculo de múltiplos de cotización que permitan establecer el múltiplo más apropiado para cada sector analizado.

Al haber finalizado el exhaustivo proceso de investigación y diseño, se continuará a procesar los valores generados y a aplicar el Modelo a la empresa objetivo y a sus comparables con el fin de realizar un análisis financiero de naturaleza comparativa.

Finalmente, se generarán las conclusiones del Estudio y se establecerán acciones concretas como recomendaciones.

1.3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Según los aspectos desarrollados anteriormente se establece como problema de investigación el siguiente:

En el medio nacional no se dispone de una metodología de valoración por suma de partes que permita conocer el valor actual y futuro de la acción de una empresa de capital abierto.

1.4. OBJETIVOS DEL ESTUDIO

1.4.1. OBJETIVO GENERAL

Diseñar una metodología de valoración financiera por suma de partes, que permita conocer el valor actual y futuro de la acción de una empresa de capital abierto.

1.4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Describir el estado del arte de la valoración financiera de empresas y sus metodologías asociadas.
2. Describir las rutinas de análisis financiero que se realizan en el medio nacional actual, a partir de la información disponible en portales web de entidades financieras nacionales.
3. Diseñar un Modelo de valoración financiera bajo la metodología de suma de partes.

4. Aplicar el modelo de valoración financiera a una empresa particular. Caso: Florida Ice and Farm Company.
5. Generar conclusiones y recomendaciones de relevancia para los futuros usuarios de la metodología por suma de partes.

1.5 ALCANCES

Dentro de los alcances del Estudio, se encuentran:

- El desarrollo de un modelo de valoración de empresas mediante el método de suma de partes, por lo que se excluyen del alcance todas las demás metodologías de valoración financiera existentes.
- El modelo de valoración financiera diseñado puede ser aplicable a compañías públicas con divisiones similares a las de la empresa objetivo.
- La aplicación del modelo de valoración financiera a partir del uso de información disponible de sus comparables.
- La cuantificación del valor actual de la acción de la empresa objetivo (FIFCO) y el pronóstico del valor futuro de la misma.
- Es importante aclarar que el presente Estudio está destinado únicamente a la valoración de empresas que coticen en alguna bolsa de valores, pues esta condición será garantía de que se posee información disponible públicamente.
- El Modelo diseñado permite diagnosticar el panorama financiero de la empresa objetivo considerando los resultados de compañías similares.
- El Modelo diseñado permite predecir o pronosticar el posible comportamiento financiero que podría tener la compañía, dados diversos supuestos.
- El sector de inmobiliario forma parte del análisis, sin embargo no se hace especial énfasis en este segmento ya que su peso con respecto a los demás segmentos no es significativo.

1.6 LIMITACIONES

Dentro de las principales limitaciones de este Estudio se encuentran:

- El análisis financiero del entorno se limita a la información disponible en portales web, pues dado que el Modelo debe ser aplicable a cualquier empresa pública local, la única información disponible públicamente es la que se encuentra en medios de búsqueda digitales.
- No se tiene acceso a información cuantificable que permita conocer de forma concreta las metas estratégicas y financieras de FIFCO a futuro, por tanto se debe realizar el pronóstico a partir de supuestos.
- No se cuenta con compañías comparables de capital abierto en Costa Rica, lo cual impide la selección de referentes nacionales.
- La selección de compañías comparables está delimitada a compañías que coticen en alguna bolsa de valores, pues esta condición garantiza que su información financiera estará disponible a los usuarios. Es por esto que las empresas que no posean esta característica no podrán ser sujeto de comparación para la empresa objetivo (FIFCO).
- Se cuenta con un plazo limitado de tiempo para realizar el análisis y entregar el proyecto finalizado.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

En este apartado se procede a investigar y recopilar la información existente del arte financiero que comprende la valoración de empresas y sus metodologías asociadas.

Asimismo, se presentarán los diferentes conceptos teóricos que ayudarán a una mejor interpretación de la futura investigación desde una perspectiva financiera comparativa.

2.1. FINANZAS

2.1.1. Definición

Las finanzas se definen como el arte y la ciencia de administrar el dinero. Las finanzas se ocupan del proceso, de las instituciones, de los mercados y de los instrumentos que participan en la transferencia de dinero entre individuos, empresas y gobiernos (Gitman 2007, p.3)

Bajo un concepto más amplio, Salas (2012, p 19-21), define la administración financiera como la encargada de planear, evaluar, captar y controlar los fondos generados y requeridos de las diversas fuentes de efectivo y financiamiento, así como planificar, dirigir y controlar los recursos aplicados e invertidos en forma eficiente y oportuna, con el propósito de cumplir con todas las obligaciones y compromisos de su operación.

2.1.2. Conceptos fundamentales de las finanzas

Riesgo

Gitman (2007, p.13) define riesgo como la posibilidad de que los resultados reales difieran de los esperados.

Es la posibilidad de pérdida financiera o en un sentido más objetivo el grado de variación de los rendimientos relacionados con un activo específico.

Rentabilidad

Gitman (2007, p.59) establece que la rentabilidad busca evaluar las utilidades de la empresa con respecto a un nivel determinado de ventas, cierto nivel de activos o de la inversión de los propietarios. La rentabilidad se refiere al rendimiento generado sobre el patrimonio de la empresa.

2.2. RAZONES FINANCIERAS

Las razones financieras constituyen índices que relacionan a dos partidas de los estados financieros, con el propósito de lograr la medición de un aspecto de la situación financiera de la empresa (Salas 2012, p.45).

El análisis de razones incluye métodos de cálculo e interpretación de las razones financieras para analizar y supervisar el rendimiento, liquidez, solvencia, apalancamiento y el uso de activos de la empresa. Las entradas básicas para el análisis de las razones son el estado de pérdidas y ganancias y el balance general de la empresa (Gitman 2007, p.48)

Se pueden clasificar estos índices en tres grandes grupos, los cuales se detallan a continuación:

2.2.1. Índices de estabilidad

Define los índices de estabilidad como aquellos que miden elementos que afectan la estabilidad de la empresa en la actualidad y hacia el futuro.

- Razón Circulante: Mide la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo.
- Prueba del Ácido: Similar a la razón circulante, con excepción de que esta excluye el inventario, que es comúnmente el activo menos líquido.
- Razón de Deuda: Mide la proporción de los activos totales que financian los acreedores de la empresa.
- Razón de Deuda a Corto plazo: Muestra la proporción de deudas a corto plazo dentro del pasivo total, cuyo nivel aumenta la exigibilidad y el riesgo.
- Razón de Deuda Financiera a Corto plazo: Muestra la proporción de pasivos financieros a corto plazo que afecta el riesgo y la exigibilidad de deudas.

- Índice de Endeudamiento: Muestra el financiamiento de recursos aportados por los acreedores en relación con recursos de los accionistas.
- Cobertura de Intereses: Mide la capacidad de la empresa para realizar pagos de intereses.

2.2.2. Índices de gestión

En esta clasificación, agrupa los índices que miden el desempeño y la gestión operativa de la empresa en el manejo de sus inversiones.

- Rotación de Inventario: Medida de la actividad o liquidez de los inventarios de una empresa.
- Periodo Medio de Inventario: Número promedio de días que se requieren para vender el inventario.
- Periodo Medio de Cobro: Tiempo promedio que se requiere para que la empresa cobre sus ventas a crédito.
- Periodo Medio de Pago: Tiempo promedio que requiere la empresa para pagar sus deudas.
- Rotación de Activo Circulante: Mide la capacidad del activo circulante para generar ventas.
- Rotación de Activo Fijo: Mide la capacidad del activo fijo para generar ventas a la empresa.
- Rotación de Activo Total: Indica la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos para generar ventas.

2.2.3. Índices de rentabilidad

Las define como aquellos que miden los niveles de rentabilidad que genera una empresa de sus operaciones. Estas muestran el éxito alcanzado por los administradores del negocio a través de los rendimientos derivados sobre los ingresos y las inversiones en activos y sobre el patrimonio de los accionistas.

- Margen de Utilidad Bruta: Muestra el margen de utilidad obtenido después de cubrir el costo de ventas o producción de la empresa.
- Margen de Utilidad Operativa: Muestra el margen de utilidad obtenido sobre la operación normal de la empresa, antes de gastos financieros e impuestos.
- Margen de Utilidad Neta: Muestra el margen de utilidad de utilidad neta final obtenido sobre las ventas.
- Rendimiento de la Operación: Mide la generación de utilidad de operación por parte del activo total invertido.
- Rendimiento sobre la Inversión: Mide la generación de utilidad neta por parte del activo total.
- Rentabilidad sobre el Patrimonio: Mide el rendimiento ganado sobre la inversión de los accionistas.

Cuadro N° 1: Razones Financieras

ÍNDICES DE ESTABILIDAD	
Razón circulante =	$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$
Prueba del Ácido =	$\frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$
Razón de Deuda =	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$
Razón de Deuda CP =	$\frac{\text{Pasivo CP}}{\text{Pasivo Total}}$
Razón de Deuda Financiera CP =	$\frac{\text{Pasivo Financiero CP}}{\text{Pasivo Total}}$
Razón Endeudamiento =	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio}}$
Cobertura de Intereses	$\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Gasto Financiero}}$
ÍNDICES DE GESTIÓN	
Rotación de Inventario =	$\frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Inventario}}$
Periodo Medio de Inventario =	$\frac{360}{\text{Rotación Inventario}}$
Periodo Medio de Cobro =	$\frac{360 * \text{Cuentas x Cobrar}}{\text{Ventas}}$
Periodo Medio de Pago =	$\frac{360 * \text{Cuentas x Pagar}}{\text{Compras Netas}}$
Rotación Activo Corriente =	$\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Circulante Prom}}$
Rotación Activo Fijo =	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Fijo Neto}}$
Rotación Activo Total =	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}$
ÍNDICES DE RENTABILIDAD	
Margen Utilidad Bruta =	$\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas Netas}}$
Margen Utilidad Operativa =	$\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Ventas Netas}}$
Margen Utilidad Neta =	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Netas}}$
Rendimiento Sobre Inversión =	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}}$
Rendimiento sobre Patrimonio =	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$
Rend. Operación s/ activos =	$\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Activo Total}}$

2.3. ESTADOS FINANCIEROS

2.3.1. Estado de Resultados

Es el estado que proporciona un resumen financiero de los resultados de las operaciones de la empresa durante un periodo determinado. (Gitman, Introducción a la administración financiera, 2003)

2.3.2. Balance General

Gitman afirma que el Balance General “presenta un estado resumido de la situación financiera de la empresa en un momento específico. El estado equilibra los activos de la empresa (lo que posee) frente a su financiamiento, que puede ser deuda (lo que se debe) o patrimonio (lo proporcionado por los propietarios). (Gitman, Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo, 2007)

2.3.3. Estado de Flujos de Caja

Según Gitman, es un estado de las entradas y salidas de efectivo planeadas por la empresa. El mismo es usado para calcular las necesidades de efectivo a corto plazo, dedicando especial atención a la planificación de los excedentes y faltantes de caja. (Gitman, 2007)

2.3.4. Estado de Pérdidas y Ganancias

Gitman (2007, p.41) menciona que el estado de pérdidas y ganancias proporciona un resumen financiero de los resultados operativos de la empresa durante un periodo específico. Inicia con el ingreso por ventas, del cual se reduce el costo de los bienes vendidos.

La utilidad bruta resultante representa el monto restante para cubrir los costos operativos, financieros y fiscales. A continuación los gastos operativos que incluyen los gastos de

ventas, generales y administrativos, arrendamiento y depreciación se deducen de la utilidad bruta.

La utilidad operativa resultante representa la utilidad obtenida por producir y vender productos. Después, el costo financiero se resta de la utilidad operativa para obtener la utilidad neta antes de impuestos.

Posteriormente se calculan los impuestos y se deducen para determinar la utilidad neta.

2.4. CALCULOS IMPORTANTES

- Múltiplo P/U

Gitman & Joehnk (2009 p.320) establecen que el múltiplo P/U relativo es una medida del comportamiento de la razón P/U de una acción ordinaria con relación al múltiplo de mercado promedio.

- Utilidades por acción (UPA)

Gitman & Joehnk (2009 p.320) definen las UPA estimadas como la división de la utilidades futuras después de impuestos en un determinado año t entre el número de acciones ordinarias en circulación en el año t.

- Precio estimado de acción

Gitman & Joehnk (2009 p.320) establecen que el precio estimado de la acción al final del año t se calcula por medio de la multiplicación de las UPA estimadas por la razón P/U estimada.

Patrimonio neto: Puede definirse como el valor total de una empresa una vez que se deducen los pasivos exigibles de los activos de una compañía. Incluye los aportes realizados, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos exigibles, así como los resultados acumulados u otras variaciones que le afecten.

- **Utilidad neta**

Massons, J. (2011) define utilidad neta como el total de ganancia final obtenida por una compañía luego de tomar ingresos y ajustarlos por costos de ventas, depreciación, intereses, impuestos y otros gastos. Este valor se encuentra en el estado de resultados en los estados financieros de una compañía y es una medida importante para saber qué tan rentable es una compañía a través del tiempo. Se utiliza también para calcular las UPAs respectivas de una empresa.

- **Valor de mercado**

Massons, J. (2011) define valor de mercado como el precio que un activo tendría en el mercado. El término es utilizado comúnmente para referirse a la capitalización de Mercado de una compañía pública que cotiza en una bolsa de mercado y se obtiene multiplicando el número de acciones ordinarias en circulación por el precio de acción actual.

- **Ingresos**

Massons, J. (2011) define ingresos como la cantidad de dinero recibido por una compañía durante un período en específico, incluyendo descuentos y deducciones por devoluciones de mercadería. A los ingresos se le restan los diferentes tipos de costos para obtener la ganancia neta del período. Se calcula multiplicando el precio de los servicios de una compañía por la cantidad de los mismos vendida.

- **Apalancamiento**

Gitman, L (2007) define apalancamiento como el resultado de emplear activos o fondos de costo fijo para incrementar al máximo los rendimientos para los propietarios de la empresa. Pueden ser de tres tipos:

1. Apalancamiento operativo

Uso potencial de los costos operativos fijos para incrementar al máximo los efectos de los cambios en las ventas sobre las ganancias antes de intereses e impuestos de la empresa.

2. Apalancamiento financiero

Uso potencial de los costos financieros fijos para incrementar al máximo los efectos de los cambios en las ganancias antes de intereses e impuestos sobre las ganancias por acción de la empresa.

3. Apalancamiento total

Uso potencial de los costos fijos, tanto operativos como financieros, para magnificar los efectos de los cambios en las ventas sobre las ganancias por acción de la empresa.

- Condiciones de mercado

Wessels, W (2005), define condiciones de mercado como todas aquellas variables que afectan cierto sector o industria. Las variables pueden ser macroeconómicas o microeconómicas ya sean costos, tendencias, comportamientos, demanda, oferta, entre otros.

2.5. VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.5.1. Concepto de valoración

Puede definirse el termino valoración como el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar (Altair p.10).

Por lo tanto, se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio.

2.5.2. Razones para valorar una empresa

Existen diversas razones por las cuales se puede llevar a cabo una valoración de empresas, Altair en su obra Valoración de Empresas por Flujos de Caja descontados (p. 11), señalan como razones que pueden desembocar un proceso de valoración, las siguientes:

Razones Internas

Están dirigidas a los gestores de la empresa, y abarca lo siguiente:

- Conocer la situación y/o evolución del patrimonio, es decir, medir la creación de valor para el accionista.
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer las políticas de dividendos.
- Conocer la capacidad de endeudamiento, ampliación o reestructuración interna del capital.
- Herencia, sucesión, entre otras.

Razones Externas

Estas nacen como una necesidad ante terceros ajenos a la empresa, se incluye:

- Transmisión (total o parcial) de la empresa.
- Separación o incorporación de socios.
- Adquisición por parte de un grupo inversor interno (directivos), o externo (fusión).
- Solicitud de financiación bancaria.

2.5.3. Etapas para la valoración de empresas

La valoración de una empresa es un proceso, el cual consta de las siguientes etapas (Altair p.12):

Análisis Histórico De La Empresa

- Diagnóstico económico-financiero inicial.
- Análisis estratégico y competitivo: posición competitiva, productos, mercados, competidores.
- Estructura organizativa: organigrama, equipo directivo.
- Información general: situación fiscal, laboral, financiera.

Proyecciones Financieras

- Hipótesis generales.
- Hipótesis sobre la cuenta de resultados.
- Hipótesis sobre el balance.
- Estructura financiera.
- Análisis de coherencia.

Parámetros Para La Valoración

- Determinación del coste medio ponderado del capital.
- Determinación del coste de la deuda.
- Determinación del coste del capital.
- Determinación del valor residual

Actualización De Flujos

- Flujo de caja Libre (Free Cash Flow).
- Flujo de caja del Accionista (Equity Cash Flow).
- Flujo de caja de los Suministradores de Fondos (Capital Cash Flow).

Interpretación De Los Resultados

- Interpretación—comparación con el valor contable.
- Análisis de sensibilidad del valor a cambios en las hipótesis del modelo.

2.6. MÉTODOS DE VALORACIÓN

Según Fernández (2005, p.27) los métodos de valoración se pueden clasificar en 6 grupos:

Cuadro N° 2: Principales Métodos de Valoración

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Fernández (2005, p. 27)

2.6.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance (Fernández 2005, p. 30).

Entre estos métodos, Fernández (2005, p. 30-32) detalla los siguientes:

Valor contable

El valor contable de las acciones, también llamado valor en libros, es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance. Esta cantidad también la diferencia entre

el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros.

Valor contable ajustado

Se define como aquel que resulta cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado.

Valor de liquidación

Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas.

Valor substancial

Representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

2.6.2. Métodos basados en la cuenta de resultados

De acuerdo con Fernández (2005, p. 34), estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa.

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador.

Entre ellos, se destacan los siguientes:

Valor de los beneficios PER

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (Price to earnings ratio), es decir:

Valor de las acciones = PER x beneficio

Valor de los dividendos

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se esperan obtener de ella.

Múltiplo de las ventas

Este método, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número.

Fernández destaca como el ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$

Otros múltiplos

Además del PER y el ratio precio/ventas, algunos de los múltiplos que se utilizan con frecuencia son:

- Valor de la empresa / beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)
- Valor de la empresa / beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (BAAIT)
- Valor de la empresa / cash flow operativo
- Valor de las acciones / valor contable

El autor destaca que para valorar una empresa utilizando los múltiplos, es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables

2.6.3. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill

Estos métodos parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

Se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros (Fernández 2005, p.40).

Cuadro Nº 3: Determinación de Valor de la Empresa

	Valor de la empresa
Método de valoración «clásico»	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, ó $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método simplificado de la «renta abreviada del goodwill» o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo neto corregido; a_n = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) se suele denominar superbeneficio
Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC) ¹²	Si se despeja $V = A + an (B - iV)$, se obtiene: $V = [A + (a_n \times B)] / (1 + i a_n)$
Método indirecto o método «de los prácticos»	$V = (A + B/i)/2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA)/2i$ La tasa i que se utiliza suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de los beneficios
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA) / t_m$ La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m (B - iA)$ El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5, El tipo de interés (i) es el tipo de interés a largo plazo.
Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo	$V = A + (B - iV)/t$ despejando $V = (A + B/t) / (1 + i/t)$ La tasa i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; La tasa t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeficio y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.

Fuente: Fernández (2005, p. 41)

2.6.4. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

Según Fernández (2005, p.42), estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero -cash flows- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada.

El autor en su obra, detalla los siguientes:

Free Cash Flow

Es el flujo de fondos operativo, es decir, el generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no hay cargas financieras (Fernández 2005, p.45).

Cash Flow disponible para las acciones

Este se calcula restando al flujo de fondos libre, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de la nueva deuda (Fernández 2005, p.47)

Se puede representar de la siguiente manera:

$$CFac = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Capital Cash Flow

Es la suma del Cash Flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones.

El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal. Por tanto:

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D$$

2.6.5. Métodos de Creación de Valor

Estos métodos están basados en el importe que queda, una vez que se han deducido de los ingresos, la totalidad de los gastos.

2.6.6. Métodos de Opciones

Una opción es un derecho que proporciona a su propietario la posibilidad de realizar un curso de acción determinado durante un periodo de tiempo conocido o en una fecha determinada.

Las opciones más famosas son las de tipo financiero, u opciones financieras, que conceden el derecho a comprar o vender: acciones, índices bursátiles, divisas, tipos de interés, productos físicos, etc.

Por otro lado, se denominan opciones reales a las que conceden derechos sobre activos reales (inversiones en activo fijo, patentes, empresas, etc) (Mascareñas, J. 2011, p.401).

2.7. VALORACION POR MULTIPLOS COMPARABLES

2.7.1. Definición

Consiste en realizar la valoración de una empresa por comparación con ciertas variables de una u otras empresas comparables de las cuales si se conoce su valor.

Se trata de una valoración relativa por comparación, cuyo objetivo es valorar una empresa basándose en el valor de empresas similares que se hayan transmitido en los

últimos tiempos, o que coticen en un mercado de valores, por lo tanto, representa el valor que el mercado está dando a empresas semejantes. (ACCID, 2009. p.61)

2.7.2. Tipos de Múltiplos

Múltiplos de cotización

“Se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de éste con el valor de otras empresas de similares características que cotizan en bolsa. Se trata de identificar varias compañías cotizadas comparables a las que queremos valorar y calcular posteriormente algunos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de esas empresas y alguna medida de su resultado financiero. Este ratio o múltiplo es luego aplicado a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de su valoración, obteniendo así una valoración comparativa”. (Badenes & Santos, 1999)

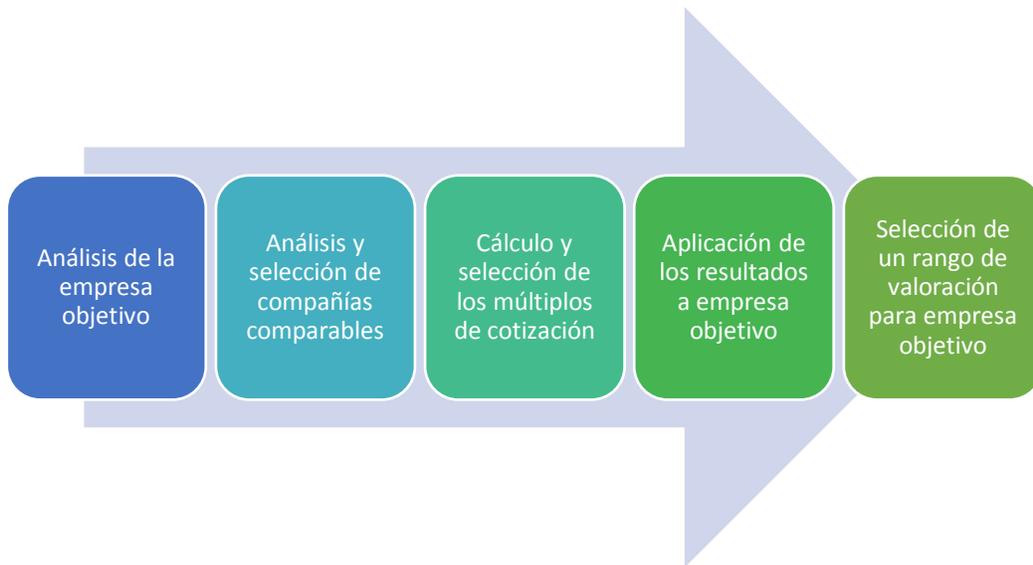
Múltiplos de transacción

“Consiste en analizar el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas a la empresa objetivo para obtener así una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella”. (Badenes & Santos, 1999)

2.7.3. Procedimiento

Mediante el siguiente diagrama, se explica el procedimiento llevado a cabo para la valoración de empresas por el método de múltiplos:

Figura Nº 1: Procedimiento Valoración por Múltiplos



Fuente: Guía Práctica para la Valoración de Empresas. ACCID, 2012. (p.22)

Tal y como se observa en la figura anterior, el primer paso consiste en realizar un estudio de la empresa objetivo. Ello resulta imprescindible para tener un mejor criterio a la hora de valorar la empresa o analizar los resultados obtenidos.

Algunos posibles aspectos a considerar en este análisis son:

- Actividad que desarrolla (análisis de productos y/o servicios que ofrece)
- Nacionalidad
- Historia de la compañía
- Características del sector (proveedores, clientes, competidores, marco legal y posicionamiento dentro del mismo (cuota de mercado, etc.)
- Países y mercados en los que opera
- Estructura de propiedad (accionariado)
- Análisis de los datos de mercado (en caso de ser una empresa cotizada en bolsa)
- Análisis de los estados financieros de los últimos tres años (como mínimo)

- Estructura de la organización
- Evaluación de la dirección
- Políticas de empresa (a nivel estratégico, financiero, de recursos humanos, etc.)
- Participaciones en otras empresas, alianzas estratégicas, etc.

Análisis y selección de las compañías comparables

La selección de las compañías comparables es, sin duda alguna, uno de los aspectos clave de esta metodología. Todo estudio posterior puede verse distorsionado o carecer de sentido si no se seleccionan las empresas más adecuadas.

Factores relevantes a considerar en la selección

A continuación se detallan, por orden de importancia y sin ánimo exhaustivo, los factores que deberían cumplir estas empresas en relación a la empresa objetivo para poder ser incluidas en el análisis:

- Deben ser compañías cotizadas en bolsa.
- Deben realizar la misma actividad que la empresa objetivo.
- Deben tener un mismo «mix» de negocio y/o productos.
- Ser de un mismo país o región y/o operar en una misma zona geográfica.
- Tener un tamaño similar (no es aconsejable tomar como comparables a empresas con un volumen de ventas o unos beneficios inferiores en un 50% al de la empresa objetivo).
- Tener unas mismas perspectivas de crecimiento de beneficios.
- Tener un equipo de dirección de categoría similar.
- Tener una rentabilidad similar.
- Tener una posición competitiva equivalente.
- Tener el mismo grado de integración vertical (activos).
- Tener una estructura y volumen de gastos de I+D y marketing similares.

Cabe destacar que nunca podremos hallar compañías que cumplan todos y cada uno de estos aspectos. En la práctica, suele ser necesario tener que ampliar el significado de varios de los criterios para poder incluir un número significativo de compañías en el análisis.

Número de muestras

No hay una respuesta exacta y precisa en cuanto al número de compañías a incluir, pues dependerá en gran medida de la existencia o no de un gran número de compañías comparables y de la dificultad a la hora de obtener la información necesaria.

2.7.4. Múltiplos mas utilizados

A continuacion se detallan los múltiplos más utilizados para la valoración de empresas:

- **Price-to-earnings ratio**

$$PER = \text{Precio de acción} / \text{Utilidad neta}$$

Cuadro Nº 4. PER: Pros y Contras

Ratio: PER	
PROS	CONTRAS
Es uno de los ratios más utilizados por los inversores y por el mercado.	Las políticas contables entre países pueden distorsionar los resultados del PER.
Es sencillo obtener estimaciones futuras del PER pues la UPA es de las proyecciones más comúnmente calculadas.	Tiende a ser muy sensible en empresas cíclicas.
	El nivel de apalancamiento de las empresas analizadas puede distorsionar su resultado.

Fuente: Elaboración propia. Tomado de fuentes de consulta digital.

- **EV/EBITDA**

EV/EBITDA = Valor de la empresa / Utilidad antes de intereses e impuestos

Cuadro N° 5. EV/EBITDA: Pros y Contras

Ratio: EV/EBITDA	
PROS	CONTRAS
<p>Su resultado no está influenciado por el nivel de apalancamiento, pues utiliza el EBITDA.</p> <p>Los resultados obtenidos con el cálculo de este ratio se consideran idóneos para las empresas cíclicas.</p>	<p>Puede haber distintos principios de contabilidad que las empresas seleccionadas apliquen para el cálculo del EBITDA.</p>

Fuente: Elaboración propia. Tomado de fuentes de consulta digital.

- **EV/Cash flow operativo**

EV/Cash flow operativo = valor de la empresa / cash flow operativo

Cuadro N° 6. EV/Cash Flow Operativo: Pros y Contras

Ratio: EV/Cash flow operative	
PROS	CONTRAS
<p>Se utiliza para evitar las diferencias en políticas contables que pueden afectar los resultados, como por ejemplo la amortización.</p> <p>Utilizado en empresas cíclicas.</p>	<p>Podría no ser adecuado en empresas de alto crecimiento, ya que su resultado es pequeño o incluso negativo.</p>

Fuente: Elaboración propia. Tomado de fuentes de consulta digital.

- **Precio/Flujo de caja operativo**

$P/CF = \text{Precio de la acción} / \text{Flujo de caja operativo}$

Cuadro N° 7: Precio/Cash Flow Operativo: Pros y Contras

Ratio: Precio/Cash flow operative	
PROS	CONTRAS
<p>Permite conocer en qué medida el mercado está valorando la evolución futura de la compañía en términos de flujo de caja.</p> <p>Entre mayor sea esta ratio, las expectativas que el mercado tiene sobre la empresa serán optimistas, por lo que se tenderá a invertir en la misma y por ende el precio de cotización subirá.</p>	<p>Un deterioro en las expectativas que el mercado tenga de la empresa podría influir en el inversor, ocasionando que no invierta.</p>

Fuente: Elaboración propia. Tomado de fuentes de consulta digital.

Figura N° 2. Múltiplos mas utilizados

Múltiplo	Tipo de empresa recomendada para su aplicación
PE	Industriales y que cotizan en Bolsa,
P/BV	Empresas Financieras.
P/S	Empresas con estructuras de capital similar.
EV/EBITDA	Negocios con alto niveles de efectivo.
EV/EBIT	Compañías Industriales.
EV/BV	Empresas Financieras.
EV/Sales	Compañías que no tienen beneficios corporativos a corto plazo o negocios con márgenes muy cíclicos que restan relevancia a las magnitudes del beneficio.

Fuente: Fernández (2008, p.2)

2.8. MODELING FINANCIERO

2.8.1. Definición

El modelado financiero es una representación de alguno o de todos los aspectos de una firma, se caracteriza por el desarrollo de cálculos y permite la toma de decisiones.

Este puede ser construido de muchas maneras, ya sea por el software de un computador o en papel. Es la construcción de una representación abstracta de una situación financiera actual. Se utiliza en finanzas corporativas, banca de inversión y contabilidad.

El modelado financiero es asociado con las aplicaciones de:

- *Business valuation, especially discounted cash flow.*
- Scenario planning and management decision making ("*what is*"; "*what if*"; "*what has to be done*")
- *Capital budgeting*
- *Cost of capital*
- *Financial statement analysis*
- *Project finance*
- *Mergers and Acquisitions*

Constituye una lógica y ordena representación en muchos casos de un negocio, representación que si es construida correctamente puede convertirse en la herramienta más útil para un emprendedor.

2.9. SUMA DE PARTES

2.9.1. Definición

El método de suma de partes es un método de valoración para el análisis de una compañía compuesta por múltiples unidades de negocio.

La esencia del método es determinar cuánto vale cada una de esas divisiones. En este sentido, cada uno de las unidades es valorada por separado.

El valor estimado de la compañía se obtiene de la suma del valor de cada una de las unidades de negocio, por medio de las ganancias generadas por cada una de las unidades de negocio.

La teoría del método de valoración por suma de partes explica que ésta será aplicable únicamente para compañías con unidades de negocio muy variadas. Esto significa que la aplicación de un único ratio por ejemplo, para toda una compañía con múltiples unidades de negocios sería una errónea iniciativa de valoración.

La suma de partes aplica diferentes múltiplos para valorar cada una de las unidades de negocio. Múltiplos que quedarán a criterio de quien quiera aplicar esta metodología. Esto en el caso de tratarse de una valoración relativa.

2.9.2. Metodología

Para cada una de las valoraciones de las unidades de negocio se debe:

- Entender cada una de las características esenciales de ese negocio así por ejemplo, se pueden aplicar preguntas como: la compañía posee un monopolio? Consideraciones de la penetración del mercado, la relación de las ventas con respecto a la industria, entre otros.

Para cada unidad de negocio se debe escoger un grupo de similares, según las características esenciales anteriormente estudiadas.

Indian Peers	P / E	EV/EBITDA
Godfrey Philips	16.0	7.0
VST Industries	4.5	6.5
GTC Industries	11.1	13.0

- Se debe estudiar cual es el múltiplo de valoración más ajustable a cada una de las divisiones, en este sentido se pueden mencionar como ejemplo el EV/EBITDA, PE, entre otros.

P / E	EV/EBITDA
16.0	7.0
4.5	6.5
11.1	13.0

- Una vez seleccionado y aplicado el múltiplo de valoración a cada una de las unidades de negocio se debe sacar la mediana y el promedio de los ratios de los competidores.

Indian Peers	P / E	EV/EBITDA
Godfrey Philips	16.0	7.0
VST Industries	4.5	6.5
GTC Industries	11.1	13.0
Average	10.5	8.8
Median	11.1	7.0

- Luego que se ha hecho esto con cada una de las unidades de negocio, se debe hacer un cuadro resumen con cada una de las unidades indicando *target multiple* y el *price target* por cada unidad de negocio.

Sum of Parts	Target Multiple (x)	Industry Multiple (x)	Price (target multiple)
a) FMCG (Cigarettes)			
Global Peers (PE)	10.0x	10.2x	110.0
Global Peers (EV/EBITDA)	6.0x	6.2x	105.0
Indian Peers (PE)	10.5x	10.5x	120.0
Indian Peers (EV/EBITDA)	8.5x	8.8x	125.0
b) Hotel Segment			
Indian peers (Price to Book Value)	5.0x	4.0x	21.0
Indian peers (EV/EBITDA)	5.2x	5.4x	20.0
Indian peers (PE)	9.5x	10.0x	18.0
c) FMCG (Non-Cigarettes)			
Indian peers (Price to Sales)	2.0x	2.4x	25.0
d) Paper & Packaging			
Global peers (Price to Book Value)	2.0x	2.1x	15.0
e) Agriculture Business			
Commodity Trading peers (PE)	10.0x	10.0x	3.0
Cash Per Share			13.0
ITC Valuation/Share			137.0

El análisis se debe iniciar a partir de la unidad de negocio que represente más a las ventas de la compañía.

Se utilizan gráficos de cascada para la representación de la metodología de suma de partes.

CAPÍTULO III: ANÁLISIS DEL ENTORNO

En este apartado se realiza una revisión del análisis financiero que se lleva a cabo actualmente en el entorno nacional, a partir de la información y herramientas disponibles en portales web y fuentes de consulta pública.

3.1. ENTORNO

El análisis del entorno busca establecer evidencia por medio de la revisión de la información, de que no existe actualmente en el medio nacional una herramienta que permita realizar un análisis financiero comparativo, esto a partir de la selección de compañías comparables, cotizantes en cualquier bolsa de valores, que posean características similares, cuya información pueda ser aplicada a una empresa objetivo.

3.1.1. Empresa Objetivo

Inicialmente, se procedió a realizar una búsqueda dentro de la página de la empresa modelo, Florida Ice & Farm Co, con el propósito de ubicar si cuenta con una aplicación que permita valorar una compañía.

Sin embargo, únicamente permite conocer el precio histórico de sus acciones, así como una gráfica que permita observar la tendencia del precio a través del tiempo de forma más clara.

Figura N° 3. Buscador Precio de la Acción, FIFCO

The image shows a screenshot of the Florida Ice & Farm Co. website's stock price search tool. The header includes the company logo and navigation links: Promociones, Contacto, Mapa del Sitio, and a search bar. Below the header is a menu with links: SOBRE FLORIDA, INVERSIONISTAS, SOSTENIBILIDAD, PRODUCTOS, NOTICIAS, EMPLEO. The main content area is titled "BUSCADOR PRECIO DE LA ACCIÓN". On the left, there is a sidebar with the "Inversionistas" section, containing links: Regresar a Inversionistas, Buscador de Documentos, Gráfico Precio de Acción, and Precio de Acciones. The main search area contains the following text: "Por favor ingrese las fechas y el tipo de formato para realizar la búsqueda." and a note: "Nota: Los datos reflejan únicamente los días en que hubo transacciones." Below this, there are two input fields: "Fecha inicial:" and "Fecha final:". To the right of these fields is a "SELECCIONE FORMATO" section with radio buttons for "Excel", "HTML", and "PDF". At the bottom of the search area is a "Consultar" button.

Figura N° 4. Precio de la Acción, FIFCO



Adicionalmente FIFCO pone al alcance de los usuarios las calificaciones de riesgo sobre invertir en esta compañía.

Figura N° 5. Calificación de Riesgo, FIFCO

CALIFICACIÓN DE RIESGOS

- Julio 2014 63.8 KB
- Enero 2015 429.0 KB
- Enero 2014 94.9 KB
- Julio 2013 74.7 KB
- Enero 2013 85.2 KB
- Julio 2012 90.6 KB
- Abril 2012 127.8 KB
- Enero 2012 92.9 KB

→ Ver más documentos...

Es importante destacar, que FIFCO también facilita la obtención de información histórica financiera, útil para el inversionista a la hora de realizar un análisis de la compañía.

Figura N° 6. Informes Financieros, FIFCO



INFORMES

- Estados Financieros Interinos Diciembre 2014 925.1 KB
- Informe Anual 2013 - 2014 31.6 MB
- Estados Financieros Auditados Setiembre 2014 1.5 MB
- Estados Financieros Interinos Junio 2014 310.4 KB
- Estados Financieros Interinos Marzo 2014 302.8 KB
- Informe Anual 2012 - 2013 17.0 MB
- Estados Financieros Interinos Diciembre 2013 246.2 KB
- Estados Financieros Auditados Setiembre 2013 1.4 MB
- Estados Financieros Interinos Junio 2013 320.1 KB
- Estados Financieros Interinos Marzo 2013 411.1 KB
- Informe Anual 2011 - 2012 13.8 MB
- Estados Financieros Interinos Diciembre 2012 402.0 KB

→ Ver más documentos...

3.1.2. Revisión de Portales

Se podría interpretar que las instituciones que regulan a las empresas públicas que participan en las bolsas de valores deberían trabajar para proporcionar algún tipo de herramienta que permita a las compañías miembro realizar una valoración financiera, o al menos facilitar la construcción de las mismas, ya que dentro de sus objetivos, en la mayoría de los casos, está la educación del inversionista. Sin embargo, a nivel del territorio nacional y en relación con la SUGEVAL no existe una herramienta como tal. Únicamente se cuenta con información de autorización, regulación y supervisión útil para el inversionista.

A continuación se presentan imágenes de los principales hallazgos a partir de la revisión en portales web de información financiera.

Figura N° 7. Portal Información Financiera, SUGEVAL

Sugeval **Superintendencia General de Valores**
AL SERVICIO DEL INVERSIONISTA

Acerca de SUGEVAL | Contáctenos | Mapa del Sitio A A A

Inicio **Participantes y Productos** Normativa Informes y estadísticas ¿Qué es el mercado de valores? Enlaces English

Participantes y Productos

- > Participantes
- > Productos
- > Información financiera y operativa
- > Medidas Disciplinarias
- > Consulta de Expedientes
- > Prospectos y Hechos Relevantes
- > Calificaciones de Riesgo
- > Otras Consultas
- > Preguntas Frecuentes

Inicio > Participantes y Productos

- » **Participantes**
Entidades autorizadas para brindar servicios en el mercado de valores
- » **Productos**
Títulos valores y fondos de inversión autorizados para ser ofertados en el mercado costarricense
- » **Información financiera y operativa**
Informes periódicos presentados por los participantes del mercado
- » **Medidas Disciplinarias**
Sanciones, Medidas precautorias y revocatorias emitidas por la SUGEVAL o la Bolsa Nacional de Valores
- » **Consulta de Expedientes**
Documentación presentada para trámites que requieren autorización de Sugeval
- » **Prospectos y Hechos Relevantes**
Características de los títulos valores y fondos autorizados así como acontecimientos de interés relacionados con ellos
- » **Otras Consultas**
Oferta Pública de Adquisición

Información disponible a solicitud de los interesados

- » **Cómo solicitar**
- Preguntas frecuentes**
Dudas más comunes en cuanto al Registro Nacional de Valores y su contenido

Inicio | Participaciones y Productos | Normativa | Informes sobre el Mercado | ¿Qué es el mercado de valores?

SUGEVAL® 2010. [Términos y Condiciones](#). Teléfono: (506) 2243-4700 Fax: (506)2243-4646

Figura N° 8. Información Estadística, SUGEVAL

Sugeval **Superintendencia General de Valores**
AL SERVICIO DEL INVERSIONISTA

Acerca de SUGEVAL | Contáctenos | Mapa del Sitio A A A

Inicio Participantes y Productos Normativa **Informes y estadísticas** ¿Qué es el mercado de valores? Enlaces English

Informes y estadísticas del mercado

- > Informes bursátiles
- > Informe de la situación financiera de los puestos de bolsa
- > Indicadores de mercado
- > Informes sobre fondos de inversión
- > Informe de la situación financiera de las Soc. Administradoras de Fondos
- > Preguntas Frecuentes

Inicio > Informes y estadísticas

- » **Informes bursátiles**
Consulte el Informe diario de operaciones bursátiles, el Informe diario del saldo abierto a plazo (SAP), el Informe semanal de operaciones del mercado de valores, y el Informe diario de saldos en circulación de la deuda pública y deuda privada.
- » **Informe de la situación financiera de los puestos de bolsa**
Obtenga un resumen de la situación financiera de los puestos de bolsa.
- » **Indicadores del mercado**
Consulte indicadores producidos por esta Superintendencia (Unidades de Desarrollo) e información publicada por el Banco Central de Costa Rica (índice de precios al consumidor, tasa básica, tasa de política monetaria, LIBOR y Prime).
- » **Informes sobre fondos de inversión**
Consulte los informes diarios, quincenales y trimestrales sobre la industria de fondos de inversión.
- » **Informe sobre la situación financiera de las sociedades administradoras de fondos**
Obtenga un resumen de la situación financiera de las sociedades administradoras de fondos de inversión.

Información disponible a solicitud de los interesados

- » **Cómo solicitar**
- Preguntas frecuentes**

Inicio | Participaciones y Productos | Normativa | Informes sobre el Mercado | ¿Qué es el mercado de valores?

Por otro lado, se tiene que el mercado de valores en Costa Rica pone limitantes a la hora de desarrollar el modelo, en tanto que muchas de las compañías participantes no poseen comparables que sean públicas, a diferencia de los mercados de valores más desarrollados.

La búsqueda de comparables en otras bolsas resulta en más trabajo para el analista financiero ya que no se cuenta con herramientas de búsqueda que faciliten la selección de comparables como lo son Yahoo! Finance o Google Finance.

Dichos buscadores basan sus indagaciones de comparables, en criterios que son de relevancia como nivel de ganancias, lugares donde operan las compañías, entre otros, mismos que facilitan el trabajo del analista.

Figura N° 9. Yahoo! Finance

Pfizer Inc. (PFE) - NYSE ★ Watchlist

35.44 +0.41 (1.17%) Apr 10, 4:00PM EDT
 After Hours: **35.34** ↓0.10 (0.28%) Apr 10, 7:54PM EDT

Prev Close: 35.03 Day's Range: 34.90 - 35.47
 Open: 34.93 52wk Range: 27.51 - 35.47
 Bid: 35.36 x 300 Volume: 24,353,692
 Ask: 35.40 x 300 Avg Vol (3m): 30,164,700
 1y Target Est: 36.32 Market Cap: 217.21B
 Beta: 0.83 P/E (ttm): 24.92
 Next Earnings Date: 28-Apr-15 EPS (ttm): 1.42
 Div & Yield: 1.12 (3.20%)

People viewing PFE also viewed:
MRK BMY JNJ KFT ABT LLY

Quotes delayed, except where indicated otherwise. Currency in USD.

Related companies

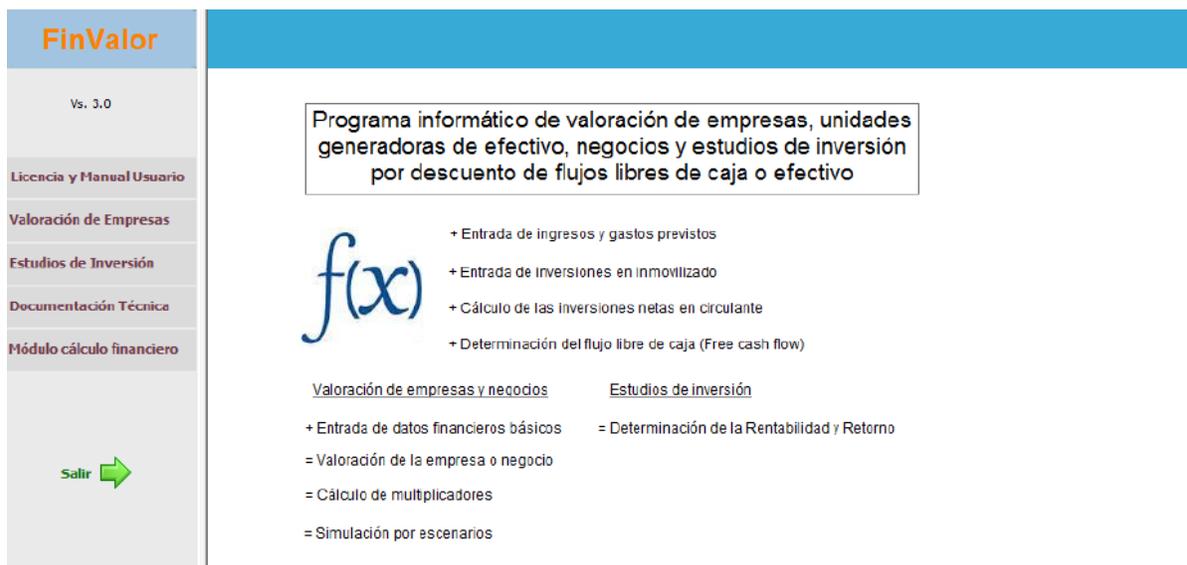
Company name	Price	Change	Chg %	d m y	Mkt Cap
PFE Pfizer Inc.	35.44	+0.41	1.17%		217.61B
MRK Merck & Co., Inc.	57.25	-0.18	-0.31%		162.49B
LLY Eli Lilly and Co	73.92	+1.56	2.16%		82.13B
GSK GlaxoSmithKline p...	48.23	+0.51	1.07%		117.54B
AZN AstraZeneca plc (...)	69.91	-0.25	-0.36%		88.35B
BMY Bristol-Myers Squ...	64.64	+1.18	1.86%		107.73B
TKPYY Takeda Pharmaceut...	25.33	+0.12	0.50%		39.82B
AMGN Amgen, Inc.	163.38	+1.89	1.17%		123.83B
NVS Novartis AG (ADR)	103.58	+1.01	0.98%		280.78B
SNY Sanofi SA (ADR)	52.35	+0.48	0.93%		139.35B
RHHBY Roche Holding Ltd...	35.52	+0.26	0.72%		247.10B

A lo largo de la investigación, se encontraron aplicaciones que pueden ser adquiridas por los usuarios, con las cuales se puede valorar una empresa.

Una de ellas es la herramienta FinValor, la cual consiste en una aplicación informática mediante la cual se podrá determinar el valor de una empresa o unidad generadora de efectivo utilizando el método del descuento de flujos libres de caja.

Además, esta aplicación permite analizar la viabilidad de cualquier proyecto o inversión de la empresa mediante indicadores de rentabilidad como los son el VAN y TIR.

Figura Nº 10. Aplicación Fin Valor



Es importante destacar, que estas aplicaciones encontradas en la Web, tienen un costo de adquisición, por lo que no están al alcance de cualquier usuario que quiera realizar una valoración.

Por lo que, se pretende lograr una herramienta que permita realizar un análisis financiero, presentando los datos de una manera simple, mediante un formato formulado que pueda ser de fácil acceso al usuario.

CAPÍTULO IV: METODOLOGÍA DEL ESTUDIO

En este apartado se presenta el proceso metodológico aplicado al presente Estudio, tomando como referencia el método de valoración financiera por suma de partes.

4.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN

En la presente investigación se utilizó una investigación tanto exploratoria como descriptiva, debido a la naturaleza y al propósito del estudio.

A continuación se describen los aspectos principales de cada tipo de investigación utilizado:

4.1.1. Investigación exploratoria

De acuerdo a Hernández, Fernández & Baptista (2010, p. 79) los estudios exploratorios se realizan cuando el objetivo es examinar un tema o problema de investigación poco estudiado, del cual se tienen muchas dudas o no se ha abordado antes.

Inicialmente, la investigación realizada se presentó con carácter exploratorio, debido a la necesidad de profundizar más sobre el tema de investigación para ubicar inicialmente el tema de estudio.

Por lo tanto, este tipo de investigación se utilizó con el propósito de recolectar información relacionada al problema de estudio.

4.1.2. Investigación descriptiva

Los estudios descriptivos buscan especificar las propiedades, las características y los perfiles, grupos, comunidades, procesos, objetos o cualquier otro fenómeno que se someta a un análisis (Hernández, Fernández & Baptista 2010, p. 80)

Para Zikmund & Babin (2008, p.51), el propósito principal de este tipo de investigación, es describir las características de objetos, personas, grupos, organizaciones o entornos, es decir tratar de “pintar un cuadro” de una situación.

Se utilizó este tipo de investigación con el propósito de detallar las características de las fuentes de consulta financiera pública en el medio nacional, que permitiera conocer cuál es el análisis financiero que podría realizarse en el medio nacional actual y si la información disponible posibilitaba la ejecución de un análisis de carácter comparativo.

La utilidad del alcance descriptivo radica en que por medio de éste se puede mostrar con precisión los ángulos y dimensiones del análisis financiero que se realiza actualmente en el país.

Todo esto se realizará con la finalidad de desarrollar un Modelo de valoración financiera mediante la metodología de suma de partes, considerando compañías comparables cotizadas en bolsa y con divisiones similares, que pueda ser aplicado por cualquier empresa pública local.

4.2. ENFOQUE DEL ESTUDIO

El enfoque de esta investigación es cuantitativo ya que utiliza la recolección de datos para la medición numérica. Según Hernández, Collado y Baptista (2010, pág. 4), el enfoque cuantitativo “usa la recolección de datos para probar hipótesis, con base en la medición numérica y el análisis estadístico, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías”.

Se realizó la recolección de información financiera de la empresa objetivo así como de las comparables seleccionadas, con el fin de aplicar el modelo de análisis financiero comparativo y determinar los múltiplos más adecuados para cada sector.

4.3. FUENTES DE INFORMACIÓN

Para satisfacer las necesidades de información, se utilizó tanto información de fuentes primarias como secundarias. A continuación se detalla cada una de ellas:

4.3.1. Fuentes Primarias

Las fuentes primarias son “...las que contienen aquella información que ha sido recopilada por el investigador para alcanzar los objetivos planeados en la investigación que está desarrollando”. (Gómez Barrantes, 2010). En síntesis serán fuentes primarias aquellas que hayan sido recopiladas directamente por el investigador.

Constituyen fuentes primarias la información financiera recolectada a partir de la página web de la Empresa objetivo, en la que se incluyen los Estados Financieros para los periodos 20011 al 2014, así como otros reportes e informes financieros de la compañía.

4.3.2. Fuentes Secundarias

Según Miguel Gómez (2010), las fuentes secundarias son “... información recabada por alguien que no es el investigador, el cual lo realiza por otros fines diversos a la investigación en cuestión”.

Para esta investigación, se utilizó la bibliografía necesaria para fundamentar teóricamente el estudio mediante el uso de libros de texto y portales web relacionados al tema.

4.4. TÉCNICA DE ANÁLISIS DE DATOS

Para el presente Estudio se utilizará el método de valoración por suma de partes como técnica de análisis de datos.

4.5. SECUENCIA METODOLÓGICA APLICADA

A continuación se detalla la secuencia metodológica que se siguió para el diseño y elaboración del presente Modelo de valoración financiera por suma de partes para compañías comparables con divisiones similares.

4.5.1. Análisis de la Empresa Objetivo

Inicialmente y dado que el objetivo del presente Estudio es diseñar un modelo de valoración financiera que incluya el análisis comparativo, se debía seleccionar una empresa objetivo, es decir un referente cuya información financiera sirviera como base para la estructuración del modelo y que cumpliera la característica de tener distintos segmentos.

Con el fin de seleccionar la empresa objetivo del Estudio, se consideraron aquellas compañías que cotizan en la Bolsa de Valores de Costa Rica, pues su participación en el mercado accionario implicaría información pública y disponible en portales web; esto según lo requerido en la normativa de la SUGEVAL.

En esta misma línea, se realizó un análisis de la empresa objetivo considerando actividad económica, historia de la Compañía, segmentos y líneas de productos, puntos de venta, características del sector (clientes, proveedores, cuota de mercado etc.), países en que opera, participaciones en otras compañías, adquisiciones, alianzas estratégicas y demás.

Asimismo, se realizó una revisión de su prospecto, con el fin de identificar información relevante que contribuyera al desarrollo del Estudio.

La consulta de información para el análisis de la empresa objetivo se realizó mediante la revisión de información en página web y noticias referentes a la compañía seleccionada; todo ello a través de medios digitales.

Una vez que se estudió el perfil y características de la empresa objetivo, se procedió a descargar los reportes financieros históricos disponibles en su página web.

En seguida se diseñó una plantilla en formato de Excel que permitiera colocar los resultados trimestrales de cada uno de los segmentos de mercado.

Figura N° 11. Plantilla de Excel para Modelo propuesto

B	C	D	E	F	G
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011
					-
					-
					-
					-
					-
					-
					-
					-
					-
					-

Posteriormente, se procedió a incluir los datos de la empresa objetivo, correspondientes a los Estados Financieros que iban a ser utilizados en el estudio.

Figura N° 12. Información por Segmentos

B	C	D	E	F	G	H
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	
Segmento 1						
Segmento 2						
Segmento 3						
Segmento 4						
Ventas netas						
Segmento 1						
Segmento 2						
Segmento 3						
Segmento 4						
Total Costo de ventas						
Utilidad bruta						

Asimismo, en la plantilla de Excel se establecieron filtros que permitieran verificar que la información ingresada era correcta y verdadera. Por ejemplo, que el resultado de la casilla denominada “Total de activos” fuera igual al resultado de la casilla denominada “Total de pasivo y patrimonio”. En caso de mostrar error, se procedió a revisar la información ingresada, identificar el error y corregir. Asimismo, se comprobó que la suma de los distintos segmentos fuera igual a la suma de los resultados totales de la Compañía. Todo esto permite asegurar que la información del Modelo sea fidedigna.

Figura Nº 13. Filtros de verificación

A	B	C	D	E	F	G
		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011
Total activos		452.209.968	461.537	464.227	469.489	469.489
Total pasivo circulante		62.874.605	60.166	57.014	68.445	68.445
Total pasivo fijo		120.636.726	131.227	133.158	119.357	119.357
Total Pasivo		183.511.331	191.393	190.172	187.802	187.802
Capital en acciones comunes		40.000.000	40.000	40.000	40.000	40.000
Acciones en tesorería		1.708.303	1.752	1.753	1.832	1.832
Total de acciones en circulación		38.291.697	38.248	38.247	38.168	38.168
Capital adicional pagado		79.581	80	80	54	54
Reservas		59.289.270	56.730	57.237	61.482	61.482
Utilidades no distribuidas		132.707.428	139.333	142.217	145.263	145.263
Total patrimonio de la controladora		230.367.976	234.391	237.781	244.967	244.967
Participación no controladora		38.330.662	35.753	36.274	36.720	36.720
Total patrimonio		268.698.638	270.144	274.055	281.687	281.687
Total pasivo y patrimonio		452.209.969	461.537	464.227	469.489	469.489
		FALSO	VERDADERO	VERDADERO	VERDADERO	VERDADERO

En esta misma línea, se validaron los datos ingresados mediante los filtros de verificación y posteriormente se inició con la etapa de análisis de históricos financieros.

En la hoja número uno del documento en formato de Excel se presenta el Estado de Resultados (*Income Statement*) en el cual se ingresaron los datos de ventas, así como costos y gastos asociados a cada uno de los segmentos. Finalmente se presentó la ganancia antes de impuestos (EBT), la ganancia antes de intereses e impuestos (EBIT) y la ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA); todas ellas en términos absolutos y en márgenes porcentuales.

Adicionalmente se colocaron las utilidades por acción y el promedio de acciones comunes para cada uno de los periodos.

En la hoja número dos del documento en Excel se presenta el Balance de Situación (*Balance Sheet*) en el cual se ingresaron los totales de activos, pasivos y patrimonio y a su vez se calcularon índices financieros de estabilidad, gestión y rentabilidad.

En el caso de los índices de estabilidad se calcularon los siguientes:

- Razón circulante
- Prueba del ácido
- Índice de deuda
- Razón de deuda a corto plazo
- Índice de endeudamiento
- Cobertura de intereses.

En cuanto a los índices de gestión se calcularon:

- Rotación de inventario
- Periodo medio de inventario
- Rotación de activo circulante
- Rotación de activo fijo (inmuebles)
- Rotación de activo a largo plazo
- Rotación de activo total.

Por último, los índices de rentabilidad calculados incluyeron:

- Margen de utilidad bruta
- Margen de utilidad de operación
- Margen de utilidad neta
- Rendimiento de operación sobre activos
- Rendimiento sobre la inversión y la
- Rentabilidad sobre el patrimonio.

En la hoja número tres del documento de Excel se presenta el Flujo de Caja (*Cash Flow*), en el cual se ingresaron las partidas que no requieren efectivo, así como aquellas cuyo efectivo fue generado por actividades de operación, actividades de inversión y actividades de financiamiento.

Posteriormente en la hoja número cuatro del documento en Excel se diseñó una plantilla para el análisis de los segmentos de la empresa objetivo.

Estos cálculos permiten determinar si los segmentos poseen una tendencia y de qué tipo es la tendencia; creciente, decreciente o nula.

4.5.2. Análisis y Selección de las Compañías Comparables

Se establecieron criterios de selección para cada segmento, con el propósito de delimitar el número de compañías que se asemejaban a la empresa modelo.

Se procedió a confeccionar un checklist, donde se incluía el nombre de las compañías, una breve descripción así como los criterios de selección que iban a ser utilizados.

Figura Nº 14. Diseño lista de chequeo

EMPRESA COMPARABLE					CRITERIOS DE SELECCIÓN			
Nombre	Pais	P/E actual	Mkt. Cap	Principales Adquisiciones	Criterio 1	Criterio 2	Criterio 3	Criterio 4
1								
2								
3								
4								
5								
6								
7								

Inicialmente se partió de un número grande de compañías para posteriormente ir eliminándolas si los resultados de los criterios de selección se alejaban mucho de los restantes de la muestra.

En la hoja número cinco del documento de Excel se diseñó la suma de partes (Sum of the parts), en la que se analizaron diversas compañías y se establecieron factores relevantes para seleccionar a las posibles empresas comparables.

4.5.3. Criterios de selección de compañías comparables

Para efectos del presente Estudio, fueron elegidos cuatro criterios de selección, mediante los cuales iban a ser elegidas aquellas empresas que cumplieran con la mayoría. Estos criterios, fueron seleccionados según los fundamentos teóricos presentados en el capítulo anterior.

Una vez delimitados los criterios de selección, se procedió con el análisis de cada una de las posibles comparables, mediante una revisión en herramientas disponibles en línea tales como Google Finance, Yahoo Finance, Morning Star y Bloomberg.

4.5.4. Definición de los componentes de múltiplos

A continuación se definirán los componentes de los principales ratios utilizados, lo cual establecerá las bases para el cálculo de los múltiplos de cotización.

Cuadro N° 8. Definición de los componentes de Múltiplos

Ratio en español	Ratio en inglés	Detalle
Utilidad neta	Earnings	Beneficio neto o beneficio después de impuestos
UPA	EPS	Utilidad por acción
UO	OI	Utilidad operative
UAI	EBT	Ganancia antes de impuestos
UAII	EBIT	Utilidad antes de intereses e impuestos
UAAII	EBITDA	Utilidad antes de amortización, intereses e impuestos

FC	CF	Flujo de caja operativo= EBIT + amortización + depreciación
VE	EV	Valor de la empresa= Capitalización bursátil (con efecto dilución) + acciones preferentes + deuda neta + intereses minoritarios

4.5.5. Selección y cálculo de los múltiplos de cotización.

Para efectos del presente, se calculó el *Price to earnings ratio (P/E)* y el *Market cap* de la empresa objetivo y de sus comparables, con el fin de determinar si cumplía con los rangos de aceptación establecidos en los últimos dos criterios de selección.

4.5.6. Aplicación de los resultados a la empresa objetivo.

Finalmente y a través de una investigación exhaustiva de información acerca de los planes y metas de la empresa objetivo para el periodo 2015, se procedió a establecer los supuestos del Modelo de análisis comparativo.

Una vez establecidos los supuestos, se procedió a realizar estimaciones que la compañía elegida podría presentar en el periodo 2015; esto según los planes a futuro, las diversas variables de mercado y los supuestos establecidos.

Seguidamente se procedió a seleccionar y calcular los múltiplos, se procede a multiplicar los ratios por los datos de la empresa objetivo.

De esta manera, el rango de múltiplos se aplica a:

- A. Los datos históricos de la empresa objetivo. (ventas, EBIT, EBITDA, valor en libros, cash flow etc.)
- B. Los datos futuros o pronósticos de la empresa objetivo.

Tal como lo señalan Badenes, Santos y Fernández, se suele dar mayor peso a los datos futuros pues las empresas son valoradas en el mercado según los resultados futuros que

se esperaría que tengan. La utilidad del análisis de datos históricos radica en que permiten servir como guía para los pronósticos futuros.

4.6. MÉTODOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

Las herramientas o métodos que se utilizaron para recolectar la información requerida en función de los objetivos del Estudio incluyen la revisión de información disponible en portales web de periódicos de circulación nacional, plataformas web de compañías que cotizan en bolsa y criterio de experto.

4.7. RECOLECCIÓN DE DATOS

El instrumento de recolección de datos fue el investigador, el cual se apoyó en diversas técnicas de recolección de datos que se fueron obteniendo conforme avanzaba el Estudio.

4.8. PROCESAMIENTO DE DATOS

Una vez que los datos fueron obtenidos, se continuó con el procesamiento de los mismos, integrándolos en una hoja de datos en la que se determinaron significados y se analizaron los resultados y sus variaciones a través del tiempo.

4.9. ANÁLISIS DE DATOS

Los principales criterios que se tomaron en cuenta para evaluar la recolección y el análisis de los datos fueron: credibilidad, confirmación, valoración y transferencia.

Cabe aclarar que el autor parte de la premisa de que el mundo social es “relativo”, por tanto sólo puede ser entendido desde el punto de vista de los actores estudiados.

4.10. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Finalmente se elaboró un Modelo de Valoración Financiera en el cual se ofrece una respuesta al planteamiento del problema y en el cual se fundamentan las estrategias que se utilizaron para abordarlo, así como los datos que fueron recolectados, analizados e interpretados por el investigador.

CAPÍTULO V: APLICACIÓN DEL MODELO DE VALORACIÓN: FIFCO

A continuación, se presenta el modelo de suma de partes diseñado, aplicado a Florida Ice & Farm Company.

5.1. ANÁLISIS DE EMPRESA OBJETIVO

Se procedió a elegir a Florida Ice and Farm Company como empresa objetivo del Estudio, dado que su información financiera es completa comparada con las demás compañías que cotizan en Bolsa cuya información no se encuentra del todo completa; lo cual dificultaría el análisis. (Por ejemplo La Nación, Holcim etc.)

A continuación se presenta el análisis de FIFCO:

Florida Ice and Farm Company es una empresa pública costarricense, dedicada a producir y distribuir bebidas y alimentos en Centroamérica, El Caribe y Estados Unidos principalmente, así como a negocios inmobiliarios en la provincia de Guanacaste, Costa Rica, e inversiones varias. Sin embargo la actividad principal es la elaboración y distribución de bebidas, siendo la principal la cerveza, con la marca líder IMPERIAL. Otras marcas de cerveza son PILSEN, BAVARIA, ROCK ICE, BOHEMIA, KAISER y HEINEKEN (bajo un contrato desde 1986)

La producción de cerveza se realiza en la planta ubicada en Belén, Heredia. Actualmente, esta planta cuenta con una capacidad instalada que permite producir anualmente 1.650.000 hectolitros de cerveza y 150.000 hectolitros de Bebidas Alcohólicas Saborizadas.

FIFCO posee seis plantas de producción según la naturaleza del producto dividiéndose estas en cerveza, refrescos naturales y aguas, néctares, alimentos y refrescos gaseosos.

Actualmente los competidores directos de los productos de FIFCO son: La Cooperativa de Productores de Leche Dos Pinos que produce y comercializa lácteos y que además envasa jugos y bebidas, Signa Alimentos (con la marca de lácteos el Prado, la compañía FEMSA, la fábrica nacional de licores, entre otros.

La principal materia prima de la empresa es la malta que proviene del exterior, los precios de la materia prima son negociados con los proveedores para evitar fluctuaciones severas Además la empresa posee un sistema moderno de silos con la capacidad de amanecer grandes cantidades en caso de adversidades. Los proveedores de FIFCO son

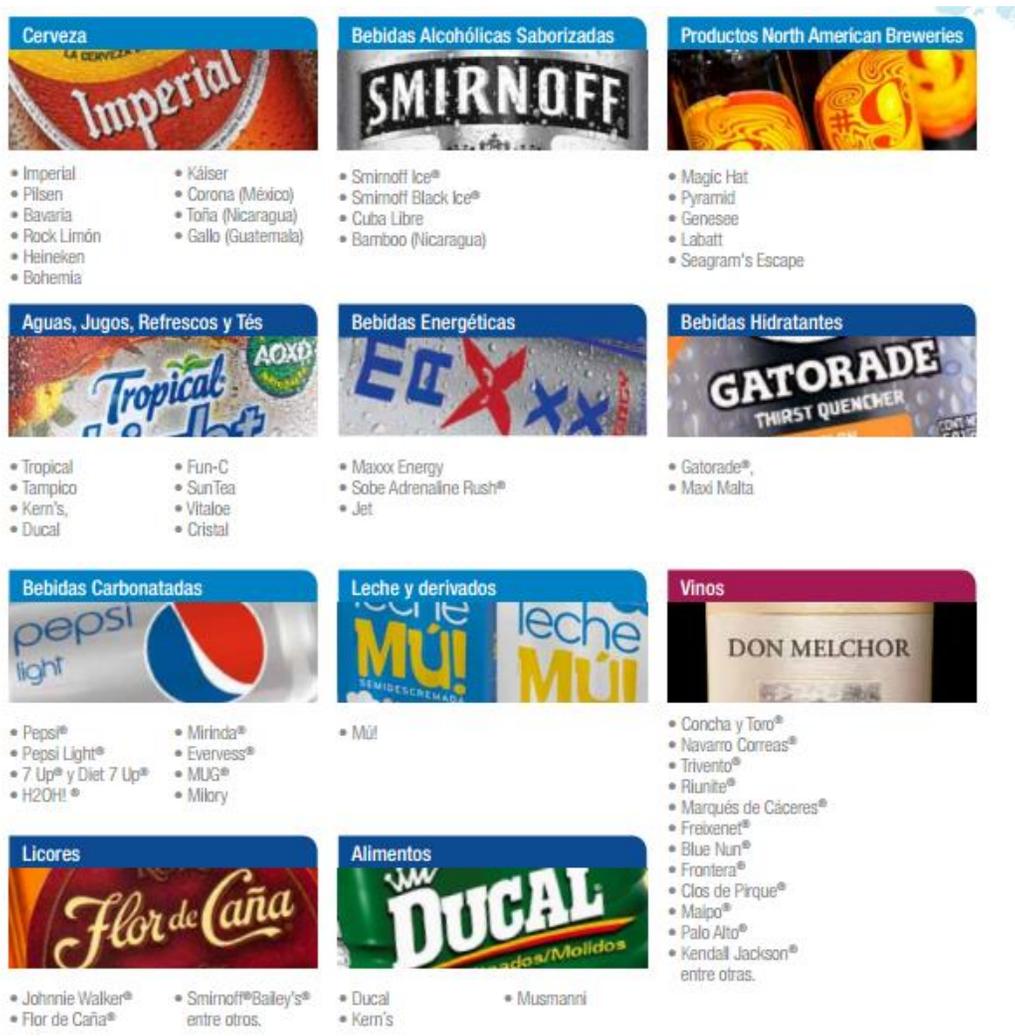
sometidos a un proceso de selección exhaustivo ya que la compañía busca que sus proveedores sean económicos, social y ambientalmente responsables.

5.1.1. Productos de FIFCO

En la actualidad Florida Ice and Farm Company, cuenta con más de 2.700 productos. Tiene, en total, 6.097 colaboradores fijos y 2.247 accionistas, de los cuales ninguno posee más del 10% de las acciones totales de la compañía.

A través de la ilustración se muestran algunos de los productos y marcas de FIFCO:

Figura 14: Principales productos y marcas de FIFCO



5.1.2. Resultados financieros

Los resultados financieros al 2014 muestran que las ventas netas crecieron un 11% como resultado de la inclusión del negocio de North American Breweries (NAB) por un año completo, vs. Tres trimestres el año pasado. La Empresa logró alcanzar ventas por 614 mil millones de colones, mostrando un crecimiento del 11% con respecto al periodo fiscal anterior. Todos los segmentos de negocio mostraron crecimiento en ventas, pero especialmente Florida Bebidas y Alimentos.

La categoría de cerveza en Costa Rica presentó un crecimiento en el canasto de bebidas alcohólicas y el mayor crecimiento en volumen de ventas desde el año 2008. Este crecimiento estuvo impulsado especialmente por las cervezas “Premium” (Heineken y Bavaria) así como de Imperial y Bohemia.

A continuación se muestran los principales indicadores financieros al 2014.

Figura N° 15. Principales indicadores financieros de FIFCO al 2014

(en millones de colones)	al 30 de setiembre del 2014	al 30 de setiembre del 2013	Variación %
Resultados			
Ventas netas (sin impuestos directos)	613.523	552.667	11%
Costo de Ventas	332.135	299.105	11%
Utilidad Bruta	281.388	253.562	11%
Utilidad de Operación	84.546	73.499	15%
Utilidad Neta	46.757	43.414	8%
Utilidad Neta Atribuible a los Accionistas	36.507	33.202	10%
Dividendos a Accionistas	19.787	19.391	2%

FIFCO busca liderar las categorías en las que compete, a través del desarrollo de propuestas con sentido económico que conlleve un impacto mínimo o bien, positivo para la sociedad y el medio ambiente.

Historia de la Compañía

A continuación se detalla la historia de la Compañía a través de los hechos más relevantes

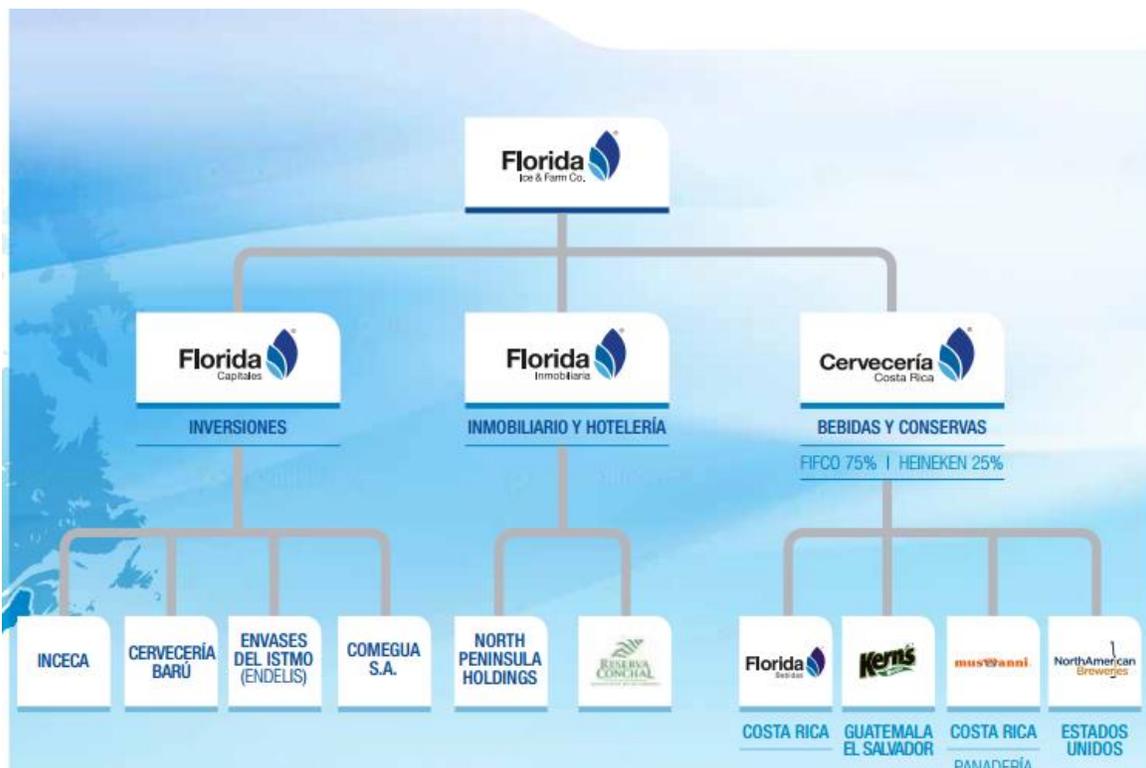
- En el año 1908, un grupo de empresarios decidió construir una empresa con el nombre de Florida Ice and Farm Co.
- En el año 1912, incursionó en la actividad cervecera del país al adquirir la Cervecería Traube.
- En el año 1957 adquiere la cervecería Ortega, una de las empresas nacionales dedicada a la producción de cerveza.
- En el año 1966 se inaugura la planta Cervecería Costa Rica.
- A finales de 1977 se adquirió la participación mayoritaria de Cervecería Tropical S.A
- En 1998 en Asambleas Extraordinarias de Accionistas tanto de Cervecería Tropical como de Florida Ice and Farm se aprobó el proyecto de fusión de ambas empresas, prevaleciendo Florida Ice and Farm Co, S.A.
- El primero de agosto de 2006 se concluye la adquisición del 100% de la Industrias Alimenticias Kern's de Guatemala y su subsidiaria Industrias Alimenticias Kern's el Salvador
- En el 2007 se adquiere el 100% de la Embotelladora Centroamericana S.R.L y Distribuidora de Bebidas DBC, empresas que tienen la franquicia para producir y distribuir las bebidas de Pepsi Co
- En mayo del 2007 se adquiere el 100% de Reserva Conchal, Desarrollos Inmobiliarios Guanacaste, Inmobiliaria Conchal del Pacífico SA e Inversiones 1346 empresas dedicadas al sector turístico.
- El primero de Octubre de 2010 se concluye la adquisición del 100% de HI Cuevee y Vinum Aura empresas distribuidoras de vino de varias marcas.
- En el año 2011 FIFCO anunció la compra de MUSMANI.
- En el 2012 FICO estableció una alianza estratégica con COOPELECHE.

- Finalmente en octubre del 2012 FIFCO adquirió el 100% de la empresa Estadounidense North American Breweries y sus subsidiarias. Esta cuenta con una planta de producción en New York

5.1.3. Estructura organizacional y subsidiarias

A continuación se presenta la organización de FIFCO y de sus subsidiarias para un mayor entendimiento de la compañía.

Figura N° 16. Subsidiarias de FIFCO



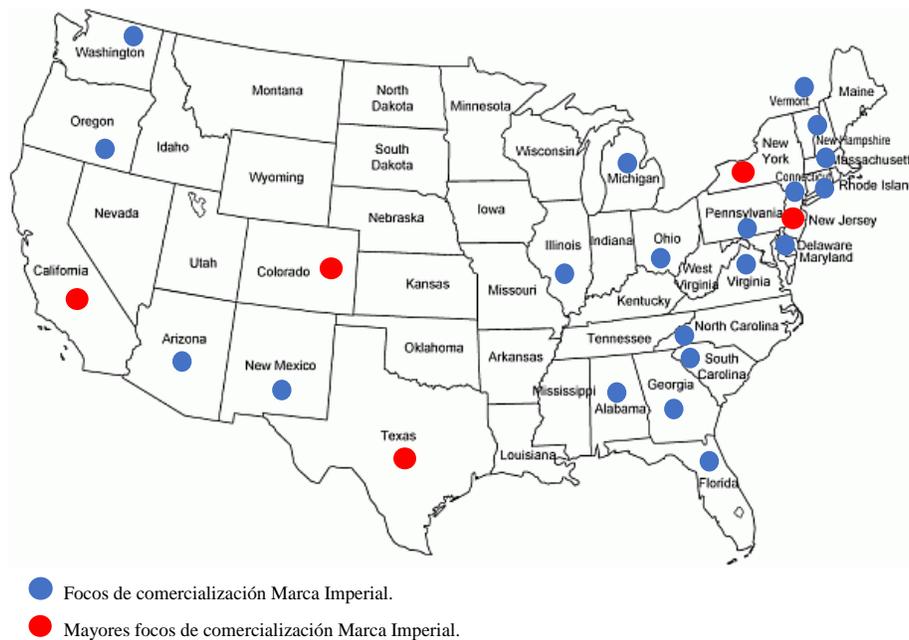
A continuación se detalla la estructura organizacional de FIFCO:

Figura N° 17: Estructura Organizacional de FIFCO



Principales focos de comercialización de cerveza en Estados Unidos

De igual manera, FIFCO ha incursionado en el mercado estadounidense con la cerveza nacional marca Imperial. A continuación se presentan los focos de comercialización de la cerveza Imperial en Estados Unidos, así como los mayores focos de comercialización los cuales comprenden: New York, New Jersey, Colorado y Texas.



5.2. ESTUDIO FINANCIERO

Una vez que se estudió el perfil y características de la empresa objetivo, se procedió a descargar los reportes financieros históricos de (2011, 2012, 2013, 2014 y el primer trimestre del periodo 2015) de Florida Ice & Farm Co. disponibles en su página web www.florida.co.cr con el fin de realizar una revisión exhaustiva y detallada de los principales estados financieros y poder identificar tendencias a través del tiempo.

En seguida se procedió a transcribir los datos del Estado de Resultados, Balance de Situación y Flujo de Caja de FIFCO correspondientes a los periodos de análisis.

5.2.1. Estado de Resultados

2011 - 2012

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012
Bebidas	68.147	60.437	66.225	63.856	258.665	73.459	69.189	68.095	70.368	281.111
Alimentos	8.494	8.866	9.105	9.349	35.814	8.696	12.632	9.903	12.278	43.509
Inmobiliario	4.268	8.118	3.943	3.575	19.904	3.758	7.454	4.445	4.434	20.091
Otros	538	686	696	677	2.597	569	720	1.157	1.151	3.597
Ventas netas	81.447	78.107	79.969	77.457	316.980	86.482	89.995	83.600	88.231	348.308
Bebidas	(24.819)	(22.380)	(24.265)	(24.412)	(95.876)	(26.056)	(24.975)	(26.599)	(28.668)	(106.298)
Alimentos	(6.339)	(6.320)	(6.585)	(6.772)	(26.014)	(6.711)	(8.251)	(6.195)	(9.488)	(30.645)
Inmobiliario	(1.695)	(3.063)	(2.448)	(2.482)	(9.688)	(1.851)	(2.452)	(1.829)	(1.700)	(7.832)
Otros	(374)	(446)	(449)	(432)	(1.701)	(371)	(526)	(513)	(387)	(1.797)
Total Costo de ventas	(33.227)	(32.209)	(33.745)	(34.098)	(133.279)	(34.989)	(36.204)	(35.136)	(40.243)	(146.572)
Utilidad bruta	48.220	45.898	46.224	43.359	183.701	51.493	53.791	48.464	47.988	201.736
Gasto de ventas y mercadeo	(15.368)	(17.268)	(17.741)	(19.232)	(69.609)	(17.721)	(22.321)	(20.269)	(20.301)	(80.612)
DD&A	(1.299)	(1.341)	(1.335)	(1.380)	(5.355)	(1.261)	(1.630)	(1.414)	(1.416)	(5.721)
G&A	(9.320)	(8.928)	(8.642)	(10.967)	(37.857)	(10.662)	(10.857)	(8.930)	(10.099)	(40.548)
Total costos operativos	(25.986)	(27.538)	(27.718)	(31.579)	(112.821)	(29.644)	(34.808)	(30.613)	(31.816)	(126.881)
Utilidad operativa	22.233	18.361	18.506	11.780	70.880	21.849	18.983	17.851	16.172	74.855
Gastos financieros	(2.684)	(2.668)	(2.721)	(3.664)	(11.737)	(2.139)	(3.040)	(2.710)	(3.073)	(10.962)
Ingresos financieros	639	446	858	1.351	3.294	32	702	370	540	1.644
Diferencias de cambio	1.024	(494)	523	(214)	839	373	2.769	2.170	2.491	7.803
Ganancia en participacion de asociadas	926	998	810	449	3.183	2.372	3.138	929	2.123	8.562
Ganancia (perdida) por venta/distribucion de ac	(11)	(9)	(1)	(121)	(142)	(1)	(18)	(15)	(843)	(877)
Desvinculación de personal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros (gastos) ingresos	(1.477)	(844)	(42)	139	(2.224)	(381)	(888)	539	(12)	(742)
Total otros ingresos (gastos)	(1.584)	(2.570)	(573)	(2.060)	(6.787)	256	2.663	1.283	1.226	5.428
Ganancia antes de impuestos (EBT)	20.649	15.791	17.933	9.720	64.093	22.105	21.646	19.134	17.398	80.283
EBIT	20.011	15.344	17.075	8.369	60.799	22.073	20.944	18.764	16.858	78.639
EBITDA	21.310	16.685	18.410	9.749	66.154	23.334	22.574	20.178	18.274	84.360
Impuesto corriente	(7.042)	(5.011)	(4.578)	(4.049)	(20.680)	(6.934)	(5.092)	(5.128)	(4.498)	(21.652)
Impuesto diferido	(4)	(79)	(798)	(577)	(1.458)	32	488	(256)	(366)	(102)
Total impuestos	(7.047)	(5.089)	(5.376)	(4.626)	(22.138)	(6.902)	(4.604)	(5.384)	(4.864)	(21.754)
Ganancia (Perdida) Neta	13.603	10.701	12.557	5.094	41.955	15.203	17.042	13.750	12.534	58.529
Participacion no controladora	4.006	3.016	3.484	2.271	12.777	4.069	3.012	3.372	2.796	13.249
Ganancia (Perdida) atribuible a controladores	9.596	7.686	9.073	2.823	29.178	11.134	14.030	10.378	9.738	45.280
UPA	25,05	20,07	23,75	7,53	76,38	29,22	36,82	27,24	25,56	118,85
Promedio de acciones comunes en el periodo	383	383	382	375	382	381	381	381	381	381
Tasa impuesto corriente	-34%	-32%	-26%	-42%	-32%	-31%	-24%	-27%	-26%	-27%
Porcentaje impuesto diferido	0%	2%	15%	12%	7%	0%	-11%	5%	8%	0%
Margen EBT	25%	20%	22%	13%	20%	26%	24%	23%	20%	23%
Margen EBIT	25%	20%	21%	11%	19%	26%	23%	22%	19%	23%
Margen EBITDA	26%	21%	23%	13%	21%	27%	25%	24%	21%	24%

2013 - 2014

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15
Bebidas	83.130	123.522	136.225	115.825	458.702	120.128	118.241	144.877	128.122	511.368	130.881
Alimentos	12.382	14.755	14.955	19.495	61.587	15.519	16.088	18.600	18.557	68.764	18.946
Inmobiliario	4.781	8.157	4.862	9.950	27.750	5.153	10.616	6.953	5.713	28.435	5.055
Otros	1.082	1.646	1.315	585	4.628	1.381	1.131	1.105	1.339	4.956	1.469
Ventas netas	101.375	148.080	157.357	145.855	552.667	142.181	146.076	171.535	153.731	613.523	156.351
Bebidas	(34.120)	(67.123)	(73.862)	(67.533)	(242.638)	(62.239)	(60.808)	(79.922)	(70.440)	(273.409)	(64.434)
Alimentos	(8.906)	(11.089)	(10.765)	(12.101)	(42.861)	(10.705)	(12.993)	(13.624)	(8.091)	(45.413)	(13.748)
Inmobiliario	(1.831)	(2.559)	(2.271)	(6.138)	(12.799)	(2.441)	(3.178)	(2.475)	(4.891)	(12.985)	(2.397)
Otros	(568)	(867)	(601)	1.229	(807)	(217)	(372)	(160)	421	(328)	(106)
Total Costo de ventas	(45.425)	(81.638)	(87.499)	(84.543)	(299.105)	(75.602)	(77.351)	(96.181)	(83.001)	(332.135)	(80.685)
Utilidad bruta	55.950	66.442	69.858	61.312	253.562	66.579	68.725	75.354	70.730	281.388	75.666
Gasto de ventas y mercadeo	(22.776)	(35.311)	(31.785)	(31.972)	(121.844)	(29.811)	(35.607)	(35.438)	(33.791)	(134.647)	(32.071)
DD&A	(1.375)	(2.050)	(2.018)	(1.444)	(6.887)	(2.087)	(2.164)	(2.434)	(4.031)	(10.716)	(2.791)
G&A	(10.916)	(14.575)	(12.465)	(12.480)	(50.436)	(12.806)	(14.949)	(11.748)	(11.976)	(51.479)	(13.337)
Total costos operativos	(35.067)	(51.936)	(46.268)	(45.896)	(179.167)	(44.704)	(52.720)	(49.620)	(49.798)	(196.842)	(48.199)
Utilidad operativa	20.883	14.506	23.590	15.416	74.395	21.875	16.005	25.734	20.932	84.546	27.467
Gastos financieros	(2.773)	(7.594)	(6.645)	(5.708)	(22.720)	(6.715)	(7.455)	(7.016)	(2.446)	(23.632)	(6.276)
Ingresos financieros	134	622	241	(253)	744	87	134	446	405	1.072	342
Diferencias de cambio	(4.234)	3.591	631	900	888	(227)	(3.827)	2.811	1.123	(120)	(281)
Ganancia en participacion de asociadas	1.659	2.125	1.542	1.140	6.466	1.002	1.985	1.354	3.573	7.914	2.610
Ganancia (perdida) por venta/distribucion de ac	(202)	(72)	(141)	(73)	(488)	(448)	(82)	1.161	(67)	564	52
Desvinculación de personal				-					(1.858)	(1.858)	
Otros (gastos) ingresos	(20)	(320)	183	(1.762)	(1.919)	(2.286)	(158)	(1.203)	883	(2.764)	130
Total otros ingresos (gastos)	(5.436)	(1.648)	(4.189)	(5.756)	(17.029)	(8.587)	(9.403)	(2.447)	1.613	(18.824)	(3.423)
Ganancia antes de impuestos (EBT)	15.447	12.858	19.401	9.660	57.366	13.288	6.602	23.287	22.545	65.722	24.044
EBIT	15.313	12.236	19.160	9.913	56.622	13.201	6.468	22.841	22.140	64.650	23.702
EBITDA	16.688	14.286	21.178	11.357	63.509	15.288	8.632	25.275	26.171	75.366	26.493
Impuesto corriente	(6.139)	(1.149)	(6.600)	(6.681)	(20.569)	(6.874)	(1.345)	(8.911)	(6.806)	(23.936)	(8.561)
Impuesto diferido	(272)	(139)	1.103	6.448	7.140	1.135	71	941	2.824	4.971	1.106
Total impuestos	(6.411)	(1.288)	(5.497)	(233)	(13.429)	(5.739)	(1.274)	(7.970)	(3.982)	(18.965)	(7.455)
Ganancia (Perdida) Neta	9.036	11.570	13.904	9.427	43.937	7.549	5.328	15.317	18.563	46.757	16.589
Participacion no controladora	2.774	2.173	3.595	1.801	10.343	2.262	1.346	2.876	3.766	10.250	3.840
Ganancia (Perdida) atribuible a controladores	6.262	9.397	10.309	7.626	33.594	5.287	3.982	12.441	14.797	36.507	12.749
UPA	16,52	24,54	27,34	20,07	88,41	13,95	4,20	13,15	15,61	38,51	13,45
Promedio de acciones comunes en el periodo	379	383	377	380	380	379	948	946	948	948	948
Tasa impuesto corriente	-40%	-9%	-34%	-69%	-36%	-52%	-20%	-38%	-30%	-36%	-36%
Porcentaje impuesto diferido	4%	11%	-20%	-2767%	-53%	-20%	-6%	-12%	-71%	-26%	-15%
Margen EBT	15%	9%	12%	7%	10%	9%	5%	14%	15%	10,71%	15%
Margen EBIT	15%	8%	12%	7%	10%	9%	4%	13%	14%	10,54%	15%
Margen EBITDA	16%	10%	13%	8%	11%	11%	6%	15%	17%	12%	17%

5.2.2. Balance General

2011 – 2012

Balance General	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012
Efectivo y equivalentes de efectivo	16.461	12.848	60.166	54.290	54.290	36.881	44.008	42.176	40.181	40.181
Inversiones mantenidas al vencimiento	17.709	41.789	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Cobrar	43.878	32.703	31.110	30.637	30.637	49.813	41.065	39.498	42.650	42.650
Inventarios	31.289	32.535	33.358	33.981	33.981	36.500	34.989	37.779	44.036	44.036
Anticipos a proveedores	1.936	3.019	2.510	4.760	4.760	4.723	4.037	4.167	3.439	3.439
Desembolsos por anticipado	8.993	8.290	8.328	8.091	8.091	9.617	8.927	7.562	8.836	8.836
Propiedades para la venta a futuro de CP	2.122	1.565	1.082	1.700	1.700	2.121	3.162	2.426	2.711	2.711
Porcion circulante de la deuda a cias asociada	-	-	-	7.708	7.708	7.959	-	-	-	-
Total activo circulante	122.388	132.749	136.554	141.167	141.167	147.614	136.188	133.608	141.853	141.853
Cuentas por cobrar a LP	11.369	11.448	12.381	5.199	5.199	5.183	5.184	5.036	5.033	5.033
Propiedades de inversion	44.690	48.329	43.926	45.108	45.108	45.112	41.042	39.982	41.670	41.670
Inversiones en asociadas y otras	46.074	167.646	46.420	48.020	48.020	48.028	189.784	189.577	189.494	189.494
Inmuebles planta y equipo	170.444	42.099	167.495	171.985	171.985	179.730	55.786	45.914	51.498	51.498
Activos intangibles	41.613	12.668	41.910	42.156	42.156	55.484	14.014	21.915	15.105	15.105
Credito mercantil	12.668	2.568	12.668	12.668	12.668	12.668	2.410	7.189	2.557	2.557
Otros activos	2.521	43.596	2.462	2.235	2.235	2.219	56.521	52.905	56.585	56.585
Impuesto de renta diferido	445	434	411	951	951	717	1.713	1.757	1.242	1.242
Total activo fijo	329.822	328.788	327.673	328.322	328.322	349.141	366.454	364.275	363.184	363.184
Total activos	452.210	461.537	464.227	469.489	469.489	496.755	502.642	497.883	505.037	505.037
Prestamos bancarios a CP	3.368	3.793	58	-	-	35.395	49.423	47.443	-	-
Porcion circulante de prestamos a LP	9.794	8.859	9.485	18.818	18.818	9.103	9.176	9.093	12.289	12.289
Bonos por pagar a CP	-	-	-	-	-	4.727	4.732	4.738	16.792	16.792
Cuentas por pagar	17.993	18.226	19.514	22.384	22.384	26.318	21.391	23.500	26.766	26.766
Gastos acumulados y otras cuentas por pagar	11.839	12.158	13.305	14.592	14.592	13.559	16.469	14.772	14.226	14.226
Beneficio a empleados	1.163	1.192	1.230	1.353	1.353	1.433	1.508	1.452	1.516	1.516
Impuesto de renta por pagar	6.227	6.381	5.913	4.385	4.385	6.371	6.542	6.028	5.459	5.459
Otros impuestos por pagar	9.645	7.967	6.915	5.672	5.672	9.850	8.335	7.107	6.363	6.363
Adelantos recibidos de clientes	2.847	1.590	594	1.241	1.241	2.585	1.594	1.055	2.206	2.206
Total pasivo circulante	62.875	60.166	57.014	68.445	68.445	109.341	119.170	115.188	85.617	85.617
Prestamos bancarios a largo plazo	80.255	91.004	92.064	82.140	82.140	72.324	58.549	55.347	98.812	98.812
Bonos por pagar a LP	26.352	26.380	26.399	26.439	26.439	21.743	21.770	21.797	9.777	9.777
Impuesto sobre renta diferido	14.029	13.843	14.695	10.778	10.778	10.735	10.902	11.112	9.320	9.320
Total pasivo fijo	120.637	131.227	133.158	119.357	119.357	104.802	91.221	88.256	117.909	117.909
Total Pasivo	183.511	191.393	190.172	187.802	187.802	214.143	210.391	203.444	203.526	203.526
Capital en acciones comunes	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	38.168	38.168	38.168	38.168	38.168
Acciones en tesoreria	1.708	1.752	1.753	1.832	1.832	46	112	149	180	180
Total de acciones en circulacion	38.292	38.248	38.247	38.168	38.168	38.122	38.056	38.019	37.988	37.988
Capital adicional pagado	80	80	80	54	54	54	54	54	54	54
Reservas	59.289	56.730	57.237	61.482	61.482	60.552	51.823	52.315	54.322	54.322
Utilidades no distribuidas	132.707	139.333	142.217	145.263	145.263	142.774	159.601	167.742	170.216	170.216
Total patrimonio de la controladora	230.368	234.391	237.781	244.967	244.967	241.502	249.534	258.130	262.580	262.580
Participacion no controladora	38.331	35.753	36.274	36.720	36.720	41.110	42.717	36.309	38.931	38.931
Total patrimonio	268.699	270.144	274.055	281.687	281.687	282.612	292.251	294.439	301.511	301.511
Total pasivo y patrimonio	452.210	461.537	464.227	469.489	469.489	496.755	502.642	497.883	505.037	505.037
	VERDADERO									

2013 – 2014

Balance General	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15
Efectivo y equivalentes de efectivo	32.141	47.819	27.656	39.046	39.046	67.602	75.160	63.783	56.178	56.178	50.767
Inversiones mantenidas al vencimiento	-	-	-	-	-	-	-	-	3.012	3.012	3.303
Cuentas por Cobrar	64.070	62.343	62.084	60.068	60.068	70.666	55.692	62.914	51.371	51.371	66.673
Inventarios	59.817	61.822	56.991	67.730	67.730	67.943	80.034	69.413	66.272	66.272	66.031
Anticipos a proveedores	6.393	6.795	4.003	3.682	3.682	4.039	2.730	3.816	2.859	2.859	1.754
Desembolsos por anticipado	15.464	12.081	11.607	12.709	12.709	12.286	14.691	14.700	15.598	15.598	16.067
Propiedades para la venta a futuro de CP	2.766	2.708	2.852	4.493	4.493	4.586	4.516	4.332	2.611	2.611	2.907
Porcion circulante de la deuda a cias asociadas	-	-	-	5.057	5.057	5.078	-	-	456	456	457
Total activo circulante	180.651	193.568	165.193	192.785	192.785	232.200	232.823	218.958	198.357	198.357	207.959
Cuentas por cobrar a LP	5.143	5.047	6.133	-	-	-	5.616	6.812	7.898	7.898	7.724
Propiedades de inversion	44.209	45.701	46.298	55.999	55.999	56.005	56.005	56.084	56.059	56.059	56.074
Inversiones en asociadas y otras	232.253	230.814	237.083	43.856	43.856	44.473	52.154	51.715	51.309	51.309	51.566
Inmuebles planta y equipo	97.551	161.061	163.620	237.838	237.838	235.299	241.145	248.087	246.450	246.450	249.039
Activos intangibles	115.215	45.706	60.095	162.876	162.876	163.105	175.207	173.062	181.741	181.741	181.181
Credito mercantil	27.711	2.932	3.546	91.252	91.252	91.573	98.091	97.395	89.488	89.488	89.489
Otros activos	56.585	56.513	56.513	4.351	4.351	9.781	10.690	3.450	3.521	3.521	3.465
Impuesto de renta diferido	1.231	13.703	21.783	24.062	24.062	25.241	31.767	28.973	29.470	29.470	30.568
Total activo fijo	579.898	561.477	595.071	620.234	620.234	625.477	670.675	665.578	665.936	665.936	669.106
Total activos	760.549	755.045	760.264	813.019	813.019	857.677	903.498	884.536	864.293	864.293	877.065
Prestamos bancarios a CP	7.821	17.068	3.071	3.836	3.836	12.861	35.485	22.760	22.519	22.519	25.019
Porcion circulante de prestamos a LP	12.498	15.185	14.759	23.223	23.223	28.177	28.164	45.477	25.988	25.988	33.652
Bonos por pagar a CP	12.060	12.075	12.090	-	-	5.217	5.225	5.234	5.244	5.244	4.667
Cuentas por pagar	53.880	48.606	42.114	54.896	54.896	55.548	57.215	50.822	46.455	46.455	48.024
Gastos acumulados y otras cuentas por pagar	17.977	19.199	18.161	20.684	20.684	23.667	26.428	28.624	23.627	23.627	24.004
Beneficio a empleados	1.578	1.540	1.582	1.662	1.662	1.700	1.934	1.895	1.773	1.773	1.821
Impuesto de renta por pagar	6.109	5.106	4.849	3.890	3.890	6.233	6.418	7.460	7.485	7.485	8.358
Otros impuestos por pagar	10.995	9.080	8.299	10.877	10.877	10.954	10.216	9.112	7.391	7.391	11.960
Adelantos recibidos de clientes	3.699	2.635	1.974	2.898	2.898	4.150	2.501	2.208	2.859	2.859	3.145
Total pasivo circulante	126.617	130.494	106.899	121.966	121.966	148.507	173.586	173.592	143.341	143.341	160.650
Prestamos bancarios a largo plazo	305.237	289.229	291.587	286.290	286.290	284.398	293.747	271.623	272.693	272.693	263.539
Bonos por pagar a LP	14.791	14.805	24.820	36.986	36.986	54.635	54.642	54.650	54.658	54.658	55.250
Impuesto sobre renta diferido	14.132	18.068	26.324	54.480	54.480	55.137	59.322	58.198	60.686	60.686	60.674
Total pasivo fijo	334.160	322.102	342.731	377.756	377.756	394.170	407.711	384.471	388.037	388.037	379.463
Total Pasivo	460.777	452.596	449.630	499.722	499.722	542.677	581.297	558.063	531.378	531.378	540.113
Capital en acciones comunes	37.988	37.988	37.988	37.988	37.988	37.988	94.778	94.778	94.778	94.778	94.778
Acciones en tesoreria	24	24	24	77	77	77	-	184	307	307	714
Total de acciones en circulacion	37.964	37.964	37.964	37.911	37.911	37.911	94.778	94.594	94.471	94.471	94.064
Capital adicional pagado	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54	54
Reservas	56.883	54.643	54.802	53.115	53.115	53.589	64.401	61.477	56.710	56.710	57.048
Utilidades no distribuidas	168.489	174.044	180.603	183.458	183.458	184.639	123.845	131.311	141.765	141.765	145.256
Total patrimonio de la controladora	263.390	266.705	273.423	274.538	274.538	276.193	283.078	287.436	293.000	293.000	296.422
Participacion no controladora	36.382	35.744	37.211	38.759	38.759	38.807	39.123	39.037	39.915	39.915	40.530
Total patrimonio	299.772	302.449	310.634	313.297	313.297	315.000	322.201	326.473	332.915	332.915	336.952
Total pasivo y patrimonio	760.549	755.045	760.264	813.019	813.019	857.677	903.498	884.536	864.293	864.293	877.065
	VERDADERO										

5.2.3. Flujo de Caja

2011 - 2012

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012
Ganancias del periodo	13.603,00	1600	21658	5094	41.955,00	15.203,00	29301	1491	12534	58.529,00
Partidas que no requieren efectivo										
Depreciacion y amortizacion	4.162,00	1.378,00	6.973,00	4.060,00	16.573,00	5.540,00	3.493,00	8.099,00	418,00	17.550,00
Diferencial cambiario	256,00	-629,00	-2.592,00	1.638,00	-1.327,00	-373,00	1.017,00	-46,00	-3.177,00	-2.579,00
Perdida por disposicion de activos productivos	11,00	-10,00	20,00	-21,00	0,00	1,00	18,00	15,00	843,00	877,00
Participacion en ganancias de companias asociadas	-926,00	-1.446,00	-362,00	-449,00	-3.183,00	-2.372,00	-3.137,00	-1.418,00	-1.635,00	-8.562,00
Estimacion de cuentas de dudoso cobro	95,00	192,00	31,00	149,00	467,00	287,00	29,00	-88,00	744,00	972,00
Gastos por beneficios a empleados	114,00	-34,00	250,00	125,00	455,00	80,00	75,00	-56,00	550,00	649,00
Impuesto de la renta diferido	5,00	-37,00	913,00	577,00	1.458,00	-32,00	-488,00	256,00	366,00	102,00
Perdida por deterioro de activos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	999,00	0,00	-999,00	0,00
Impuesto de la renta corriente	7.042,00	-108,00	9.697,00	4.049,00	20.680,00	6.934,00	5.092,00	5.128,00	4.498,00	21.652,00
Gastos por intereses	1.862,00	277,00	4.251,00	3.091,00	9.481,00	2.139,00	3.040,00	1.572,00	4.211,00	10.962,00
Efectivo provisto por las operaciones	26.224,00	1.183,00	40.839,00	18.313,00	86.559,00	27.407,00	39.439,00	14.953,00	18.353,00	100.152,00
Cambios en el capital de trabajo										
Cuentas por cobrar	-14.851,00	-1.889,00	14.486,00	370,00	-1.884,00	-16.740,00	6.011,00	1.803,00	-3.893,00	-12.819,00
Anticipios a proveedores	-297,00	334,00	-909,00	-2.250,00	-3.122,00	37,00	686,00	-130,00	728,00	1.321,00
Inventarios	-165,00	-2.775,00	707,00	-483,00	-2.716,00	-2.940,00	1.932,00	-2.790,00	-6.257,00	-10.055,00
Desembolsos pagados	-1.092,00	-721,00	1.386,00	237,00	-190,00	-1.813,00	401,00	1.161,00	-1.629,00	-1.880,00
Cuentas por pagar	1.392,00	2.542,00	-1.021,00	2.912,00	5.825,00	3.934,00	-4.927,00	2.109,00	3.266,00	4.382,00
Gastos acumulados	-835,00	-237,00	1.816,00	1.103,00	1.847,00	-1.072,00	1.985,00	-1.597,00	-42,00	-726,00
Beneficios a empleados	49,00	-49,00	0,00	-102,00	-102,00	0,00	0,00	0,00	-486,00	-486,00
Otros impuestos por pagar	3.166,00	1.012,00	-3.741,00	-1.245,00	-808,00	4.178,00	-1.515,00	-1.228,00	-744,00	691,00
Adelanto recibidos de clientes	965,00	379,00	-2.634,00	650,00	-640,00	1.344,00	-991,00	-539,00	1.151,00	965,00
Efectivo provisto por las actividades de operacion	14.556,00	-221,00	50.929,00	19.505,00	84.769,00	14.335,00	43.021,00	13.742,00	10.447,00	81.545,00
Pago de intereses	-1.718,00	-382,00	-4.378,00	-2.845,00	-9.323,00	-2.100,00	-2.115,00	-1.672,00	-4.715,00	-10.602,00
Pago impuesto sobre la renta	-9.805,00	4.857,00	-14.759,00	-5.577,00	-25.284,00	-4.948,00	-4.921,00	-5.642,00	-5.066,00	-20.577,00
	3.033,00	4.254,00	31.792,00	11.083,00	50.162,00	7.287,00	35.985,00	6.428,00	666,00	50.366,00
Actividades de inversion										
Aumento en inversiones asociadas	0,00	-764,00	764,00	0,00	0,00	-764,00	-1.443,00	566,00	-629,00	-2.270,00
Dividendos recibidos de companias asociadas	2.593,00	-2.593,00	2.776,00	0,00	2.776,00	0,00	7.322,00	0,00	-431,00	6.891,00
Inversion en instrumentos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aumento en activos intangibles asquiridos en combinacion de negocio	0,00	0,00	0,00	-4.800,00	-4.800,00	0,00	0,00	0,00	-12.677,00	-12.677,00
Adiciones a inmuebles planta etc	-7.075,00	-9.874,00	-2.097,00	-8.130,00	-27.176,00	-16.949,00	-6.608,00	-10.694,00	-1.230,00	-35.481,00
Aumento en otros activos y otros intangibles	-4.593,00	-8.486,00	8.209,00	4.593,00	-277,00	-13.079,00	-3.026,00	-2.999,00	18.491,00	-613,00
Venta de propiedades de inversion	-237,00	233,00	1.571,00	-1.228,00	339,00	-4,00	4,00	0,00	0,00	0,00
Producto de la disposicion de activos productivos	-342,00	1.533,00	4.529,00	1.796,00	7.516,00	1.191,00	-659,00	-475,00	984,00	1.041,00
Producto de la disminucion de propiedades por venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Efectivo neto usado en las actividades de inversion	-9.654,00	-19.951,00	15.752,00	-7.769,00	-21.622,00	-29.605,00	-4.410,00	-13.602,00	4.508,00	-43.109,00
Actividades de financiamiento										
Proveniente de prestamos bancarios	-1.699,00	17.594,00	0,00	-10.385,00	5.510,00	15.895,00	358,00	-5.232,00	-748,00	10.273,00
Pago de prestamos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-5.056,00	5.056,00	0,00	0,00	0,00
Adquisicion de acciones en tesoreria	-41,00	-5.015,00	0,00	4.892,00	-164,00	0,00	-8.430,00	-760,00	8.306,00	-884,00
Absorcion de acciones en tesoreria	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Disminucion de la participacion no controlada por dividendos no pagados	-2.092,00	2.092,00	-9.846,00	-2.091,00	-11.937,00	0,00	0,00	-8.205,00	-2.263,00	-10.468,00
Dividendos pagados	-3.683,00	-4.214,00	-2.460,00	-3.252,00	-13.609,00	-7.897,00	-4.572,00	-3.044,00	-3.796,00	-19.309,00
Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento	-7.515,00	10.457,00	-12.306,00	-10.836,00	-20.200,00	2.942,00	-7.588,00	-17.241,00	1.499,00	-20.388,00
Aumento efectivo y equivalentes de efectivo	-14.136,00	-5.240,00	35.238,00	-7.522,00	8.340,00	-19.376,00	23.987,00	-24.415,00	6.673,00	-13.131,00
Efectivo al inicio del periodo	46.875,00	34.170,00	36.881,00	-71.051,00	46.875,00	54.290,00	36.881,00	44.008,00	42.176,00	54.290,00
Efectivo por traduccion	1.431,00	536,00	-1.524,00	-1.368,00	-925,00	1.967,00	-16.860,00	22.583,00	-8.668,00	-978,00
Efectivo y equivalentes al final del periodo	34.170,00	36.881,00	70.595,00	-79.941,00	54.290,00	36.881,00	44.008,00	42.176,00	40.181,00	40.181,00

2013 – 2014

	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15
Ganancias del periodo	11.570,00	13.904,00	8.904,00	43.414,00	7.549,00	5.328,00	15.347,00	18.563,00	46.757,00	16.589,00
Partidas que no requieren efectivo										
Depreciacion y amortizacion	6.387,00	7.405,00	6.193,00	24.760,00	6.614,00	5.997,00	4.900,00	9.720,00	27.231,00	6.110,00
Diferencial cambiario	3.530,00	-1.584,00	502,00	-1.369,00	1.735,00	8.727,00	-7.566,00	1.940,00	4.836,00	98,00
Perdida por disposicion de activos productivos	72,00	141,00	73,00	488,00	448,00	82,00	-530,00	1.374,00	1.374,00	0,00
Participacion en ganancias de companias asociadas	-2.125,00	-1.542,00	-1.140,00	-6.466,00	-1.002,00	-1.985,00	-1.354,00	-3.573,00	-7.914,00	-2.610,00
Estimacion de cuentas de dudoso cobro	-32,00	139,00	203,00	378,00	55,00	67,00	0,00	266,00	388,00	100,00
Gastos por beneficios a empleados	-38,00	42,00	80,00	146,00	38,00	234,00	-39,00	-122,00	111,00	48,00
Impuesto de la renta diferido	139,00	-1.103,00	-6.821,00	-7.513,00	-1.135,00	-71,00	-941,00	-2.824,00	-4.971,00	-1.106,00
Perdida por deterioro de activos	0	0	0	0,00	0,00	0	0	0	0,00	0,00
Impuesto de la renta corriente	1.149,00	6.600,00	6.681,00	20.569,00	6.874,00	1.345,00	8.911,00	6.806,00	23.936,00	8.561,00
Gastos por intereses	7.594,00	6.645,00	5.708,00	22.720,00	6.715,00	7.455,00	7.016,00	2.446,00	23.632,00	6.276,00
Efectivo provisto por las operaciones	28.246,00	30.647,00	20.383,00	97.127,00	27.891,00	27.179,00	25.744,00	37.117,00	117.901,00	34.066,00
Cambios en el capital de trabajo										
Cuentas por cobrar	2.312,00	120,00	1.813,00	-17.796,00	-10.653,00	14.348,00	-8.418,00	7.214,00	2.491,00	-17.750,00
Anticipios a proveedores	-402,00	2.792,00	321,00	-243,00	-357,00	1.309,00	-1.086,00	957,00	823,00	1.105,00
Inventarios	-1.933,00	4.831,00	-10.811,00	-23.694,00	-213,00	-12.091,00	10.621,00	1.767,00	84,00	-241,00
Desembolsos pagados	2.791,00	192,00	-1.502,00	-5.457,00	423,00	-2.405,00	-9,00	-898,00	-2.889,00	-469,00
Cuentas por pagar	-5.274,00	-6.492,00	12.782,00	28.130,00	652,00	1.667,00	-6.393,00	-4.367,00	-8.441,00	1.569,00
Gastos acumulados	1.015,00	-1.602,00	3.214,00	6.157,00	3.359,00	2.951,00	1.792,00	-5.327,00	2.775,00	1.356,00
Beneficios a empleados										
Otros impuestos por pagar	-1.915,00	-781,00	2.578,00	4.514,00	77,00	-738,00	-1.104,00	-1.721,00	-3.486,00	4.569,00
Adelanto recibidos de clientes	-1.064,00	-661,00	924,00	692,00	1.252,00	-855,00	-1.086,00	650,00	-39,00	286,00
Efectivo provisto por las actividades de operacion	23.776,00	29.046,00	29.702,00	89.430,00	22.431,00	31.365,00	20.061,00	35.392,00	109.219,00	24.491,00
Pago de intereses	-7.387,00	-6.081,00	-6.398,00	-22.418,00	-6.715,00	-8.020,00	-6.611,00	-2.118,00	-23.464,00	-7.255,00
Pago impuesto sobre la renta	-6.276,00	-5.578,00	-4.485,00	-21.829,00	-3.918,00	9.609,00	-19.251,00	-6.781,00	-20.341,00	-7.688,00
Actividades de inversion	10.113,00	17.387,00	18.819,00	45.183,00	11.798,00	32.954,00	-5.801,00	26.493,00	65.414,00	9.548,00
Aumento en inversiones asociadas	0,00	-5,00	5,00	-61,00	-61,00	0,00	47,00	14,00	0,00	0,00
Dividendos recibidos de companias asociadas	0,00	519,00	3.761,00	4.280,00	0,00	0,00	0,00	2.369,00	2.369,00	2.046,00
Inversion en instrumentos financieros	0,00	0,00	-100,00	-100,00	0,00	0,00	2.112,00	-2.112,00	0,00	-291,00
Aumento en activos intangibles asquiridos en combinacion de nego	706,00	21.638,00	-194.565,00	-196.813,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Adiciones a inmuebles planta etc	-7.185,00	30.636,00	-9.906,00	-34.475,00	-10.094,00	-8.240,00	-8.081,00	-7.569,00	-33.984,00	-7.765,00
Aumento en otros activos y otros intangibles	26.046,00	-3.991,00	1.355,00	-1.733,00	-150,00	-12.968,00	7.890,00	899,00	-4.329,00	56,00
Venta de propiedades de inversion	58,00	-3,00	2.497,00	2.497,00	0,00	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Producto de la disposicion de activos productivos	0	0	0	0,00	0,00	0	0	0	0,00	0,00
Producto de la disminucion de propiedades por venta	2.506,00	-2.675,00	34,00	34,00	-6,00	0,00	-79,00	1.568,00	1.483,00	37,00
Efectivo neto usado en las actividades de inversion	22.131,00	46.119,00	-196.919,00	-226.371,00	-10.311,00	-21.208,00	1.889,00	-7.843,00	-37.473,00	-5.917,00
Actividades de financiamiento										
Proveniente de prestamos bancarios	-7.478,00	-78.421,00	224.684,00	240.145,00	33.218,00	23.248,00	-9.953,00	31.425,00	77.938,00	927,00
Pago de prestamos	0,00	0,00	-29.614,00	-29.614,00	0,00	0,00	0,00	-52.007,00	-52.007,00	
Adquisicion de acciones en tesoreria	-180,00	0,00	-858,00	-1.038,00	0,00	0,00	-184,00	-1.177,00	-1.361,00	-5.432,00
Absorcion de acciones en tesoreria	156,00	0,00	24,00	180,00	0,00	77,00	0,00	0,00	77,00	
Disminucion de la participacion no controlada por dividendos no pag	-2.480,00	-2.057,00	-253,00	-10.515,00	-2.214,00	-2.450,00	-2.593,00	-2.513,00	-9.770,00	-3.775,00
Dividendos pagados	-4.174,00	-3.821,00	-3.810,00	-19.391,00	-4.106,00	-7.913,00	-3.786,00	-4.082,00	-19.887,00	-4.233,00
Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento	-14.156,00	-84.299,00	190.173,00	179.767,00	26.898,00	12.962,00	-16.516,00	-28.354,00	-5.010,00	-12.513,00
Aumento efectivo y equivalentes de efectivo	18.088,00	-20.793,00	12.073,00	-1.421,00	28.385,00	24.708,00	-20.428,00	-9.704,00	22.931,00	-8.882,00
Efectivo al inicio del periodo	32.141,00		-20.163,00	40.181,00	39.046,00	67.602,00	87.336,00	63.813,00	39.046,00	56.178,00
Efectivo por traduccion	-2.410,00	630,00	-683,00	286,00	171,00	-4.974,00	-3.095,00	2.099,00	-5.799,00	-552,00
Efectivo y equivalentes al final del periodo	47.819,00	-20.163,00	-8.773,00	39.046,00	67.602,00	87.336,00	63.813,00	56.208,00	56.178,00	46.744,00

Adicionalmente, se ingresaron los resultados para cada uno de los cuatro trimestres de los periodos seleccionados, considerando los datos por segmento. De esta forma, se ingresaron los datos para cada uno de los segmentos a saber: Bebidas, Alimentos, Inmobiliario y Otros.

Esta distribución de la información permitió conocer los resultados financieros por segmento a lo largo de cada uno de los periodos analizados, con lo cual se identificaron hechos relevantes y tendencias, como por ejemplo, segmentos más fuertes según su aporte a las ventas (Bebidas), adquisiciones importantes (North American Breweries, Musmanni) etc. **Ver Anexo 2, Noticia 1 y 6.**

Con el propósito de conocer el rendimiento de la empresa, se calculan aquellas razones financieras que representan lo más relevante de la estructura financiera de FIFCO.

RAZON FINANCIERA	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012
Razón circulante	1,95	2,21	2,40	2,06	2,06	1,35	1,14	1,16	1,66	1,66
Prueba del ácido	1,45	1,67	1,81	1,57	1,57	1,02	0,85	0,83	1,14	1,14
Índice de deuda	0,41	0,41	0,41	0,40	0,40	0,43	0,42	0,41	0,40	0,40
Razón deuda corto plazo	0,34	0,31	0,30	0,36	0,36	0,51	0,57	0,57	0,42	0,42
Índice de endeudamiento	0,68	0,71	0,69	0,67	0,67	0,76	0,72	0,69	0,68	0,68
Cobertura de intereses	8,28	6,88	6,80	3,22	6,04	10,21	6,24	6,59	5,26	6,83
Rotación de inventario	1,06	0,99	1,01	1,00	3,92	0,96	1,03	0,93	0,91	3,33
Periodo medio de inventario	84,75	90,91	88,97	89,69	91,79	93,89	86,98	96,77	98,48	108,16
Rotación de activo circulante	0,67	0,59	0,59	0,55	2,25	0,59	0,66	0,63	0,62	2,46
Rotación de activo fijo (inmuebles)	0,48	1,86	0,48	0,45	1,84	0,48	1,61	1,82	1,71	6,76
Rotación de activo a LP	0,25	0,24	0,24	0,24	0,97	0,25	0,25	0,23	0,24	0,96
Rotación de activo total	0,18	0,17	0,17	0,16	0,68	0,17	0,18	0,17	0,17	0,69
Margen de utilidad bruta	0,59	0,59	0,58	0,56	0,58	0,60	0,60	0,58	0,54	0,58
Magen de utilidad de operación	0,27	0,24	0,23	0,15	0,22	0,25	0,21	0,21	0,18	0,21
Margen de utilidad neta	0,17	0,14	0,16	0,07	0,13	0,18	0,19	0,16	0,14	0,17
Rendimiento de operación sobre activos	0,05	0,04	0,04	0,03	0,15	0,04	0,04	0,04	0,03	0,15
Rendimiento sobre la inversión	0,03	0,02	0,03	0,01	0,09	0,03	0,03	0,03	0,02	0,12
Rentabilidad sobre el patrimonio	0,05	0,04	0,05	0,02	0,15	0,05	0,06	0,05	0,04	0,19

RAZON FINANCIERA	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15
Razón circulante	1,43	1,48	1,55	1,58	1,58	1,56	1,34	1,26	1,38	1,38	1,29
Prueba del ácido	0,95	1,01	1,01	1,03	1,03	1,11	0,88	0,86	0,92	0,92	0,88
Índice de deuda	0,61	0,60	0,59	0,61	0,61	0,63	0,64	0,63	0,61	0,61	0,62
Razón deuda corto plazo	0,27	0,29	0,24	0,24	0,24	0,27	0,30	0,31	0,27	0,27	0,30
Índice de endeudamiento	1,54	1,50	1,45	1,60	1,60	1,72	1,80	1,71	1,60	1,60	1,60
Cobertura de intereses	7,53	1,91	3,55	2,70	3,27	3,26	2,15	3,67	8,56	3,58	4,38
Rotación de inventario	0,76	1,32	1,54	1,25	4,42	1,11	0,97	1,39	1,25	5,01	1,22
Periodo medio de inventario	118,51	68,15	58,62	72,10	81,52	80,88	93,12	64,95	71,86	71,83	73,65
Rotación de activo circulante	0,56	0,77	0,95	0,76	2,87	0,61	0,63	0,78	0,78	3,09	0,75
Rotación de activo fijo (inmuebles)	1,04	0,92	0,96	0,61	2,32	0,60	0,61	0,69	0,62	2,49	0,63
Rotación de activo a LP	0,17	0,26	0,26	0,24	0,89	0,23	0,22	0,26	0,23	0,92	0,23
Rotación de activo total	0,13	0,20	0,21	0,18	0,68	0,17	0,16	0,19	0,18	0,71	0,18
Margen de utilidad bruta	0,55	0,45	0,44	0,42	0,46	0,47	0,47	0,44	0,46	0,46	0,48
Magen de utilidad de operación	0,21	0,10	0,15	0,11	0,13	0,15	0,11	0,15	0,14	0,14	0,18
Margen de utilidad neta	0,09	0,08	0,09	0,06	0,08	0,05	0,04	0,09	0,12	0,08	0,11
Rendimiento de operación sobre activos	0,03	0,02	0,03	0,02	0,09	0,03	0,02	0,03	0,02	0,10	0,03
Rendimiento sobre la inversión	0,01	0,02	0,02	0,01	0,05	0,01	0,01	0,02	0,02	0,05	0,02
Rentabilidad sobre el patrimonio	0,03	0,04	0,04	0,03	0,14	0,02	0,02	0,05	0,06	0,14	0,05

Posteriormente para llevar a cabo el análisis de los segmentos de Florida Ice and Farm Co. Se incluyen en la plantilla los datos correspondientes a los segmentos de FIFCO.

De esta forma, se presentan crecimientos trimestre por trimestre (quarter over quarter) y crecimientos año por año (year over year) para cada uno de los segmentos en cuestión.

Estos cálculos permiten determinar si los segmentos poseen una tendencia y de qué tipo es la tendencia; creciente, decreciente o nula.

Segmentar	1011	2011	3011	4011	2011	1012	2012	3012	4012	2012	1013	2013	3013	4013	2013	1014	2014	3014	4014	2014	2015	
Crecimiento (QnQ)																						
Bebida																						
Ventas		NA	-1%	10%	-4%	NA	0,150385242	-6%	-2%	3%	NA	18%	49%	10%	-15%	NA	4%	-2%	23%	-12%	NA	
Carta de ventas		NA	-10%	8%	-1%	NA	0,067343929	-4%	7%	8%	NA	19%	97%	10%	-9%	NA	-8%	-2%	31%	-12%	NA	
Utilidad bruta		NA	-12%	10%	-6%	NA	0,201779738	-7%	-6%	0%	NA	18%	15%	11%	-23%	NA	20%	-1%	13%	-1%	NA	
Utilidad neta		NA	-39%	65%	-55%	NA	1,23680118	12%	-43%	93%	NA	-49%	5%	59%	-47%	NA	-41%	67%	74%	12%	NA	
Activar		NA	2%	2%	1%	NA	0,112898283	-18%	1%	29%	NA	109%	0%	4%	1%	NA	5%	3%	-4%	-5%	NA	
Parivar		NA	18%	0%	1%	NA	0,190941616	-31%	5%	19%	NA	249%	-8%	1%	17%	NA	-3%	10%	-2%	-6%	NA	
Alimentar																						
Ventas		NA	4%	3%	3%	NA	-0,06984704	45%	-22%	24%	NA	1%	19%	1%	30%	NA	-20%	4%	16%	0%	NA	
Carta de ventas		NA	0%	4%	3%	NA	-0,00900768	23%	-25%	53%	NA	-6%	25%	-3%	12%	NA	-12%	21%	5%	-41%	NA	
Utilidad bruta		NA	18%	-1%	2%	NA	-0,22972449	12%	-15%	-25%	NA	25%	5%	14%	76%	NA	-35%	-36%	61%	110%	NA	
Utilidad neta		NA	163638%	-153%	-119%	NA	0,99179778	178%	55%	-131%	NA	-56%	-386%	75%	-81%	NA	2665%	-195%	93%	-504%	NA	
Activar		NA	0%	1%	1%	NA	0,609772676	19%	-1%	-39%	NA	5%	-2%	2%	0%	NA	3%	17%	-6%	-1%	NA	
Parivar		NA	-1%	6%	-3%	NA	0,54470646	26%	0%	-21%	NA	11%	-4%	1%	6%	NA	48%	-6%	-8%	-11%	NA	
Inmueble																						
Ventas		NA	90%	-51%	-9%	NA	0,051188811	98%	-40%	0%	NA	8%	71%	-40%	105%	NA	-48%	106%	-35%	-18%	NA	
Carta de ventas		NA	81%	-20%	1%	NA	-0,25423046	32%	-25%	-7%	NA	8%	40%	-11%	170%	NA	-60%	30%	-22%	98%	NA	
Utilidad bruta		NA	97%	-70%	-27%	NA	0,74473925	162%	-48%	5%	NA	8%	90%	-54%	47%	NA	-29%	174%	-40%	-82%	NA	
Utilidad neta		NA	-54%	134%	19%	NA	-0,71147611	27%	-43%	406%	NA	-72%	-174%	-747%	-128%	NA	-241%	-291%	-109%	-238%	NA	
Activar		NA	-1%	15%	-15%	NA	-0,07928508	16%	-1%	0%	NA	-2%	-1%	-12%	12%	NA	2%	1%	-3%	2%	NA	
Parivar		NA	-5%	-6%	-5%	NA	0,09157411	1%	-13%	-17%	NA	0%	7%	4%	3%	NA	1%	4%	-5%	2%	NA	
Otra																						
Ventas		NA	28%	1%	-3%	NA	-0,15952733	27%	61%	-1%	NA	-6%	52%	-20%	-56%	NA	136%	-18%	-2%	21%	NA	
Carta de ventas		NA	19%	1%	-4%	NA	-0,1412037	42%	-2%	-25%	NA	47%	53%	-31%	-304%	NA	-119%	71%	-57%	-363%	NA	
Utilidad bruta		NA	47%	3%	-1%	NA	-0,19183473	-2%	232%	19%	NA	-33%	52%	-8%	154%	NA	-36%	86%	25%	86%	NA	
Utilidad neta		NA	592%	-89%	831%	NA	-1,50953218	166%	-496%	-237%	NA	-105%	-75%	468%	-378%	NA	97%	-4%	-178%	-101%	NA	
Activar		NA	11%	-38%	72%	NA	-0,14104344	25%	-4%	-31%	NA	-49%	-6%	-1%	124%	NA	19%	26%	14%	6%	NA	
Parivar		NA	-74%	417%	13%	NA	-0,81267211	2043%	-1%	-1%	NA	6%	61%	-22%	-27%	NA	166%	2%	-10%	0%	NA	

Segmentar	1011	2011	3011	4011	2011	1012	2012	3012	4012	2012	1013	2013	3013	4013	2013	1014	2014	3014	4014	2014	2015	
Crecimiento (TnT)																						
Bebida																						
Ventas		NA	NA	NA	NA	NA	0,077947589	14%	3%	10%	9%	13%	79%	100%	65%	63%	45%	-4%	6%	11%	11%	
Carta de ventas		NA	NA	NA	NA	NA	0,049849815	12%	10%	17%	11%	31%	169%	178%	136%	128%	82%	-9%	8%	4%	13%	
Utilidad bruta		NA	NA	NA	NA	NA	0,094042209	16%	-1%	6%	7%	3%	28%	50%	16%	24%	18%	2%	4%	19%	10%	
Utilidad neta		NA	NA	NA	NA	NA	0,019326203	87%	-35%	175%	32%	-38%	-42%	63%	-55%	-28%	-48%	-17%	-9%	90%	0%	
Activar		NA	NA	NA	NA	NA	0,179193925	-5%	-7%	19%	19%	124%	172%	181%	120%	120%	11%	15%	6%	0%	0%	
Parivar		NA	NA	NA	NA	NA	0,414292497	-17%	-13%	2%	2%	199%	296%	285%	280%	280%	6%	27%	22%	-3%	-3%	
Alimentar																						
Ventas		NA	NA	NA	NA	NA	0,023755941	42%	9%	31%	21%	42%	17%	51%	59%	42%	25%	9%	24%	-5%	12%	
Carta de ventas		NA	NA	NA	NA	NA	0,058681529	31%	-6%	40%	18%	33%	34%	74%	28%	40%	20%	17%	27%	-33%	6%	
Utilidad bruta		NA	NA	NA	NA	NA	-0,07896923	72%	47%	8%	31%	75%	-16%	13%	165%	46%	38%	-16%	19%	42%	25%	
Utilidad neta		NA	NA	NA	NA	NA	333,7632329	-43%	-245%	-364%	143%	-159%	-40%	-32%	-142%	-32%	-2714%	-965%	-135%	657%	-13%	
Activar		NA	NA	NA	NA	NA	0,646980385	95%	91%	16%	16%	-24%	-38%	-35%	6%	6%	4%	23%	14%	13%	13%	
Parivar		NA	NA	NA	NA	NA	0,579928067	116%	103%	64%	64%	18%	-16%	-15%	14%	14%	52%	49%	35%	14%	14%	
Inmueble																						
Ventas		NA	NA	NA	NA	NA	-0,11944584	-8%	13%	24%	1%	27%	9%	9%	124%	38%	8%	30%	43%	-43%	2%	
Carta de ventas		NA	NA	NA	NA	NA	0,091824763	-20%	-25%	-32%	-19%	-1%	4%	24%	261%	63%	33%	24%	9%	-20%	1%	
Utilidad bruta		NA	NA	NA	NA	NA	-0,25868047	-1%	75%	150%	20%	55%	12%	-1%	39%	22%	-8%	33%	73%	-78%	3%	
Utilidad neta		NA	NA	NA	NA	NA	-0,62364142	3%	-75%	5%	-35%	3%	-160%	584%	-139%	-43%	92%	395%	-93%	-66%	-151%	
Activar		NA	NA	NA	NA	NA	-0,11584863	4%	-11%	5%	5%	12%	-4%	-14%	-4%	-1%	1%	1%	12%	2%	2%	
Parivar		NA	NA	NA	NA	NA	-0,07386409	-1%	-9%	-20%	-20%	-27%	-22%	-7%	15%	15%	16%	12%	2%	1%	1%	
Otra																						
Ventas		NA	NA	NA	NA	NA	0,0581617	5%	66%	70%	39%	90%	129%	14%	-49%	29%	28%	-31%	-16%	129%	7%	
Carta de ventas		NA	NA	NA	NA	NA	-0,00775874	18%	14%	-10%	6%	53%	65%	17%	-418%	-55%	-62%	-57%	-73%	-66%	-59%	
Utilidad bruta		NA	NA	NA	NA	NA	0,208614122	-19%	161%	212%	101%	160%	302%	11%	137%	112%	126%	-3%	32%	-3%	21%	
Utilidad neta		NA	NA	NA	NA	NA	-4,48368797	-242%	4898%	-275%	-275%	-165%	-106%	-91%	-82%	-89%	-884%	-3084%	310%	-99%	636%	
Activar		NA	NA	NA	NA	NA	0,008940457	14%	77%	-28%	-28%	-58%	-68%	-67%	6%	6%	148%	233%	285%	82%	82%	
Parivar		NA	NA	NA	NA	NA	-0,72161019	332%	557%	475%	475%	3168%	67%	33%	-2%	-2%	145%	55%	78%	143%	143%	

5.3. COMPAÑÍAS COMPARABLES

Se establecieron criterios de selección para elegir a las comparables de cada segmento de FIFCO, con el propósito de delimitar el número de compañías que se asemejaban a la empresa modelo.

Estos criterios fueron determinados a partir del estudio de FIFCO, pues debía servir como punto de partida para la selección de sus referentes comerciales.

Cabe aclarar que no todas las empresas comparables seleccionadas cumplen de forma exacta con todos los criterios de selección establecidos.

Por otra parte, se debe señalar que los criterios de selección para delimitar el número de las empresas comparables utilizadas en el Estudio variarán según el segmento que se esté analizando. Para algunos segmentos el proceso de búsqueda de comparables tiende a ser más sencillo pues hay múltiples opciones de negocios similares, sin embargo para otros segmentos se reduce el número de comparables.

Selección de Comparables: Segmento Bebidas

Para facilitar la escogencia de empresas comparables para el segmento de bebidas, se establecieron como criterios de selección los detallados en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 9. Criterios de selección comparables. Segmento: Bebidas y Alimentos

Operaciones principales en América	Fuerte política de adquisiciones
Market cap no mayor a \$6Bn	Price to earnings entre 20 y 25

Fuente: Elaboración propia.

Para el segmento de Bebidas, inicialmente se seleccionaron 7 comparables, las cuales se fueron descartando cuando las compañías no cumplían con las características establecidas en el *checklist* de compañías comparables, como se muestra a continuación:

Figura N° 18. Selección de Compañías comparables para el segmento de Bebidas

EMPRESA COMPARABLE					CRITERIOS DE SELECCIÓN			
Nombre	País	P/E actual	Mkt. Cap	Principales Adquisiciones	Operaciones principales en América	Fuerte política de adquisición	Mkt. cap no mayor a \$6Bn	P/E entre 20 y 25
Andina (AKO-B)	Chile	21,40	2,81B	Embotelladora Concepción, Embotelladora Talca	x	x	x	x
Cervecerías unidas (CCU)	Chile	20,96	4,06B	-	x		x	x
Femsa (KOF)	Mexico	24,42	5,77B	-	x		x	x
Boston Beer company (SAM)	USA	35,45	3,35B	Marca Coney Island Beer	x	x	x	
Craft brew alliance (BREW)	USA	93,79	207,92M	Kona Brewing Company	x	x	x	
Anheuser Busch (BUD)	USA	21,9	198,56B	-	x			x
Molson Coors (TAP)	Canadá	27,15	13,85B	StarBev	x	x		

Fuente: Elaboración propia.

Selección de Comparables: Segmento Alimentos

Para la escogencia de empresas comparables para el segmento de alimentos, se utilizaron los mismos criterios de selección detallados en el Cuadro N° 9 Criterios de selección comparables. Segmento: Bebidas y Alimentos.

Para el segmento Alimentos, la selección inició con un total de 6 compañías comparables, las cuales se fueron descartando hasta encontrar la más comparable.

Para descartar se aplicó el checklist que se presenta a continuación.

Figura N° 19. Selección de Compañías comparables para el segmento de Alimentos

EMPRESA COMPARABLE					CRITERIOS DE SELECCIÓN			
Nombre	Pais	P/E actual	Mkt. Cap	Principales Adquisiciones	Operaciones principales en América	Fuerte política de adquisicion	Mkt. cap no mayor a \$6Bn	P/E entre 20 y 25
Grupo Bimbo (BIMBOA.MX)	Mexico	55,44	195,56B	Mrs Baird's, Plus Vita, Alimentos Fargo, Canada Bread, Supan	x	x		
General Mills (GIS)	USA	24,29	33,54B	Pillsbury	x	x		x
Danone (DANOY)	Francia	33,34	45,49B	General Biscuit, Nabisco		x		
Gruma (GMK)	Mexico	20,15	5,43B	Mission Foods, Guerrero, Molinos Nacionales, Pride Valley Foods	x	x	x	x
Heinz (HNZ)	USA	22,23	23,24B	-	x			x
Nestle (NESN)	Suiza	16,07	234,28B	Carnation, San Pellegrino, Spillers Petfoods, Purina		x		x

Fuente: Elaboración propia.

Selección de Comparables: Segmento Inmobiliario

Para la valoración del segmento inmobiliario de FIFCO se parte de las siguientes consideraciones:

1. Inmobiliario no es el "core business" de FIFCO, por ende no se profundiza el análisis de este segmento.
2. El segmento inmobiliario representa aproximadamente un 5% de las ganancias netas de FIFCO.
3. El negocio de inmobiliario para FIFCO reside básicamente en la operación de Reserva Conchal, ubicada en Guanacaste, Costa Rica.
4. FIFCO planea enfocarse en el segmento de bebidas en un largo plazo, esto según la estrategia planteada a futuro.

Para la escogencia de empresas comparables para el segmento de inmobiliario, se establecieron como criterios de selección los detallados en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 10. Criterios de selección comparables. Segmento: Inmobiliario



Fuente: Elaboración propia.

Para la escogencia de competidores inmobiliarios, se escogieron las empresas Marriott International Inc, Hilton Worldwide Holdings y Hoteles City Express SAB de CV.

Marriott y Hilton comparten un modelo de negocio muy parecido al de FIFCO en el sentido que operan en áreas de hotelería muchas veces ubicados en zonas de alta atracción turística (como playas y montañas) y esto hace que sean mucho más comparables que cualquier otro hotel a nivel mundial. Agregado a esto, Marriott y Hilton también tienen operaciones en Costa Rica por lo que las hace aún más comparables con FIFCO.

Por el otro lado, escogemos Hoteles City Express ya que es una cadena de hoteles muy posicionada en la zona latinoamericana y esto la hace bastante comparable a las operaciones de FIFCO, la cual se desenvuelve en el mismo marco social, político y económico.

5.4. MULTIPLOS DE COTIZACION

A continuación se detalla la razón de la escogencia de cada uno de los múltiplos de cotización seleccionados para analizar cada segmento. Cabe destacar que esta selección de múltiplos se realizó en función de la naturaleza del segmento, considerando cuál de los múltiplos podría medir de mejor manera cada segmento.

5.4.1. Bebidas y Alimentos

Para los segmentos de Bebidas y Alimentos se utilizó el múltiplo de cotización denominado P/E (*Price to earnings*) dado que es el múltiplo más relevante para este tipo de industria al representar las ganancias netas comparadas a la cotización de su acción.

5.4.2. Inmobiliario

Para el segmento inmobiliario, no se utiliza un múltiplo de cotización de P/E (*Price to Earnings*), ya que este tipo de compañías por lo general tienen mucha depreciación y amortización y puede tergiversar las ganancias netas que presenta el segmento. Se utiliza el múltiplo de P/CF (*Price to Cash Flow*), ya que este múltiplo nos permite pronosticar el flujo de caja operativo que tiene el segmento inmobiliario y al mismo tiempo poder derivar un patrimonio intrínseco para el segmento.

5.5. ANÁLISIS

Como parte de la modelación y valoración por suma de partes, se deben pronosticar las distintas cuentas del estado de resultados por segmento. Para esto, se deben analizar los valores históricos y buscar información adicional que permita estimar estas cuentas de manera certera.

En el ámbito inversionista, los supuestos son fundamentales para la toma de decisiones ya que éstos van a determinar una decisión de si invertir o vender acciones, bonos, títulos de deuda, etc.

Para el caso de FIFCO y la valoración realizada en el presente Estudio, los supuestos están basados en el análisis de “cajas equivalentes” presentada por la compañía en sus presentaciones anuales. Se obtiene un índice entre cajas equivalentes vendidas sobre cajas equivalentes producidas para los años 2013 y 2014 (años en que NAB entra a funcionar).

FIFCO tiene una capacidad de producción de bebidas de aproximadamente 4,1 millones de hectolitros al año, o 48,2 millones de cajas equivalentes (siendo una caja equivalente

igual a 24 unidades de 355 mililitros). Esta cantidad producida se ha mantenido durante los últimos 4 años de operación del negocio y probablemente se mantenga así por los próximos 2 años al tener FIFCO ya definida su producción óptima.

Ahora bien, debemos considerar también la planta ubicada en EEUU (NAB), la cual en los próximos años va a tener un crecimiento igual o mayor al obtenido en los últimos dos años de operación.

Se obtiene un índice de cajas equivalentes vendidas sobre cajas equivalentes producidas para el 2013 y 2014 de 1,78 y 1,93 respectivamente; es decir, un crecimiento de 8% interanual para esos dos periodos.

Se estima, entonces, que el crecimiento para el 2015 va a ser igual o mayor a 8% en ventas de cajas equivalentes. Soportando esta tesis, tenemos que la industria de bebidas a nivel mundial crece a un 11,4% anual (Damodaran, 2015), lo que nos reafirma que nuestro 8% estimado está dentro de un rango conservador.

Figura N° 20. Estimación cajas equivalentes, FIFCO

Producción de bebidas (hL)	3.883.313	4.109.714	4.109.714	4.109.714
Contribución de ventas por hL	72,4	111,6	124,4	137
Contribución de utilidad neta por hL	16,30	11,08	11,07	12,18
Cajas equivalentes vendidas (millones)				
NAB		35,0	42,8	
Local		51,0	50,4	
Total		86,0	93,2	100,7
Cajas equivalentes producidas (millones)		48,2	48,2	48,2
C.E. vendidas/producidas		1,78	1,93	2,09
			8%	8%

Como parte de la certeza a la hora de hacer supuestos, se pueden variar estos porcentajes de crecimiento y podemos dar un escenario optimista en el cual FIFCO crece a un 10% interanual; más en línea con lo pronosticado para la industria de bebidas a nivel mundial.

Ya una vez estimado el porcentaje de crecimiento, se procede a estimar las ganancias netas para cada uno de los segmentos a analizar (bebidas, alimentos, inmobiliario) y obtenemos lo siguiente:

Segmento Bebidas

Figura N° 21. Ganancias netas estimadas para el 2015 FIFCO, segmento Bebidas

Segmentos	2012	2013	2014	2015
Bebidas				
Ventas	281.111	458.702	511.368	568.124
Costo de ventas	(106.298)	(242.638)	(273.409)	(307.025)
Utilidad bruta	174.813	216.064	237.959	261.099
DD&A	13.134	18.313	22.715	29.924
		39%	24%	
Utilidad (pérdida) operativa	77.266	71.389	78.680	86.418
Gastos financieros	(4.490)	(14.745)	(15.909)	(17.166)
Ingresos financieros	1.297	354	250	250
Diferencias de cambio	6.642	612	(57)	-
Ganancia en participacion de asociadas	5.936	3.046	2.318	2.318
Ganancia (perdida) por venta/distribucion de activ	(442)	(348)	367	-
Desvinculación de personal	-	-	(1.215)	(1.215)
Otros (gastos) ingresos	(323)	(1.332)	(1.925)	(2.780)
Impuesto sobre ganancias	(22.587)	(13.444)	(17.014)	(16.961)
Ganancia neta de bebidas	63.300	45.532	45.495	50.863

Segmento Alimentos

Figura N° 22. Ganancias netas estimadas para el 2015 FIFCO, Segmento Alimentos

Segmentos	2011	2012	2013	2014	2015
Alimentos					
Ventas	35.814	43.509	61.587	68.764	
Costo de ventas	(26.014)	(30.645)	(42.861)	(45.413)	
Utilidad bruta	9.800	12.864	18.726	23.351	
DD&A	1.273	(2.595)	1.492	1.979	
Utilidad (pérdida) operativa	1.885	3.261	2.511	3.444	
Gastos financieros	(206)	(400)	(425)	(324)	
Ingresos financieros	-	-	-	-	
Diferencias de cambio	34	551	81	163	
Ganancia en participacion de asociadas	-	-	-	-	
Ganancia (perdida) por venta/distribucion de activos	(12)	(82)	(31)	37	
Desvinculación de personal	-	-	-	(118)	
Otros (gastos) ingresos	(190)	(103)	(115)	(164)	
Impuesto sobre ganancias	(560)	(913)	(459)	(1.676)	
Ganancia neta de alimentos	951	2.313	1.563	1.362	1471

Segmento Inmobiliario

Figura N° 23. Ganancias netas estimadas para el 2015 FIFCO, Segmento Inmobiliario

Segmentos	2011	2012	2013	2014	2015
Inmobiliario					
Ventas	19.904	20.091	27.750	28.435	
Costo de ventas	(9.688)	(7.832)	(12.799)	(12.985)	
Utilidad bruta	10.216	12.259	14.951	15.450	
DD&A	2.242	2.283	2.416	2.537	
Utilidad (pérdida) operativa	(3.047)	(1.548)	3.199	4.549	6.469
Gastos financieros	(6.201)	(5.479)	(6.093)	(3.484)	
Ingresos financieros	474	57	19	145	
Diferencias de cambio	12	530	159	(243)	
Ganancia en participacion de asociadas	521	1.234	213	1.861	
Ganancia (perdida) por venta/distribucion de activos	(44)	(266)	(91)	89	
Desvinculación de personal	-	-	-	(320)	
Otros (gastos) ingresos	(740)	(215)	(353)	(470)	
Impuesto sobre ganancias	1.063	542	8	(625)	
Ganancia neta de inmobiliario	(7.962)	(5.144)	(2.940)	1.501	1621

Suma de partes

Una vez que se tienen las ganancias netas pronosticadas para cada segmento, procedemos a comparar los estimados con los índices respectivos para cada una de las compañías comparables. En el caso de FIFCO tenemos lo siguiente:

Segmento Bebidas

Bebidas	P/E	Ganancia neta 2015	Patrimonio implícito
Andina	15,64		
cervecerias unidas	16,83		
boston beer	18,62		
Promedio	17,03	50.863	866.203

Se pronostica una ganancia neta de 50.863 millones de colones la cual comparándose al promedio de los índices de las compañías comparables se totaliza un patrimonio de 866.203 millones de colones, tal como lo indica la figura anterior.

Segmento Alimentos

Alimentos	P/E	Ganancia neta 2015	
General Mills	15,93		
Danone	19,51		
Gruma	11,99		
Promedio	15,81	1.471	23.264

Se pronostica una ganancia neta de 1.471 millones de colones la cual comparándose a sus compañías comparables y sus índices de P/E, se totaliza un patrimonio de 23.264 millones de colones.

Segmento Inmobiliario

Inmobiliarios	P/CF	CF 2015	
Marriott	4,41		
Hilton	3,76		
City Express	2,53		
Promedio	3,57	6.469	23.072

Para el segmento inmobiliario se pronostica una ganancia operativa de 6.469 millones de colones el cual comparándose a sus compañías comparables y sus índices de P/CF, se totaliza un patrimonio de 23.072 millones de colones.

Posteriormente, para derivar el precio de acción, se procede a sumar los patrimonios por segmento previamente calculados, se le resta el patrimonio de la sección de accionistas no controladores de FIFCO y se divide entre la cantidad de acciones en circulación de FIFCO como a continuación se presenta:

Figura N° 24. Estimación precio de la acción, FIFCO

Patrimonio implícito	912.539	FIFCO	
part. no controladora	11.000	precio de acción	675
Patrimonio controladores	901.539	# de acciones	948
valor por acción (colones)	951,21	mrk.cap (MM colones)	639.749

Tal como se muestra en la figura anterior, se obtiene entonces un precio de acción estimado con un valor aproximado de 950 colones. Esto representa un potencial de ganancia para los inversionistas de aproximadamente 40% sobre el precio de acción actual.

Cabe destacar que para el dicho cálculo, se utilizó como referencia el precio de la acción de FIFCO al 30 de abril.

CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En este capítulo, se presentan las principales conclusiones y recomendaciones obtenidas a lo largo de la investigación

6.1. CONCLUSIONES

Se realizó un modelo de valoración, tomando FIFCO como compañía modelo, aplicable a empresas similares.

A partir de ello se generan una serie de conclusiones, las cuales se detallan a continuación:

1. La exhaustiva revisión de literatura permite afirmar que existen diversos métodos para valorar una Compañía, los cuales pueden ser clasificados en los siguientes grupos: métodos basados en el balance, métodos basados en la cuenta de resultados, métodos mixtos basados en el fondo de comercio o *goodwill*, métodos basados en el descuento de flujos de fondos, métodos de creación de valor y métodos de opciones.

Asimismo, se tiene que dentro de las principales metodologías de valoración de empresas se encuentran: el método de flujos descontados (*Discounted Cash Flow* por sus siglas en inglés) y el método de suma de partes (*sum of the parts*).

2. La revisión del entorno a partir de la exploración en portales web de entidades financieras a nivel nacional permite concluir que las rutinas de análisis financiero en el medio público no contienen en sí mismas una herramienta de valoración que permita a su vez realizar análisis financiero comparativo. Específicamente se estudió la posibilidad de existencia de esta herramienta o información que facilitara la construcción de la metodología en SUVEGAL y portales en general, sin embargo no se encontró evidencia de la existencia de la misma.

Asimismo, se tiene que los medios financieros disponibles se limitan a fines informativos y de consulta, sin embargo no posibilitan la ejecución de un ejercicio bajo la metodología de suma de partes que permita la fácil y correcta aplicación de la misma a una empresa pública del marco nacional.

Cabe destacar también, que para efectos de la empresa analizada, dentro de la información que facilitó la construcción de la presente metodología de valoración para Florida Ice and Farm Co. se tiene: el portal de inversionistas de FIFCO, los estados financieros disponibles en la página web de la Compañía, el prospecto y el sitio web de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica.

3. El estudio de alternativas de métodos de valoración permitió el diseño de un modelo para valorar una compañía bajo la metodología de suma de partes. Específicamente el diseño de la metodología requirió el uso de la herramienta Excel, en la cual se elaboró una hoja de cálculo en la cual se incluyó: Estado de Resultados (*Income Statement*), Balance General (*Balance Sheet*), Estado de Flujo de Efectivo (*Cash Flow*), Descomposición de segmentos (*Segment breakdown*), análisis de razones financieras de estabilidad, gestión y rentabilidad, cálculo y análisis de márgenes, selección de compañías comparables y estimación del precio de acción entre otros.

4. La metodología de suma de partes previamente diseñada fue aplicada a Florida Ice and Farm Company, completando la hoja de cálculo con la información de la compañía, considerando históricos y estimaciones contenidas en el Estado de Resultados (*Income Statement*), Balance General (*Balance Sheet*), Estado de Flujo de Efectivo (*Cash Flow*), Descomposición de segmentos (*Segment breakdown*), todo lo cual permitió estimar el precio futuro que podría tener la acción de FIFCO.

Se seleccionaron compañías comparables a FIFCO en cada uno de los segmentos analizados: bebidas, alimentos e inmobiliario.

En el caso del segmento de bebidas y el segmento de alimentos los criterios utilizados para seleccionar las comparables fueron: operaciones principales en

América, fuerte política de adquisición, *market cap* (capitalización de mercado) no mayor a 68 billones de dólares y *Price to earnings* entre 20 y 25.

En el caso del segmento inmobiliario, los criterios de selección de comparables fueron: Modelo de negocio similar, operaciones en Costa Rica y posicionamiento en Latinoamérica.

De las comparables consideradas en el segmento de bebidas se eligió a Andina, Cervezas Unidas y Boston Beer como las compañías más comparables con FIFCO.

De las comparables consideradas en el segmento de alimentos se eligió a GRUMA, Danone y General Mills como las compañías más comparables con FIFCO.

De las comparables consideradas en el segmento de inmobiliario se eligieron como las compañías más comparables con FIFCO Marriott, Hilton y City Express.

6.2. RECOMENDACIONES

A continuación, se presentan una serie de recomendaciones que permiten la aplicación del modelo a otras empresas similares:

1. Se recomienda al usuario de este documento llevar a cabo una revisión completa de los métodos de valoración de empresas disponibles, con el fin de seleccionar aquella metodología que logre satisfacer de mejor forma los requerimientos de la valoración.

En caso de querer realizar una valoración financiera para una empresa pública, la suma de partes no es la única alternativa disponible; se deben tomar en cuenta fines y objetivos de la valoración con el fin de seleccionar la metodología idónea para el proyecto en cuestión.

2. Se recomienda a los lectores del presente documento que al realizar una práctica de valoración se trabaje por conseguir información proveniente de fuentes primarias, ya que los datos proporcionados directamente por la Compañía en estudio vienen a fundamentar los supuestos financieros empleados en la metodología de suma de partes. La veracidad y fiabilidad de la información proveniente de fuentes primarias garantiza estimaciones financieras mucho más ajustadas a la realidad empresarial.

De forma complementaria, se recomienda que las instituciones encargadas de regular a las empresas públicas que participan en las bolsas de valores trabajen en miras de proporcionar algún tipo de herramienta que posibilite a las compañías miembro realizar una valoración financiera, o al menos facilite la construcción de las mismas dentro del marco de educación al inversionista.

3. Para el diseño de un modelo de valoración se recomienda la incorporación de las mejores prácticas de *modeling financiero* entre las cuales se encuentran: la comprobación de los resultados para asegurar que concuerden correctamente, la estimación respaldada en supuestos delimitados, los cuales a su vez deben estar respaldados en históricos de la compañía que reflejen las proyecciones de los posibles resultados que podrían tener en el futuro.
4. Se debe realizar una correcta determinación de los criterios de selección de compañías comparables, lo cual permita elegir al mejor referente posible, según la naturaleza y modelo de negocio de la empresa objetivo.

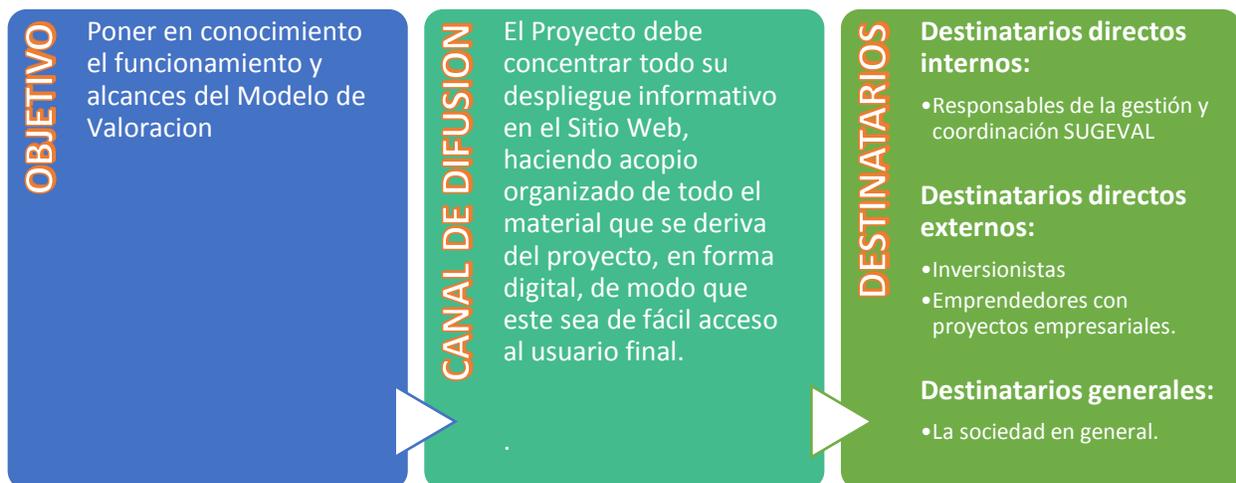
6.3. PLAN DE DIFUSIÓN

A lo largo de la investigación, se realizó una búsqueda de herramientas similares a la confeccionada en el presente Estudio.

Actualmente, no se cuenta con una herramienta de fácil acceso al inversionista que permita valorar sus opciones de inversión y que facilite la toma de decisiones.

Dada la importancia de difundir el presente Modelo, se pretende colocar en las organizaciones y/o personas que contribuyan a su difusión y correcta aplicación.

Siendo la Superintendencia General de Valores la encargada de velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de precios en ellos, la protección de los inversionistas, y la difusión de la información necesaria para la consecución de estos fines, se propone ofertar dicha herramienta para que contribuya a la educación del inversionista con respecto a construcción de herramientas que permitan valorar compañías sin incurrir en costos adicionales para lograrlo.



BIBLIOGRAFIA

1. Fernández, P. (2005) Valoración de empresas. Como medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.
2. Fernández, P. (2008): *Métodos de valoración de empresas*. Documento de investigación DI-771. Universidad de Navarra. España.
3. ACCID. (2011): *Guía práctica para la valoración de empresas*. Profit Editorial.
4. ACCID. (2009): *Valoración de Empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Profit Editorial.
5. Milla, A & Martínez, D. (2007) Valoración de Empresas por Flujos de Caja. Valencia, España. ALTAIR.
6. Hernández, R., Fernández, C. & Baptista, M. (2010). *Metodología de la Investigación* (Quinta edición). México: Mc Graw-Hill.
7. Salas, T. (2012). *Análisis y diagnóstico financiero: enfoque integral* (Primera edición). Costa Rica: Ediciones El Roble del Atlántico.
8. Mascareñas, J. (2011) *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (Quinta edición). España: Ecobook - Editorial del Economista.
9. Estados Financieros de FIFCO de los periodos 2011 al 2014.

CAPÍTULO VIII: ANEXOS

Anexo 1: Cronograma de Trabajo

ACTIVIDAD	SEMANA															
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
SELECCIÓN DE TEMA DE ESTUDIO																
Elección de Tema	x	x														
Entrega de Anteproyecto			x													
Aprob/Corrección del Anteproyecto			x													
ANTECEDENTES DEL ESTUDIO																
Justificación del Estudio				x												
Secuencia del Estudio				x												
Planteamiento del problema				x												
Objetivos del estudio				x												
Alcances y limitaciones				x												
MARCO TEORICO																
Revisión de la literatura					x	x										
Elaboración del Marco Teórico					x	x										
MARCO METODOLOGICO																
Tipo de Investigación							x									
Enfoque del Estudio							x									
Fuentes de Información							x									
Metodología Aplicada								x								
Secuencia de metodología aplicada								x								
Procesamiento de Datos								x	x	x						
APLICACIÓN DEL MODELO																
Aplicación a Empresa Objetivo											x	x	x			
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES																
Elaboración de Conclusiones														x		
Elaboración de Recomendaciones														x		
CORRECCIONES																
Correcciones finales																x
ENTREGA DEL TRABAJO FINAL																
Entrega del trabajo final a Profesor																x

Anexo 2: Florida Ice and Farm Co. Reporte Integrado 2014

Perfil
de la Organización

Dimensión
Económica

Dimensión
Social Interna

Dimensión
Social Externa

Dimensión
Ambiental

Anexos

Índice

SECCIÓN

1

Lo más destacado	6
Mensaje del Presidente de la Junta Directiva	9
Mensaje de nuestro Director General	15
Principales Indicaciones de desempeño	21
Comentarios a los Resultados Financieros	24
Comentarios a las principales variaciones del Balance General	27
Perfil de la Organización	28

SECCIÓN

2

Nuestras Dimensiones

DIMENSIÓN ECONÓMICA	64
DIMENSIÓN SOCIAL INTERNA	112
DIMENSIÓN SOCIAL EXTERNA	142
DIMENSIÓN AMBIENTAL	164
ANEXOS	207



Anexo 3: Noticias referentes a FIFCO en periódicos de circulación nacional

A continuación se presentan algunas noticias de periódicos de circulación nacional que detallan las acciones que ha tenido Florida Ice and Farm Co. en cuanto a adquisiciones, estrategias y planes a futuro.

Estas noticias han sido colocadas en orden cronológico, desde la más antigua en octubre 2013 hasta la más reciente en marzo 2015, con el fin de ubicar al lector en cuanto a los acontecimientos más relevantes que ha tenido la Compañía a través del tiempo.

Noticia 1: “Musmanni se pone a la cabeza del sector de conveniencia en Costa Rica con 40 tiendas”, El Financiero, octubre 2013.

FIFCO CONTINÚA CON AGRESIVA ESTRATEGIA

Sector de conveniencia estaría generando en el 2013, al menos 528 empleos y 44 nuevos puntos de venta

POR CÉSAR BRENES QUIRÓS / cesar.brenes@elfinancierocr.com / 03 OCT 2013, 10:12 AM



NEGOCIOS / 03 OCT 2013 /MUSMANNI MINI SUPER (FACEBOOK) PARA EF

Solo uno de los 40 locales de Musmanni Mini Súper funciona como franquicia.

Florida Ice and Farm Company (Fifco), corporación costarricense dueña de la cadena de panaderías y minisúper Musmanni de la Cervecería Costa Rica, le está dejando claro a sus competidores que, en el segmento de conveniencia, no solo llegó para quedarse, sino que seguirá creciendo estrepitosamente.

Solo en el año fiscal 2012-2013, Musmanni abrió 23 tiendas estilo minisúper y 6 de sus tradicionales panaderías. Esto la deja con un total de 40 localesde conveniencia, de los cuales 28 son nuevos puntos y 12 corresponden a transformaciones de algunas panaderías.

Según dijo Gisela Sánchez, directora de Relaciones Corporativas de Fifco, la estrategia coloca a Musmanni como operadora de 201 puntos de venta en todo el país. El 80% de estos aún corresponde a panaderías y 142 funcionan bajo el modelo de franquicia.

Las últimas aperturas de la cadena se realizaron en el Hospital de Niños en San José, Cartago centro, Paraíso de Cartago y Barrio San José en Alajuela. Aunque Sánchez se reservó el monto de inversión, dijo que los tamaños de las tiendas van desde los 50 m2 a los 100 m2.

Con el nuevo concepto, Fifco –que adquirió las operaciones de Musmanni en diciembre del 2011– combina la venta de productos de panadería y repostería con abarrotes, comida preparada, *snacks*, artículos de limpieza y cuidado personal.

¿Quién va a la cabeza?

Con el empuje de inversión que Fifco ha inyectado en Musmanni, la marca ahora se posiciona como líder en el segmento de conveniencia, si de cantidad de locales se trata.

Muy de cerca le sigue el primer concepto de este tipo nacido en Costa Rica, AMPM con 37 puntos de venta. Según Roberto González, encargado de mercadeo de la compañía Inversiones AMPM, este año la empresa abrió tres puntos, entre ellos, uno en Vásquez de Coronado en San José.

Esa misma firma también maneja Fresh Market, un concepto enfocado en mercados residenciales de perfil medio y alto, que opera actualmente 15 tiendas. Este 2013, inauguró tres y aún le quedan por abrir cuatro puntos más en Cartago, Lindora, Ciudad Colón y Los Yoses.

Así las cosas, la firma cerraría el año con 10 nuevos puntos –la misma cantidad que abrió en 2012– y 56 tiendas en total.

Por su parte, Corporación Auto Mercado lanzó en julio del 2012 su cadena competencia de Fresh Market, Vindi. Ese año invirtió en cuatro locales y en 2013, ya va por 5, el último de ellos ubicado en San Rafael de Alajuela dentro del complejo residencial Concasa.

En cada Vindi de aproximadamente 500 metros cuadrados, la empresa está invirtiendo –solo en equipo y mobiliario– unos \$300.000.

La promesa de la firma, al momento de su entrada al mercado, fue la apertura de 18 tiendas al finalizar 2013, pero para lograrlo tendría que doblar en tres meses lo inaugurado en poco más de un año.

Mientras tanto, nuevos competidores llegan al sector. En julio pasado, Jack Loeb (presidente de Bansol) y Juan Carlos Porras (gerente general y empresario involucrado en el mundo de la construcción) crearon la nueva cadena Deli Mart y actualmente operan dos puntos, uno en los Yoses y otro en Heredia dentro de la Zona Franca América.

Flavia Loeb, encargada de mercadeo, dijo que la compañía esperaba cerrar el año con 6 tiendas. Los puntos tendrán tamaños de entre 200 y 300 metros cuadrados y la inversión oscilará en un rango de \$300 a \$500 por m², según la ubicación. Esto quiere decir que la nueva compañía invertirá en cada tienda entre \$60.000 y \$150.000.

En promedio, cada nueva tienda de conveniencia genera entre 12 y 15 nuevos empleos. Bajo ese parámetro, el sector –dominado por inversionistas ticos– estaría generando en todo 2013 al menos 528 empleos y 44 puntos de venta.

El número de tiendas de conveniencia en manos de estas cadenas hoy llega a 103 en todo el territorio nacional.

En Facebook

Al comparar el número de seguidores de estas marcas en la red social más usada del país, Facebook, esAMPM quien obtiene el liderato con 48.478 fans a las 9:51 a.m. de este jueves 3 de octubre.

Fresh Market le sigue con más de 38.200 seguidores y Vindi ocupa el tercer lugar con 25.724.

Por su parte, Musmanni Mini Super suma 13.162 –aunque su perfil general es apoyado por más de 44.641– y Deli Mart apenas con 1.572.

Musmanni fuera del extranjero

Otra de las decisiones estratégicas que decidió tomar Fifco cuando tomó el mando de Musmanni fue dejar la operación de franquicias que mantenía en el extranjero.

La marca llegó a operar hasta 25 panaderías en países como Nicaragua, Panamá, El Salvador y Puerto Rico.

Gisela Sánchez no ahondó en las razones y el momento exacto en que esta decisión se tomó. Solo dijo que aún existe una marca del mismo nombre en Panamá que no pertenece a Fifco y a quien solo exportan algunos productos.

"La operación, de momento, se localiza únicamente en Costa Rica, aunque exportamos nuestros productos de panadería a Centroamérica y Panamá, y Colombia", indicó Sánchez.

Noticia 2: “Fifco aplicará fuertes recortes en el 2014 para apuntalar sus negocios”, El Financiero, diciembre 2013.

Firma logró meta de registrar \$1.000 millones en ventas, pero hizo plan para ahorrar \$25 millones

POR CÉSAR BRENES QUIRÓS / cesar.brenes@elfinancierocr.com / 22 DIC 2013, 12:10 AM



NEGOCIOS / 20 DIC 2013 / ARCHIVO GN PARA EF

El plan de eficiencia de Fifco también tiene como objetivo apoyar con mayor fuerza a todas las marcas de su portafolio de bebidas y alimentos, tanto en comunicación como en estrategia de precios.

Durante el periodo 2013-2014, la compañía costarricense Florida Ice and Farm Co. (Fifco) aplicará un plan de simplificación de procesos y ahorros estimados en \$25 millones, es decir un 10% de la base de sus costos y gastos.

Las medidas, anunciadas en la asamblea anual de accionistas, celebrada la semana pasada, incluyen la búsqueda de sinergias entre negocios, el aumento de la eficiencia operativa, la no contratación de personal y el reciente despido de 170 colaboradores.

El proyecto procura consolidar e integrar los negocios y adquisiciones hechas en los últimos 18 meses, entre ellas, la más importante de su historia, la de la cervecería estadounidense North American Breweries (NAB).

Así las cosas, nuevas compras de empresas estarían descartadas para este periodo, al igual que más despidos.

¿Por qué la decisión de ajustar el negocio en este momento? Según el director general de la compañía, Ramón Mendiola, varios retos del mercado local como el contrabando de bebidas alcohólicas, la revaluación del colón, la incorporación de nuevos negocios de menor rentabilidad (destilados y lácteos) y la menor confianza del consumidor destacan entre las razones más importantes.

De hecho, los efectos ya se hicieron sentir durante el periodo 2012-2013, primer año en el que su subsidiaria más importante, Florida Bebidas, no aportó rentabilidad y más bien decreció 7,6% en utilidad operativa.

A pesar de eso, Fifco pronostica que con los nuevos esfuerzos el 2014 será su mejor año.

Resultados de cerca

Con la incorporación de NAB, las ventas netas de la empresa alcanzaron en el último periodo los ¢552.667 millones (\$1.094 millones y un volumen de 86 millones de cajas equivalentes) incluyendo únicamente nueve meses de resultados del nuevo negocio.

De hecho, la compañía cumplió la meta que se puso en el 2008 de alcanzar ventas netas de más de \$1.000 millones. gráfico “Meta cumplida”.

Empero, cuando se revisa la utilidad neta ajustada a la inflación (¢33.592 millones), se reporta un decrecimiento de 25,8% con respecto al año anterior, causado principalmente por ganancias extraordinarias de ese periodo en el sector inmobiliario y por la compra de NAB en el 2012.

Asimismo, el contrabando –cuya participación de mercado es cercana al 22% según un estudio reciente de la firma investigadora Euromonitor– y la comercialización de bebidas importadas a costos irregularmente bajos, afectaron la división de bebidas.

Otra categoría con dificultades es la de lácteos. Desde su lanzamiento, en octubre de 2012, la marca Mú! no ha logrado entrar a la cadena detallista más grande del país (Walmart), lo cual ha provocado que no esté operando ni siquiera al punto de equilibrio, reconoció Mendiola.

En cuanto a la subsidiaria Musmanni, Fifco la dividió en dos grandes campos: panadería y tiendas de conveniencia. La empresa logró abrir 41 nuevos puntos de venta para llegar a un total de 213 en todo el país.

A pesar de eso, la utilidad operativa de la categoría de alimentos decreció en más de ¢700 millones por la inversión en estas aperturas. Mejores noticias trajo la división inmobiliaria con un aumento en ese rubro de ¢4.747 millones.

Negocio norteamericano

Con respecto a NAB, el 2012 fue un año de aprendizaje para la compañía. En tierras estadounidenses el mercado de la cerveza decreció un 2,1% el año pasado.

Esto llevó a la empresa a aplicar un plan de búsqueda de eficiencia y mejores prácticas por \$9 millones.

Además, decidió cerrar, en setiembre pasado, una de las cuatro plantas de producción de NAB ubicada en Berkeley, California, y despedir a 32 personas. De acuerdo con Mendiola, la fábrica estaba subutilizada y su pequeña dimensión (aportaba 5% de la producción) permitió consolidar funciones en su homóloga de Portland.

¿Qué viene para 2014?

Para Mendiola, el mayor reto de Fifco en los últimos años ha sido diversificar el riesgo y dejar de depender mayoritariamente del mercado local de cerveza.

Según cifras de la empresa, en 2004 la rentabilidad proveniente del negocio de cerveza era de 107%. En 2013, la dependencia representó el 64% y la meta es que llegue al 50% en el corto plazo.

Apuntando hacia eso, Fifco se enfocará en el 2014 en hacer crecer las ventas de NAB cerca del 3% y en aumentar la presencia de Imperial en el mercado norteamericano. Asimismo, en los próximos meses llegarían al país productos fabricados y distribuidos por NAB como cervezas artesanales y bebidas de malta saborizadas.

Con respecto a Mú!, el nuevo año traerá mayores esfuerzos para aumentar su cobertura, distribución en pulperías, la salida al mercado de nuevas presentaciones y la continuación de las negociaciones con Walmart.

Mendiola prefiere ser conservador y tiene como meta llevar a esa división más arriba del punto de equilibrio financiero, sin contar con esa cadena.

Ante los rumores de venta de Fifico, los voceros de la empresa reconocieron que siempre ha existido interés de compañías internacionales, pero que no se han dado negociaciones concretas.

¿Cuáles mercados domina Fifico?

Compañía perdió participación en nicho de carbonatadas con Pepsi.

Categoría	Participación de mercado	Variación anual en puntos porcentuales
Cerveza	95,2%	0,4
JNRT	43,9%	0,3
Agua embotellada	51,2%	-0,1
Carbonatadas	14,4%	-1,5
Lácteos	Menos del 1%	Se mantuvo
Energizantes (lata)	57,6%	1,9
Hidratantes	36,1%	-0,6
Frijoles (Centroamérica)	35,7%	3,2
Ketchup	17,9%	0,3
Vinos	63,59%	10
Vodka	70,2%	11
Whisky	54,4%	1,2

Noticia 3: “Pago de deudas y el aumento en el precio del dólar golpearon las ganancias de Fifco”, El Financiero, junio 2014.

Pago de préstamos y diferencias por tipo de cambio disminuyeron ganancias de la compañía

POR SERGIO MORALES CHAVARRÍA / smorales@elfinancierocr.com / 08 JUN 2014, 12:10 AM



FINANZAS / 06 JUN 2014 / MARCELA BERTOZZI PARA EF

Florida Ice & Farm sufrió un impacto negativo de ¢4.054 millones entre octubre y marzo pasado por el incremento que en el precio del dólar durante el primer trimestre del 2014.

El pago de deudas y el aumento en el valor del dólar en Costa Rica golpearon las finanzas de la empresa cervecera y de alimentos Florida Ice & Farm Company (Fifco) en el primer semestre del ejercicio económico de este año.

Las ganancias de la compañía cayeron un 37% al tomar en cuenta los seis meses terminados en marzo del 2013 y del 2014. Ese porcentaje excluye el efecto inflacionario.

Fifco es la principal empresa productora de cerveza y bebidas del país. En los años recientes, incursionó en la elaboración y distribución de alimentos. También, debido a adquisiciones de otras compañías, llegó al sector de ventas al detalle (cadena Musmanni).

En los resultados parciales del semestre, las ventas, la utilidad bruta y de operación tuvieron incrementos, pero debido al pago de deudas, diferencias en el tipo de cambio del dólar y otros gastos, el resultado neto se vio afectado negativamente.

Concretamente, la utilidad por acción cayó un 41% al pasar de ¢16,52 a ¢9,78.

Estos valores no incluyen las modificaciones hechas al patrimonio el 23 abril pasado. En esa fecha, se realizó una inyección al capital social, operación que tuvo como resultado una reducción en el precio de las acciones, pero la cantidad en circulación aumentó en la misma proporción para que el efecto fuera nulo para los propietarios.

Ese ajuste en el patrimonio de la compañía se vio reflejado en el precio de mercado de la acción, este pasó de ¢1.626 a ¢650 en abril pasado. Posteriormente, en mayo, el mercado retomó la tendencia al alza que traía y le dio a la acción un empujón de más de ¢100 (15%) hasta dejarla el pasado 4 de junio en ¢756.

Tipo de cambio y deudas

Los ingresos por ventas entre cada semestre se incrementaron en un 15,5%. La utilidad bruta registró una variación positiva de 10,5% (sin descontar inflación).

Sin embargo, los rubros de otros gastos, como los financieros y las diferencias ocasionadas por el valor local del dólar frente al colón son los que se traen abajo las ganancias parciales y por ende, la utilidad de cada accionista.

Los gastos financieros tuvieron un incremento de 37% y fueron de ¢14.170 millones. Dentro de estos se encuentran los pagos de las deudas en los que la firma está comprometida.

Uno de los incrementos que más llaman la atención fue el de las diferencias netas por el tipo de cambio, las cuales generaron un gasto contable de ¢4.054 millones, cifra que se quintuplicó respecto al monto del año anterior.

En las explicaciones que da Fifco en sus resultados financieros, se indica que se incurre en el riesgo cambiario en cuentas por pagar a proveedores del exterior y préstamos bancarios.

“En relación con los pasivos en dólares, la compañía no tiene una política de cobertura para este tipo de riesgo. Sin embargo, mantiene activos monetarios denominados en dólares que cubren parte de tales pasivos”, se indica en las notas del informe.

En el último trimestre del 2012, Fifco anunció la compra de la certería estadounidense North American Breweries Holdings (NAB) por un monto de \$388 millones. La compra se realizó con préstamos que se hicieron en Estados Unidos, que son los que hicieron crecer el nivel de endeudamiento de la empresa.

A marzo pasado, el total de préstamos en dólares que mantenía Fifco vigentes era de \$483,6 millones.

En los tipos de cambio usados por la cervecera, al 31 de marzo del 2014 y del 2013, existe una diferencia de 9,7% de devaluación. Ese porcentaje es el que precisamente ocasiona las pérdidas contables cuando se expresan las cuentas en colones.

Carlos Beltrán, analista financiero del puesto de bolsa Mercado de Valores, concuerda en que el efecto cambiario afectó negativamente las cuentas de la compañía, pero que dada la relativa estabilidad en el tipo de cambio de las semanas recientes, es posible que las diferencias dejen de ser dramáticas.

Beltrán reconoció que en el resto de este año no se espera que la firma implemente una práctica agresiva de endeudamiento, debido a que las acciones recientes más bien han estado encaminadas a bajar esos indicadores.

Al considerar solamente el trimestre de enero a marzo, Fifco más bien obtuvo ganancias por la variación del dólar en el 2013.

Adriana Rodríguez, economista de Aldesa, detalló que si la utilidad neta se ajusta en este rubro, el trimestre pasado Fifco más bien tendría ganancias.

En el análisis de Aldesa se afirma que la capitalización ocurrida en abril se verá reflejada en el cierre de junio y que, para esa fecha, se espera una mejora en la capacidad de pago y, por lo tanto, la expectativa de que la calificación de riesgo se mantenga intacta.

Además de aplicar una inyección a su patrimonio, la empresa se encuentra en un proceso de mejora y en la búsqueda de eficiencia operativa que incluye a la operación de NAB, dijo Beltrán.

Parte de eso fue el despido de 170 personas a finales del año pasado. Según el analista, será hasta el final de este ejercicio económico cuando se puedan ver y cuantificar parte de las mejoras que se están implementando.

Precio de la acción

Valor de la acción de Ffco según el vector.

► En colones

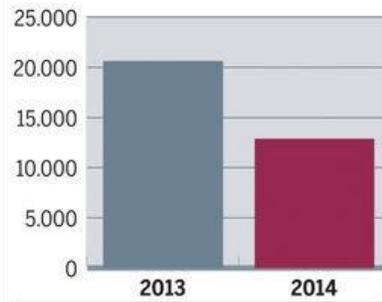


FUENTE BNV.

Ganancias

Utilidades netas de Ffco a marzo de cada año.

► En millones de colones

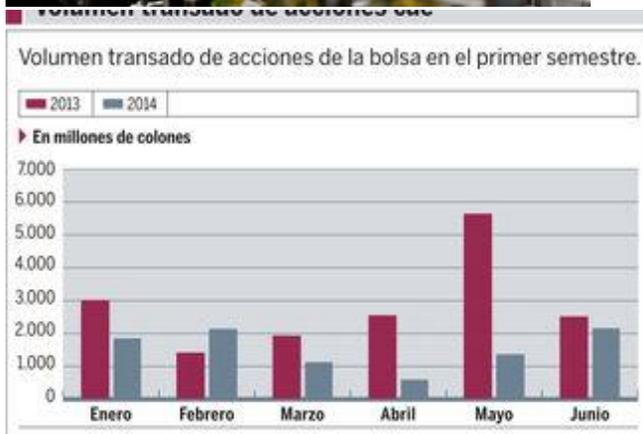


NOTA: El ejercicio fiscal va de octubre a setiembre.

FUENTE Ffco.

Noticia 4: “Mercado accionario sufrió fuerte desplome en el primer semestre”. El Financiero, agosto 2014.

La fuerte caída es consecuencia de la reducción del volumen de acciones de Fifco en el semestre
POR MARÍA FERNANDA CISNEROS / maria.cisneros@elfinancierocr.com / 10 AGO 2014, 12:10 AM



FINANZAS / 08 AGO 2014 / MARCELA BERTOZZI PARA EF

El impacto de la caída del mercado accionario está directamente influenciado por las menores negociaciones de Florida Ice & Farm Co. Las acciones de este emisor cayeron un 54,1% entre junio del 2014 y el mismo mes del 2013..

El mercado accionario percibió una caída de un 46% en el volumen transado en los primeros seis meses de este año, en comparación con el mismo periodo del año anterior.

El volumen negociado en el primer semestre del año 2014 en acciones asciende a ¢9.357 millones, mientras que un año atrás fue de ¢17.329 millones.

El mes que percibió una mayor caída fue abril, con un 76,7% de baja, seguido de mayo y marzo. En junio, se percibió una ligera mejora pero sin alcanzar cifras positivas, según los datos aportados por la Bolsa Nacional de Valores (BNV).

Por su parte, la cantidad de transacciones de acciones del mercado secundario no cayó a sobremanera, pasó de 338 en el primer semestre del año pasado, a 308 en el mismo periodo de 2014.

La caída percibida en el mercado accionario no obedece a un pesimismo de los inversionistas, sino que es consecuencia de la reducción del volumen de acciones de Florida Ice & Farm Company (Fifco), el principal emisor.

El resto de las acciones que conforman el mercado tienen una baja liquidez, y los volúmenes negociados se mantienen similares entre el año pasado y el periodo actual.

Norman García, analista financiero de Acobo, explicó que el impacto de la caída está directamente influenciado por las menores negociaciones de Fifco.

La productora de cervezas y refrescos pasó de tener un volumen transado de ¢15.405 millones en el 2013 a ¢7.060 millones en junio de 2014, lo que representa una caída de un 54,1%.

La inyección de capital social que realizó la firma el 23 de abril pasado generó una multiplicación en 2,5 veces en sus acciones en circulación y a su vez una caída en su precio de mercado.

La empresa registró una baja del 60% en el precio de sus acciones, debido a una distribución de dividendos. De esta forma, la cotización de cada título en el mercado de valores pasó de ¢1.626 a ¢650 a mediados de abril.

La acción de la empresa alcanzó un máximo de ¢760 en junio, pero el precio se ha estabilizado en ¢690 en las últimas semanas.

En la presentación de resultados del primer semestre fiscal (concluido en marzo), la empresa mostró una caída en la utilidad neta interanual del 41%.

Según Jorge Baltodano, director del puesto de bolsa de Aldesa, además de la influencia de Fifco en el mercado, la poca profundidad de mercado y la escasez de emisores de este tipo de instrumento serían parte de las causas de la baja en el primer semestre.

Con la caída en las acciones, otros emisores aumentaron el volumen transado, disminuyendo un poco el impacto general.

Carolina Martínez, gerenta de portafolios de inversión de Banco Lafise, destacó que en marzo y abril hubo una mayor negociación de acciones preferentes de esta entidad, y eso compensó un poco la caída en el volumen.

Próximos meses sin cambios

Los puestos de bolsa consultados no esperan repunte alguno del mercado. La expectativa es que las condiciones actuales prevalecerán para el segundo semestre.

No se ve en el mediano plazo, una caída importante en los rendimientos, por lo que esto no dejaría que las acciones sean atractivas, y si los rendimientos siguen igual, serán más atractivos que los de las acciones y su posible rentabilidad, explicó García.

Típicamente los segundos seis meses del año experimentan un menor volumen en el mercado accionario local, por lo que costaría aún más mejorar los resultados obtenidos en el primer periodo.

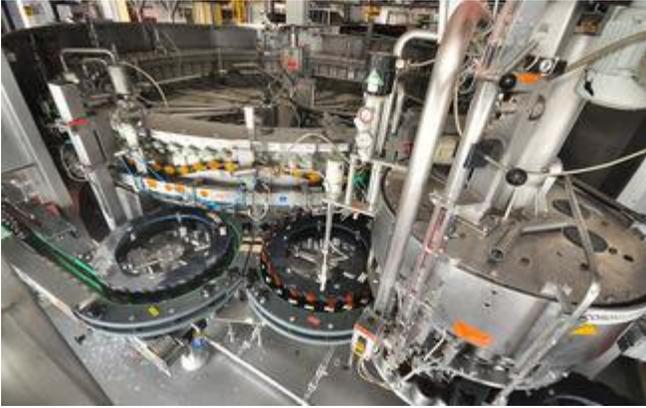
Para Mauricio Hernández, Portfolio Advisory Group Scotiabank, la posibilidad de percibir un repunte en el volumen llegaría solo si se presentan algunos eventos no esperados.

Por ejemplo, tendría que llegar un anuncio de resultados financieros distinto al esperado o la publicación de algún hecho societario relevante, añadió.

Noticia 5: “Fifco ingresa al negocio de cerveza artesanal de Costa Rica con nuevas marcas”, El Financiero, agosto 2014.

CREÓ UNA NUEVA EMPRESA EN EL SECTOR

En pocas semanas lanzará marca Domingo 7 en bares especializados en cultura cervecera
POR CÉSAR BRENES QUIRÓS / cesar.brenes@elfinancierocr.com / 13 AGO 2014, 07:00 AM



FINANZAS / 28 MAY 2013 /FRANK GUEVARA

Fifco empezará a competir en el mercado de cerveza artesanal con la marca Domingo 7

La empresa costarricense Florida Ice and Farm Co. (Fifco), casa matriz de la Cervecería Costa Rica y Florida Bebidas, ingresará próximamente al negocio de fabricación y distribución de cerveza artesanal.

La información fue confirmada a EF tanto por la empresa, como por fuentes del sector y clientes de la compañía.

" Florida Ice and Farm Co. ha decidido invertir en crear una pequeña empresa de cerveza artesanal, completamente independiente de Cervecería Costa Rica. En unas pocas semanas daremos a conocer los detalles", dijo Gisela Sánchez, directora de relaciones corporativas del conglomerado, como única respuesta ante varias consultas planteadas por este medio.

A pesar de que no brindó detalles, EF supo que la nueva microcervecería opera dentro de la misma planta de Fifco, ubicada en Heredia. Además, sus primeros productos estarían listos para salir al mercado en las próximas semanas.

Según varios clientes a quienes ya se les ha ofrecido la línea, la marca introductoria se llamará *Domingo 7*. Otros tipos de cerveza se lanzarán bajo los nombres *Buho* y *Tano Manzo*.

El principal nicho de las marcas serían bares de cultura cervecera que operan en el país como por ejemplo, Steifel Pub y Costa Rica Beer Factory.

El movimiento de Fifco era de esperarse luego de la adquisición de la cervecera estadounidense NAB a finales del 2012. Esta compañía fabrica 10 familias de marcas y participa en los segmentos de auténtica cerveza norteamericana (producto de tradición como Genesee), artesanal, importadas y malta saborizada.

En ese momento, Ramón Mendiola, gerente general de Fifco, aceptó las intenciones del conglomerado de participar en el segmento de cerveza artesanal en el país, incluso con puntos de venta dedicados específicamente a su venta, llamados *ale houses* en EE.UU.

Respuesta a la tendencia

El ingreso de Fifco en este mercado sería una respuesta al creciente dinamismo de fabricación de cerveza artesanal que continúa en el país.

Dos ejemplos de esto son las firmas Costa Rica Craft Brewing y TreintayCinco Fábrica de Cervezas, que en el transcurso de 2014 aumentarán y hasta duplicarán su capacidad, según anunciaron a EF en abril pasado.

Fabiana Martínez, encargada de relaciones públicas de Costa Rica Craft Brewing, explica que el crecimiento podría triplicar y hasta quintuplicar su capacidad actual, que es de 13.000 litros al mes.

Además, la empresa tico-venezolana Cervecera del Centro lanzó su primera cerveza artesanal Ámbar en mayo anterior. La compañía producirá 8.000 litros de esta marca al mes. Antes de que finalice el año lanzarán dos marcas de cerveza Weissbier.

Por su parte, los dueños del bar Costa Rica Beer Factory esperan abrir dos puntos de venta más en el país a principios del próximo año y así fortalecer su propia marca de cerveza Escalante, indicó Jaime Zuluaga, propietario del negocio.

Según Zuluaga, en los últimos dos meses su negocio ha experimentado crecimiento en ventas del 116%. Para el empresario, el dinamismo se debe a una tendencia creciente que tiene fuerte impulso en Estados Unidos y que ahora se expande por la región.

"La gente ya no quiere tomar cerveza para emborracharse. Está creciendo el gusto por hacer catas y maridaje de cervezas y conocer de esta cultura", afirma Zuluaga.

Noticia 6: “Fifco ya ve los primeros frutos de sus operaciones en EE.UU.”, El Financiero, diciembre 2014.

Entre 2013 y 2014, su subsidiaria NAB contribuyó con 45% de las cajas vendidas por la firma nacional

POR CRISTINA FALLAS VILLALOBOS / cristina.fallas@elfinancierocr.com / 28 DIC 2014, 12:05 AM



anterior1 / 1siguiente

NEGOCIOS / 26 DIC 2014 / ARCHIVO GRUPO NACIÓN PARA EF

La marca Imperial era distribuida por NAB desde antes de la adquisición. Sin embargo, durante el último año, muestra un crecimiento del 17%. Esta cerveza es vendida en 24 estados de Estados Unidos, con un mayor enfoque en cinco: Texas, Nueva York, Nueva Jersey, Colorado y California.

En octubre del 2012, Florida Ice & Farm Co. anunciaba que su subsidiaria Cervecería de Costa Rica (CCR) adquiriría la mayor empresa cervecera independiente de Estados Unidos, North American Breweries Holdings, LLC y sus subsidiarias (NAB).

Hoy, a poco más de dos años de haber dado ese gran paso, Fifco reporta haber vendido, en el periodo 2013-2014, casi la mitad de sus cajas equivalentes en suelo estadounidense. Asimismo, una tercera parte de sus ingresos provinieron de ese país.

Justo en este año, la empresa costarricense muestra un incremento en sus utilidades netas, pasando de ¢33.202 millones en 2013 a ¢36.507 millones en 2014. Utilidades de Fifco”.

Este parece ser un panorama positivo para la firma nacional, la cual recurrió a dos préstamos bancarios para obtener un total de \$338 millones y así lograr apoderarse de NAB.

“El 2014 es el primer año completo en el que podemos ver el impacto de NAB en los estados de Fifco; lograron hacer eficiente a la empresa; sin embargo, es temprano para aventurarse a decir si valió o no la pena la compra”, mencionó Carlos Beltrán, analista financiero del puesto de bolsa Mercado de Valores.

Durante el lapso 2012-2013, la contribución de NAB a los resultados financieros de Fifco (nueve meses) significó un incremento de 35 millones de cajas equivalentes, es decir, un aumento de ventas de ¢168.764 millones.

Para el último periodo 2013-2014, la firma alcanzó un volumen de ventas de 93,2 millones de cajas equivalentes. De estas, NAB contribuyó con 42,8 millones, el 45%.

Asimismo, Fifico registró ventas de €613.523 millones, mientras que las de NAB, fueron de €207.968 millones, es decir un 33,8% del total de las ventas.

A estos buenos resultados se suma el crecimiento de un 17% en las ventas de la cerveza nacional Imperial, la cual se distribuye en 24 estados de Estados Unidos.

“Definitivamente deben continuar con los programas de integración de la firma, la búsqueda de eficiencia y de innovación de productos por las características del mercado”, agregó Beltrán.

Aparte de su presencia en suelos estadounidense, Fifico a través de su subsidiaria Florida Capitales, cuenta con participación accionaria en Cervecería El Barú, ubicada en Panamá. Ahí tienen una intervención del 25%, con la firma Heineken como socio.

También la empresa costarricense ha incursionado en otros mercados en el extranjero. Tiene una participación del 37% en Inversiones Cerveceras Centroamericanas (Inceca), que se localiza en Nicaragua.

El camino recorrido

Durante los últimos dos años, NAB mantuvo una línea de operación similar a la empleada desde su fundación en el 2009, cuando el fondo de capital de riesgo KPS Capital Partners adquirió varias productoras de cerveza.

Sin embargo, Fifico realizó una serie de cambios en procura de sacar mayor provecho al mercado estadounidense y así hacer más eficiente a la empresa.

¿Qué cambió? Al efectuarse la adquisición, NAB operaba cuatro fábricas de cerveza ubicadas en Nueva York (donde tiene sede la compañía), Oregon, Vermont y California.

No obstante, esta última cerró sus puertas tras la decisión de unificar su producción en busca de ser más eficientes.

Esto habría generado una baja en la cantidad de colaboradores que posee la firma en Estados Unidos: pasó de 1.200 a 1.120.

El relevo del director general fue otro de los sucesos. Al efectuarse la compra de NAB, se anunciaba la permanencia de Richard Lozyniak y su equipo, quienes reportaban directamente a Ramón Mendiola, jerarca de la operación en Costa Rica.

“La dedicación de la CCR a la industria cervecera y la relación que hemos tenido con ellos desde el inicio de nuestra empresa, como distribuidores de su exitosa marca Imperial, los convierten en socios perfectos para nuestro equipo directivo, nuestros empleados y nuestra red mayorista”, mencionó Lozyniak tras darse a conocer la adquisición.

Sin embargo, en abril de este año, la compañía nombró a Kris Sirchio como director general de la operación en Estados Unidos.

Gisela Sánchez, directora de relaciones corporativas de Fifico, manifestó que el nuevo fichaje cuenta con amplia experiencia en la industria cervecera y de bebidas con contenido alcohólico.

Estas decisiones, junto con las acciones implementadas antes de la compra, han aportado una mayor eficiencia a la empresa.

Una de las medidas a la que ha dado continuidad la firma es la permanencia del portafolio de productos compuesto por 10 familias de marcas.

NAB sigue compitiendo en cuatro segmentos: auténticas americanas (como Genesee), artesanales (Magic Hat y Pyramid), importadas (Labatt e Imperial) y bebidas de malta saborizadas (Seagram's Escape).

Entre estas destaca la marca nacional Imperial, que durante el último año ha presentado un crecimiento importante del 17%.

Nueva York, Texas, Florida, California, Nueva Jersey, Georgia, Carolina del Norte, Carolina del Sur, Pensilvania, Colorado, Ohio, Illinois y Virginia, son algunos de los lugares en los que se comercializa la marca nacional.

Además, se vende en Arizona, Delaware, Michigan, Massachusetts, Washington, Alabama, Nuevo México, Rhode Island, Oregon, Connecticut y Vermont.

“Actualmente, exportamos Imperial en los mismos estados pero con mayor foco en cinco: Texas, Nueva York, Nueva Jersey, Colorado y California. Hemos logrado un crecimiento relevante en el último año”, detalló Sánchez.

El enfocar mayor esfuerzo en esos lugares se debe a que de ahí pertenece el 55% de los turistas estadounidenses que visitan Costa Rica cada año.

A la venta de todas las marcas que pertenecen a NAB, se le suman el mantener en operaciones los siete puntos de venta directos denominados *Ale houses*, que están distribuidos en Rochester, Seattle, Portland y Berkeley. La firma no descarta traer este concepto a suelo costarricense.

Se avista un buen momento

El auge en las ventas de cervezas artesanales y la recuperación que se presenta en la economía estadounidense, podrían beneficiar las operaciones de NAB en los próximos años.

La Asociación de Cerveceros de Estados Unidos (BA, por sus siglas en inglés) reporta que la producción de cerveza general disminuyó un 2% durante el 2013 mientras que la de cerveza artesanal aumentó en un 18%.

El analista de Mercado de Valores mencionó que en este segmento la empresa puede sacar provecho ya que el mercado de cerveza estadounidense es de \$100.000 millones, de los cuales \$14.000 millones son por las ventas de cerveza artesanal.

“El mercado estadounidense es muy maduro, en el que ya el crecimiento se da a tasas muy bajas y por eso le apuestan a mercados artesanales, que aunque es pequeño presenta un potencial de crecimiento muchísimo más grande”, agregó.

A esta situación se sumaría la recuperación en la economía estadounidense, la cual se observa al ver mejores cifras en los indicadores financieros de ese país.

“Es natural pensar que a como se recupere la economía, el consumo en general va a mejorar. Hemos visto señales de recuperación pero todavía hay indicadores que hacen pensar que las cosas pueden continuar recuperándose un poco más y de esta manera ver como mejora el poder adquisitivo de la gente”, manifestó Beltrán.

Noticia 7: “Fifco aumentó sus ganancias en 21% en el 2014”, El Financiero, diciembre 2014.

SEGÚN ESTADO DE RESULTADOS AUDITADO A SETIEMBRE DE ESTE AÑO

Elevó sus ventas en un 11% y en todos los segmentos, incluidos bebidas, alimentos, inmobiliario y otros

POR MARÍA FERNANDA CISNEROS / maria.cisneros@elfinancierocr.com / 11 DIC 2014, 03:52 PM

FINANZAS / 08 AGO 2014 / MARCELA BERTOZZI PARA EF

Los resultados obtenidos por Fifco este año mejoraron respecto al cierre del 2013.

La empresa Florida Ice and Farm Company (Fifco) aumentó sus utilidades en un 21% al cierre fiscal de setiembre de este año respecto al mismo periodo del 2013, de acuerdo al último estado financiero auditado.

La firma registró una ganancia integral de ¢51.158 millones, mientras en el 2013 la cifra fue de ¢42.207 millones. El resultado es producto de un incremento en sus ventas, además de una disminución de los préstamos de largo plazo.

La empresa mejoró así en gran parte sus resultados, dado que entre el 2012 y 2013 más bien sus utilidades habían caído un 15,3%.

Parte de lo que pudo ayudar a la compañía, fue una disminución de los préstamos a largo plazo (excluyendo la porción circulante), que se redujeron en ¢13.597 millones, para alcanzar un total de ¢272.693 millones.

La porción circulante se refiere a los vencimientos que, aunque son de largo plazo, requieren de un pago con amortizaciones en un periodo de 12 meses o menos.

Por su parte, las ventas aumentaron en todos los segmentos en los que participan (bebidas, alimentos, inmobiliario y otros). Sus ingresos netos cerraron ¢613.000 millones, es decir, un 11% por encima del año anterior.

Los gastos de operación de la entidad también incrementaron pasando de ¢180.063 el año anterior a ¢196.842 este 2014.

Además, el patrimonio de la firma cerró en ¢864.293, un repunte del 5,9%.

Cabe recordar que la empresa realizó una inyección a su capital social, el pasado 23 de abril, lo que multiplicó en 2,5 veces la cantidad de acciones que tenía en circulación y disminuyó el precio de cada una de ellas, pasando de ¢1.626 a ¢650.

Actualmente, las acciones se cotizan a ¢715.

Noticia 8: “Empresas buscan una mayor eficiencia energética gracias a la energía de biomasa”, El Financiero, enero 2015.

**Florida Ice & Farm Co. y Dos Pinos planean instalar calderas para mejorar su eficiencia energética
POR CRISTINA FALLAS VILLALOBOS / cristina.fallas@elfinancierocr.com / 18 ENE 2015, 12:05 AM**



NEGOCIOS / 16 ENE 2015 / FLORIDA ICE & FARM CO. PARA EF

En una primera etapa, Florida Ice & Farm Co. utilizaría una caldera para producir energía de biomasa en su planta de producción de cerveza. Esto reduciría anualmente unas 8.000 toneladas de dióxido de carbono equivalente.

En la actualidad los empresarios nacionales y extranjeros buscan múltiples alternativas para que sus firmas consigan una mayor eficiencia energética. En este proceso la energía de biomasa se vuelve más atractiva.

Florida Ice & Farm Co. y Dos Pinos incluyen en sus planes la puesta en marcha de una caldera que produzca este tipo de energía alternativa, siguiendo los pasos de Bridgestone, que estrenó esta tecnología en diciembre del año pasado.

Esa iniciativa, que requirió de una inversión de \$2 millones, permite que la firma fabricante de neumáticos ahorre hasta 11.000 litros de búnker diarios y disminuya hasta en un 50% las emisiones de carbono de la compañía.

La energía de biomasa se produce con la quema de pequeñas cápsulas (*pellets*) que se elaboran tras el procesamiento de residuos agroforestales como la madera.

La instalación de calderas para la producción de energía de biomasa llegaría a complementar una serie de acciones implementadas, por Fifco y Dos Pinos, con el fin de conseguir una mayor eficiencia energética.

En desarrollo

En el 2011 Florida Ice & Farm Co. asumió el compromiso de convertirse en una empresa carbono -neutral en el 2017. Desde ese momento, la compañía cuantificó su huella de carbono e identificó que el consumo de búnker era una de sus principales fuentes de emisiones de carbono.

“A partir de ahí, nos dimos a la tarea de investigar alternativas y tecnologías para la sustitución del búnker por combustibles más limpios. Producto de dicha investigación fue que identificamos la energía de biomasa”, manifestó Gisela Sánchez, directora de Relaciones Corporativas de Fifco.

Con el objetivo de que este proyecto cobre vida lo antes posible, la empresa se encuentra en negociaciones con Pelletic y Ecosolutions, las mismas firmas que desarrollaron el proyecto de Bridgestone. Por este motivo aún se desconoce el monto que deberá invertir Fifco.

En la primera etapa del proyecto, la compañía costarricense espera sustituir el 60% del consumo de búnker en su planta de producción de cerveza. Esto representaría una reducción anual de unas 8.000 toneladas de dióxido de carbono equivalente.

“Dependiendo de los resultados obtenidos podríamos aumentar el porcentaje de sustitución e inclusive llevar la tecnología a las otras plantas de producción de Florida”, agregó la directora.

Dos Pinos, por su parte, analiza la adopción de esta alternativa energética desde hace aproximadamente un año, cuando detectaron que la generación con biomasa les permitiría reducir los costos operativos y su huella de carbono. La firma cuenta con la coordinación y el apoyo de la Agencia de Cooperación Alemana (GIZ).

Hasta el momento la empresa solo ha realizado un diagnóstico general para valorar la viabilidad de este proyecto. Parte de este proceso estuvo a cargo de Pelletic y Ecosolutions, que realizaron un análisis y una propuesta preliminar para las plantas de El Coyol y San Carlos. Hasta el momento no tienen un acuerdo en firme.

“Solo se ha realizado un diagnóstico general para valorar la opción de este proyecto, que forma parte de una visión global que posee la cooperativa con parámetros ambientales”, explicó Francisco Arias, gerente de Relaciones Corporativas y Ganaderas.

Los estudios preliminares indican, entre otros aspectos, que la cooperativa deberá invertir aproximadamente \$2 millones para realizar el plan. Este le permitiría una reducción anual de 7.600 toneladas de carbono solo en la planta de El Coyol, Alajuela.

Otras medidas

La apuesta por la biomasa forma parte de una estrategia más amplia en ambas firmas.

La utilización de *biodiesel* y Gas LP en la flota vehicular, la instalación de sistemas de generación solares fotovoltaicos y la adopción de buenas prácticas de mantenimiento en refrigeración, son algunas de las medidas implementadas por Fifco y Dos Pinos.

La primera instaló paneles solares en su centro de distribución de Liberia y servicios comerciales en El Coyol.

Asimismo, la compañía ha desarrollado en los últimos años proyectos que utilizan *biodiesel* en la flota de camiones de reciclaje y de Gas LP en su flota vehicular liviana.

A esto se le suma que el área de capacitación posee un módulo de Eco-Manejo que capacita a sus choferes sobre el manejo eficiente. También se realizó un planeamiento eficiente de las rutas.

Por su parte, Dos Pinos, efectuó la variación de sus luminarias por tecnología LED y la sustitución de tecnologías en la planta de secado para reducir el consumo de búnker.

“Otras medidas son la implementación de buenas prácticas de mantenimiento en refrigeración, renovar la flota vehicular y la recuperadora de calor”, añadió Arias.

Noticia 9: “Ramón Mendiola: En tres años vendrán inversiones importantes”, periódico La Nación, marzo 2015.

POR ÓSCAR RODRÍGUEZ A. / oscar.rodriguez@nacion.com - ACTUALIZADO EL 30 DE MARZO DE 2015 A: 12:00 A.M.

Florida Ice & Farm Co. (Fifco) calcula que invirtió, en promedio, \$25 millones anuales en los últimos tres años en su operación en Costa Rica. Durante los próximos dos o tres años, la empresa tiene la tarea de decidir si amplía la apuesta por el país y amplía su capacidad de producción local.



Ramón Mendiola, director general de Fifco. [Ampliar](#)

De ser así, la cantidad de dinero que se destinaría sería un monto realmente significativo, asegura Ramón Mendiola, director general de la empresa. La evolución de la economía local, añade, será clave en esta decisión.

La compañía costarricense tuvo ventas por €614.000 millones en el 2014, impulsada por su división cervecera en Estados Unidos, North American Breweries Holdings (NAB) y de bebidas y alimentos en Centroamérica. Pese a ello, Costa Rica aún representa el 54% de su negocio total.

En el 2014, las ganancias de Fifco crecieron un 15% antes del pago de impuestos. ¿Eso fue por el negocio local o el de afuera?

Tuvimos una tasa de crecimiento del 10% a nivel de utilidad neta y 15% en la operativa. Fue impulsada por el negocio de Florida Bebidas en Centroamérica y el negocio en Estados Unidos.

¿Y este año?

En el primer trimestre (fiscal, de octubre a diciembre) tenemos un crecimiento de 3% de las ventas (frente al mismo periodo del año pasado), pero en utilidades operativas, un crecimiento del 18%. La parte operativa tuvo una buena tasa de crecimiento impulsada por los negocios en Centroamérica y Estados Unidos.

Pero, ¿dónde crecen más?

Tener acceso al mercado estadounidense es una apuesta importante para nosotros, aunque allá somos miniatura, buscamos mayores bases de consumidores con poder adquisitivo.

¿Tienen previstos ajustes en la planilla?

No anticipamos grandes movimientos. En total somos 6.000 colaboradores de los cuales 4.000 están en Costa Rica; 1.000, en Guatemala y El Salvador, y 1.000 en Estados Unidos. Pero hace 10 años éramos 1.800 personas aquí. Ha habido un crecimiento importante. No anticipamos cambio ni para un lado ni para otro.

¿Y en inversión?

Esperamos seguir haciendo las inversiones anuales normales de eficiencia, de ampliación de capacidad en algunas líneas de producción. Con la información que tenemos, mantendremos el nivel de los últimos tres años.

¿A cuánto asciende?

En Costa Rica, podemos hablar, en promedio, de unos \$25 millones desde el reemplazo de equipo, flota, equipos fríos e inversiones en las plantas.

"En dos o tres años vendrán decisiones significativas de ampliaciones de capacidad de producción. Esas (inversiones) sí son relevantes... hay que analizar cómo se desenvuelve la economía. Por supuesto, soy el más contento si podemos seguir haciendo inversiones relevantes para ampliar la capacidad porque eso dinamiza la economía del país".

¿Cómo evoluciona el negocio en Costa Rica con un crecimiento del consumo interno del 4% en 12 trimestres consecutivos?

Cuando sumamos el negocio de bebidas alcohólicas y las no alcohólicas, más o menos andamos en esa tasa de crecimiento.

"El mercado lo tenemos que revitalizar nosotros mismos, si nos esperamos a que el crecimiento de la economía nos ayude, nos quedamos esperando".

¿Pueden crecer más aquí?

Sí, tenemos en cerveza un consumo de 35 litros por persona; el promedio en Latinoamérica anda en 55 litros, obviamente, viendo ese consumo de una manera responsable. En el negocio de carbonatadas tenemos el 17% de participación.

¿Ahí es la competencia?

Definitivamente. Hay competidores feroces de primer mundo como Femsá-Coca Cola y los peruanos (Ajegroup). Luego, hicimos la alianza con Coopeleche (en el 2012). Ahí tenemos mucho por crecer frente a Dos Pinos que es un competidor gigante.

¿Cómo enfrentan el gasto de la operación? Otras empresas trasladaron sus operaciones.

Previendo la desaceleración económica tomamos una decisión, en noviembre del 2013, para mejorar las eficiencias y las productividades. Ahí tuvimos que tomar decisiones difíciles de desvincular personal (la empresa despidió a 170 empleados). En el 2014 y parte del 2015, la estructura ágil nos ayudó a paliar tiempos más difíciles.

"Hay compañías que han anunciado que trasladan parcialmente (sus operaciones) a otros países; pero tenemos que seguirle apostando al país, apoyar a nuestros líderes, no se les puede dejar solos. ¡Jamás!"

¿Cómo no sucumbir al pesimismo que reina en el país?

Si todos pensamos en negativo, negativos vamos a salir. Hay que pensar en positivo, sin minimizar los retos y desafíos que tenemos. No creo que le convenga al país iniciar una bola de nieve negativa que no sabremos cómo terminará.

"Tenemos retos como el déficit fiscal que hay que atenderlo. Hay que ser responsables con ese tema, no lo podemos dejar ahí para cuando venga el próximo gobierno pues se hace más grande y menos controlable".

El Gobierno ya planteó su reforma fiscal y solicita un esfuerzo adicional al país.

El sistema tributario del país debe modernizarse. Pasamos de ser meramente una economía a base de productos a otra que incorporó los servicios. Sí veo una evolución del impuesto de ventas al IVA (impuesto al valor agregado). El problema es cuando viene acompañado de puntos porcentuales de incremento, eso atenta contra el consumo.

"Ahora, los ingresos vienen acompañados de los gastos. Ese es el clamor de un sector importante del país. El Gobierno debe hacer esfuerzos para reducir sus gastos (...). En la empresa privada eso la lleva a la bancarrota".