

PLASTICOR S.A.¹

La empresa Plasticor SA es una compañía dedicada a la fabricación de envases plásticos que se utilizan para conservar productos alimenticios de venta en supermercados. La empresa fue fundada hace dos años por los hermanos Carlos y Jorge García que tenían una íntima relación con un influyente empresario del rubro alimenticio que colocaba su producción principalmente en el mercado de los grandes supermercados y cadenas de hipermercados - como Carrefour y Wal Mart de la ciudad de Buenos Aires. Como consecuencia de esta relación nació la idea de invertir en la fábrica de envases plásticos.

Las inversiones iniciales en maquinarias y capital de trabajo fueron financiadas con el aporte de los accionistas y una deuda bancaria a 5 años de plazo mediante un préstamo del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE).

Los accionistas son optimistas en cuanto al futuro de la empresa y piensan que esta podrá crecer con recursos propios, derivados de la reinversión de las utilidades y que además podrá distribuir dividendos en efectivo a tasas que también suponen irán creciendo. Sin embargo, están preocupados porque el valor de libro de las acciones no refleja adecuadamente el valor que estas debieran tener, teniendo en cuenta el potencial futuro de la compañía. Por este motivo decidieron contratar a un profesional especialista en valuación de empresas que los asesore sobre el valor de la compañía en el mercado.

El asesor financiero les solicitó como punto de partida para la valuación la información contable proveniente del Balance y Estado de Resultados correspondiente a los años 2007 y 2008. Luego, definieron de común acuerdo como período de proyección explícito los próximos 5 años, debido a que coincidían que un período mayor sería difícil de proyectar. También acordaron estimar el valor terminal como una perpetuidad suponiendo que a partir de ese momento (año 5) la empresa alcanzaría su estado estacionario y por lo tanto crecería a una tasa de equilibrio más baja.

Balance	dic-07	dic-08
Caja	10	23
Cuentas a cobrar	30	36
Inventarios	20	24
Bienes de uso	45	49
Activo Total	105	132
Deuda comercial	20	25
Deudas bancarias	50	50
Pasivo Total	70	75
P. Neto	35	35
Total pasivo + P.Net	105	110

Estado de Resultados	dic-07	dic-08
Ventas	120	144
CMV	60	72
Utilidad bruta	60	72
Gastos administración	10	10
Gastos comerciales	10	12
EBIT	40	50
Intereses	5	5
Resultado a/impuestos	35	45
Impuesto a las ganancias	14	18
Utilidad neta	21	27

¹ Caso preparado por el Profesor Marcelo A. Delfino en Julio de 2008 para servir de base de discusión y no como ilustración de la gestión adecuada o inadecuada de una situación determinada.

Como la empresa era pequeña, de capital cerrado y su principal fuente de financiamiento provenía de fondos propios aportados por los propietarios, no disponían de información precisa para estimar la tasa de costo de oportunidad - que reflejase el riesgo del negocio. En ese sentido, el asesor financiero les recomendó emplear información de empresas similares en el mercado local. Según datos recogidos de empresas comparables dentro del sector, el rendimiento requerido por los titulares del capital se estimó entre el 15 y 16%. Por otra parte, los socios le proporcionaron al asesor la tasa de endeudamiento con el BICE por el préstamo que solicitaron para financiar las inversiones iniciales que ascendía al 10% anual.

En base a esta información deberá:

1. Estimar el flujo de efectivo que genera la empresa en el año 2008.
2. Proyectar el Balance, Estado de Resultados y flujo de efectivo para los próximos 5 años.
3. Estimar el valor terminal de la empresa en el año 5 como una perpetuidad.
4. Determinar el valor de la compañía por DCF
5. Señalar inconsistencias de la proyección para aprender de los errores

Balance	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Caja	10	23					
Cuentas a cobrar	30	36					
Inventarios	20	24					
Bienes de uso	45	49					
Activo Total	105	132					
Deuda comercial	20	25					
Deudas bancarias	50	50					
Pasivo Total	70	75					
P. Neto	35	35					
Total pasivo + P.Net	105	110					

Estado de Resultados	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Ventas	120	144					
CMV	60	72					
Utilidad bruta	60	72					
Gastos administración	10	10					
Gastos comerciales	10	12					
EBIT	40	50					
Intereses	5	5					
Resultado a/impuestos	35	45					
Impuesto a las ganancias	14	18					
Utilidad neta	21	27					

CASH FLOW	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
EBIT						
Depreciación						
EBITDA						
Cuentas a cobrar						
Inventarios						
Deuda comercial						
Impuestos						
<i>Cash flow operaciones</i>						
<i>Cash flow inversiones</i>						
FREE CASH FLOW						
Deudas bancarias						
Ahorro fiscal						
Intereses						
Dividendos						
<i>Cash flow financiamiento</i>						
CASH FLOW ACCIONISTAS						

Histórico	Proyectado						
SUPUESTOS	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Variac. Ventas							
CMV % ventas							
Gastos administrativos							
Gastos comerciales							
Intereses							
Impuestos							
Crecimiento largo plazo							
Días cobranza							
Días de venta							
Días de pago							
Otros datos:							
Compras (C= CMV-EI+EF)							
Altas de bienes de uso							
Depreciación							
Dividendos							