PROYECCION DE ESTADOS FINANCIEROS Y VALORACION DE LA SOCIEDAD AGRICOLA SAN CARLOS

Isabel Moscoso Romero[1], Jéssica Plúa Terán[2], María Elena Romero Montoya[3], Ing. César Gutiérrez[4].
[1]Economista con Mención en Gestión Empresarial y Sector Público 2000
[2]Economista con Mención en Gestión Empresarial y Finanzas 2000
[3]Economista con Mención en Gestión Empresarial y Finanzas 2000
[4]Director de Proyecto, Economista, Universidad Católica Santiago de Guayaquil, 1976, Profesor de ESPOL desde 1995.

RESUMEN

La Finalidad de esta Tesis es proporcionar a la "Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos", una herramienta que pueda ser utilizada para la proyección de sus Estados Financieros para los próximos cinco años y posterior valoración de su empresa.

El método empleado en este proyecto es el de los Flujos de Caja Descontados, para lo cual una vez calculados los flujos los traemos a valor presente utilizando como medida apropiada de riesgo la tasa del Costo de Capital. Para hallar esta tasa el primer paso es calcular el beta (medida de riesgo financiero) para el patrimonio de una empresa con deuda

La siguiente tasa a ser calculada corresponde al costo de la deuda, K_d, conociendo esta, proseguimos a calcular el costo de capital lo cual nos permitirá obtener la tasa a la que descontaremos los flujos de fondos proyectados y en consecuencia obtener el valor de la empresa, que dividiéndola para el número de acciones en circulación conoceremos si las acciones están sobrevaloradas o subvaloradas actualmente.

INTRODUCCION

"Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos", empresa dedicada principalmente a la producción, procesamiento y venta de azúcar, es una firma que cotiza en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) pero cuyas acciones no mantienen una presencia bursátil alta en el mercado, de hecho en las últimas 52 semanas según información actualizada al 28 de agosto, San Carlos solo registra un 14,68% de participación del total de ruedas realizadas durante el último año móvil. Además, se tiene que el Índice de Rotación (número de acciones negociadas durante último año móvil / número de acciones en circulación) no sobrepasa a 3,81% lo que refleja el poco interés que mantienen estas acciones entre los diversos inversionistas.

Lo planteado anteriormente, ha llevado a que el precio de las acciones de la empresa no reflejen el valor real de la Sociedad; es más, esta 'subvaloración' o casi 'ausencia de información' sobre el valor de mercado de la Sociedad, provoca que sus acciones al no reflejar su valor real, no permitan que la empresa considere como una medida alternativa de financiamiento la emisión de estos títulos, al no tener la seguridad que los posibles nuevos inversionistas paguen el precio justo por acción. Por este motivo, esta tesis busca proporcionar a la "Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos", una herramienta que pueda ser utilizada para la proyección de sus Estados Financieros para los próximos cincos años y posterior valoración de su empresa. Además, como otro resultado de este trabajo se obtendrá una medida referencial para el cálculo de la tasa del *costo de capital* de la firma.

Al encontrar estos valores se podrá hallar finalmente el valor de mercado de la empresa que le permita hacer frente al problema de subvaloración de sus acciones, presentando información financiera a futuros inversionistas a fin de hacerla más atractiva en el mercado bursátil. Para el logro de este resultado se procederá a la aplicación de diversos métodos propuestos por la literatura financiera a lo largo de los años. La consecución de los objetivos anteriormente planteados, se logrará por medio del desarrollo de cinco capítulos, los cuales se encuentran distribuidos de la siguiente forma: En el capítulo I se presenta una descripción de la información cualitativa y cuantitativa acerca de la Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos, su entorno y su análisis interno.

El capítulo II describe los modelos de planificación financiera utilizados, los cuales proporcionan el sustento teórico de los ratios considerados para la proyección de los Estados Financieros. Además, se incluye un análisis exhaustivo de cada una de las razones empleadas para la estimación de las cuentas del activo, pasivo y de resultados. Se concluye el capítulo presentando un análisis de los resultados obtenidos de la proyección.

El capítulo anterior es de importancia vital para el posterior desarrollo de la tesis, por cuanto en él se presentan antecedentes macroeconómicos del país de origen de la empresa, Ecuador, que actualmente enfrente un proceso de transformación económica y financiera, a través de la dolarización lo que afectó directamente los Balances y Estados de Resultados de San Carlos, incluyendo grandes cambios que fueron considerados posteriormente al momento de realizar los supuestos del comportamiento futuro de las actividades de la firma.

En el capítulo III se describe la metodología empleada para hallar el valor de la empresa utilizando los Estados Financieros proyectados, debido a que se hace un revisión literaria de los principales modelos existentes para estos fines. El modelo elegido para la valoración resulta ser el de los Flujos de Caja Descontados, para lo cual se hace necesario primero calcular los flujos para luego traerlos a valor presente utilizando como medida apropiada de riesgo la tasa del Costo de Capital. Para hallar esta tasa el primer paso es calcular el beta (medida de riesgo financiero) para el patrimonio de una empresa con deuda.

El capítulo IV contiene los resultados y el análisis respectivo de la valoración y por último se completa la tesis con el capítulo V que presenta las conclusiones más importantes obtenidas como producto de este trabajo.

CONTENIDO

CAPITULO 1
ANÁLISIS DE LA EMPRESA Y SU ENTORNO

3.2 ***CARACTERISTICAS GENERALES DE LA EMPRESA*** Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A., fue constituida en la República del Ecuador el 8 de diciembre de 1937, con domicilio en la ciudad de Guayaquil, está ubicada en Elizalde 114 y su Planta Industrial en el Cantón Marcelino Maridueña.

La Compañía tiene por objeto la explotación agrícola, ganadera y forestal en predios rústicos de su propiedad o de terceros; la industrialización de la caña de azúcar y sus derivados, así como la comercialización interna y explotación de dichos productos; y la compra, venta y administración de bienes inmuebles.

La Empresa cultiva más de 20.000 hectáreas de tierra en caña de azúcar, tanto propias como de proveedores y cuenta con una capacidad instalada de molienda de 8.500 toneladas métricas por día. Su producto principal es el azúcar blanco directo y en menor proporción azúcar crudo granulado, además de subproductos como melaza y bagazo el cual se utiliza como combustible.

Se desenvuelve en el mercado de valores como emisor privado del sector no financiero**,** y sus acciones emitidas pueden negociarse en las ruedas de bolsa desde 1996. Tiene 10 sindicatos, el más importante es el Comité de Empresa de los Trabajadores del Ingenio San Carlos quienes firman en mutuo acuerdo con la Empresa el Contrato Colectivo.

3.3 **ANÁLISIS DE LA EMPRESA** Para esta sección se recurrirá a la *Matriz De Porter* o también conocida como *Análisis de las Fuerzas Competitivas Del Mercado*, este análisis nos permitirá identificar las fuerzas competitivas que afectan a las operaciones del Ingenio San Carlos y que influyen en su rendimiento financiero. Así observamos que San Carlos se enfrenta a los siguientes participantes:

3.2.1 **COMPETENCIA ACTUAL** En la agroindustria azucarera ecuatoriana, el Ingenio San Carlos se enfrenta a los siguientes competidores: La Troncal, Valdez, Isabel María, IANCEM y Monterrey. De estos, el Ingenio San Carlos en 1999 ocupó el **pr**imer lugar con el 31.26% de la producción nacional, siguiendo en orden de importancia La Troncal con el 30.52% y Valdez con 27.29%. Estos tres Ingenios lideran el mercado de la producción nacional azucarera.

Los demás Ingenios no cuentan con una buen participación en el mercado, los Ingenios de la sierra IANCEM y Monterrey participan con el 4% cada uno, e Isabel María representa tan solo el 2% de la producción ecuatoriana.

CAPITULO 2
METODOLOGÍA DE LA PROYECCIÓN FINANCIERA
MODELO DE WARREN Y SHELTON [1]

ANÁLISIS DE RATIOS Para procesar la información de San Carlos, se realizará un análisis de serie de tiempo, que va desde enero de 1995 hasta diciembre de 1998, para luego proceder a implementar el modelo planteado utilizando los ratios encontrados para proyectar las cuentas de 1999 y compararlas con las que realmente acontecieron en base a los Estados Financieros proporcionados por la gerencia de la empresa.

Considerando el esquema de dolarización y para poder trabajar apropiadamente con la información contable proporcionada por San Carlos se consultó la ***Norma Ecuatoriana de Contabilidad NEC No. 17***, que lleva por título ***"Conversión de Estados Financieros para Efectos de Aplicar el Esquema de Dolarización",*** publicada por la ***Sociedad de Contadores del Ecuador*** la cual tiene por objetivo "*definir el tratamiento contable para **ajustar** los Estados Financieros expresados en sucres como procedimiento previo a la conversión a dólares de los Estados Unidos de América; y, definir el criterio a utilizar para **convertir** los Estados Financieros expresados en sucres a dólares de Estados Unidos de América.*"

Una vez convertidos los Estados Financieros de sucres a dólares, se presentan los resultados del "Análisis Estadístico" mediante la estimación mensual de media y desviación estándar para un periodo de 4, 3, 2 y 1 año. Además se complementará el estudio con el "Análisis Visual" para encontrar periodos de mayor estabilidad. Para los distintos ratios, el periodo a ser utilizado será seleccionado según su persistencia a través del tiempo.

CAPITULO 3
METODOLOGÍA DE VALORACIÓN DE LA EMPRESA

En este capítulo se realizará primero la proyección del Flujo de Caja Libre para luego hallar el valor presente de la empresa, descontando los flujos de efectivo a una tasa de Costo de Capital de acuerdo a la siguiente fórmula.

$$VALOR\ DE\ LA\ EMPRESA = E + D = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCL_i}{(1 + K_0)^i}$$

3.2 **DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE**
Anteriormente se dio la definición del Flujo de Caja Libre, ahora se procederá a determinar y describir cada una de las cuentas que lo conforman:

	Ingresos de Explotación
(-)	*Costos de Explotación*
(=)	*Margen de Explotación*
(-)	*Gastos de Administración y Ventas*
(=)	***RESULTADO OPERACIONAL***
(+)	*Ingresos Financieros*
(+)	*Utilidad Inversión Empresas Relacionadas*
(+)	*Otros Ingresos Fuera de Explotación*
(-)	*Pérdida Inversión Empresas Relacionadas*
(-)	*Amortización Menor Valor de Inversiones*

(-)	*Gastos Financieros*
(-)	*Otros Egresos Fuera de Explotación*
(-)	*Corrección Monetaria*
(=)	***RESULTADO NO OPERACIONAL***
(=)	***RESULTADO ANTES IMPUESTO A LA RENTA***
(-)	*Impuesto a la Renta*
(-)	*Interés Minoritario*
(+)	*Amortización Mayor Valor Inversiones*
(=)	***UTILIDAD (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO***

Ajustes a la Utilidad del Ejercicio

(+)	*Depreciación*
(-)	*Inversión de Reposición*
(+)	*Amortizaciones*
(+)	*Gastos Financieros después de Impuestos*
(+/-)	*Cuentas no Permanentes después de Impuestos*
(+/-)	*Corrección Monetaria*
(-)	*Inversión en Capital Físico*
(-)	*Aumentos (Disminuciones) de Capital de Trabajo*
(=)	***FLUJO DE CAJA LIBRE***

3.2 ESTIMACIÓN DE LA TASA DEL COSTO DE CAPITAL

Como primer paso para obtener $K_{0,}$ se procederá a hallar el costo del patrimonio (K_e) con una fórmula igualmente conocida como lo es la del modelo de equilibrio de activos financieros, CAPM (capital asset pricing model):

$$Ke = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Para hallar la tasa de interés libre de riesgo, R_F, se utilizará como proxy la tasa efectiva que pagan los Bonos del Estado Ecuatoriano en dólares a largo plazo. En este punto se tiene que considerar la alta volatilidad que ha tenido la tasa de interés efectiva pagada por estos títulos en los últimos dos meses (ver cuadro No. III.1), por este motivo se decidió ignorar la tasa de la última colocación, y tomar como referencia la tasa de la emisión del 10 de agosto (13,42%) por cuanto captaría mejor la incertidumbre que todavía se mantiene para los próximos años, y también porque para efectos de la proyección no solo se debe considerar el escenario de que la dolarización va a rendir todos sus frutos.

CUADRO No. III.1

COLOCACIONES DE BONOS DEL ESTADO ECUATORIANO

PAPEL	FECHA	MONEDA	INTERES	PLAZO*	TIR
BONO EST. 484 REEST. DI	23-ago-00	Dólares	8.69	2441	8.9760
BONO ESTADO DEC.874	10-ago-00	Dólares	11.00	508	13.4225
BONO ESTADO DEC.1273	19-jul-00	Dólares	9.35	1012	16.6400
BONO ESTADO DEC.484	19-jul-00	Dólares	9.33	562	14.7523
BONO ESTADO DEC.1586	7-jul-00	Dólares	9.35	1113	15.5625
BONO ESTADO LEY 9817	7-jul-00	Dólares	9.00	2350	21.0000

* El plazo está dado en número de días.

Ahora se necesita calcular la prima por riesgo del mercado (R_M – R_F), para lo cual primero se debe hallar R_M que está determinada por el retorno de la inversión *más* arriesgada que se considera es la cartera del mercado de acciones ordinarias, esta cartera tiene un riesgo medio del mercado y su beta es 1, cuantos más títulos, y por tanto mejor diversificación, el riesgo de la cartera disminuye hasta que todo el riesgo propio es eliminado y solamente permanece la base del riesgo de mercado.

En el caso ecuatoriano, el principio de la diversificación no se cumple en toda su extensión por cuanto el principal índice de la Bolsa de Valores de Guayaquil, el *BVG Index*, apenas está formado por seis acciones de un total de 27 emisores inscritos. El BVG Index muestra la evolución de una canasta representativa de acciones, cuyos criterios de selección son el volumen negociado, capitalización y presencia bursátil en el período de Julio a Diciembre de 1999. Sus integrantes son: Banco de Guayaquil, Cemento Selva Alegre, La Cemento Nacional, Cervecería Nacional, San Carlos y Agrotropical (antes Agintrosa). Se debe acotar que San Carlos es la empresa que mayor presencia bursátil mantiene, sin embargo este valor no supera el 15% del periodo considerado para la medición.

Además del BVG Index, también existe el IRECU-BVG, que es un índice a nivel nacional que se ajusta por los movimientos de capital y por la entrega de dividendos en efectivo, y el IPECU-BVG que es un índice de precios del mercado accionario ecuatoriano que refleja la evolución del mismo y se ajusta con los movimientos de capital. La canasta de los índices IPECU-BVG y el IRECU-BVG son los bancos: Produbanco y Guayaquil y las compañías: La Cemento Nacional, La Favorita, Cía. de Cervezas Nacionales, Cervecería Andina, Hotel Colón, Agrotropical (antes Agintrosa) , Cepsa, Industrias Ales, Erco, San Carlos y Cementos Selva Alegre.

Se debe recalcar el hecho de que a pesar de que la canasta de los índices anteriores incluye solo seis y trece acciones respectivamente, el número de empresas que transaron acciones en el último año no supera a las 17. Una vez más queda demostrado que la cartera de mercado de la Bolsa de Valores no cumple con los requisitos de diversificación que permita considerarla como cartera eficiente, por cuanto el número de títulos que la componen es muy limitado y no cubre todos los sectores de la economía, es más, 11 emisores del total pertenecen al sector manufacturero y el resto están asociados con el sector financiero en su mayoría.

Otro de los impedimentos que existe para utilizar la cartera del mercado bursátil, es que las acciones solo representan el 0,08% del total negociado en julio de este año, lo que determina por definir la imposibilidad de utilizar el retorno de la cartera de mercado como un referencial para el caso ecuatoriano, debido a que en el último mes solo se transaron acciones de cuatro empresas, de las cuales únicamente tres pertenecen al BVG Index.

Los argumentos anteriores justifican el hecho de que, a pesar de existir un mercado de capitales los inversionistas nacionales no cuentan con un estándar de referencia de la tasa de mercado y cada uno realiza sus propias estimaciones para calcular su prima por riesgo, de esta forma, para cualquier inversionista realizar una evaluación a nivel local sería insuficiente por lo que se necesita ver el problema desde un punto de vista de diversificación internacional. Es así que se hará uso del CAPM internacional para lo cual se tomará como dato la estimación realizada por Ibbotson y Lumer (1998) para el mercado norteamericano que en su nivel más alto de riesgo se encuentra en un 8,5%.

3.3.1. CÁLCULO DEL BETA PATRIMONIAL CON DEUDA

Para calcular el costo de capital, hace falta todavía obtener el beta para la empresa, para lo cual se utilizará la fórmula de Hamada 1969 para hallar el beta del patrimonio pero con deuda, dado que San Carlos posee deuda como parte de su estructura financiera:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * [\,1 + (1 - T_C) * (B/P)]$$

donde:

$\beta_p^{c/d}$ = Beta del patrimonio con deuda

$\beta_p^{s/d}$ = Beta del patrimonio sin deuda.
T_C = Tasa impositiva
B/P = Razón deuda sobre patrimonio a valores económicos

Dado que en Ecuador, todavía no han sido calculados los betas para las distintas empresas que cotizan en bolsa, se necesitó utilizar una medida de referencia para lo cual se visitó la página WEB del Banco de Santiago (de Chile), donde se procedió a ubicar una empresa del ramo azucarero con la finalidad de utilizar su beta estimado. La decisión de recurrir a información de empresas chilenas fue tomada considerando que la economía de un país sudamericano estaría mucho más "cercana" a la de Ecuador, que lo que podría estar la economía norteamericana.

Para la selección se tomó como referencia a la Sociedad de Inversión Campos Chilenos S.A que tiene entre sus empresas a IANSA, compañía que se dedica específicamente al ramo azucarero, con lo cual resultó ser la firma de características más similares a las de San Carlos.

El valor del beta es 0.88 y para su cálculo se utilizó información de sesenta meses. Considerando que este es un beta para el patrimonio con deuda se procedió a estimar el beta del patrimonio pero sin deuda con la finalidad de poder ajustarlos a las características específicas de San Carlos.

Entonces, tenemos que:

$$\beta_p^{c/d} = 0{,}88 = \beta_p^{s/d} * [\ 1 + (1 - 0{,}15) * (0{,}35/0{,}65)]$$

$$\Rightarrow \quad \beta_p^{s/d} = 0{,}6$$

Para el cálculo del $B_p^{c/d}$ de San Carlos se necesitó estimar la conformación de la estructura de capital de la empresa, para lo cual se recurre a los estados financieros de la empresa, con el objetivo de hallar una aproximación para dichas proporciones, de allí se deduce que históricamente la firma ha mantenido un 30% de pasivo y un 70% de patrimonio. Por lo tanto, el beta del patrimonio con deuda para San Carlos es igual a:

$$\beta_p^{c/d} = 0{,}6 * [\ 1 + (1 - 0{,}25) * (0{,}3/0{,}7)]$$

$$\Rightarrow \quad \beta_p^{c/d} = 0{,}79$$

Utilizando los anteriores datos se tiene que el costo del patrimonio corresponde al 20,135%:

$$Ke = 13{,}42\% + 0{,}79 * 8{,}5\% = 20{,}135\%$$

La siguiente tasa a ser calculada corresponde al costo de la deuda, K_d, para lo cual se conoce como antecedentes que la mayor parte de los créditos de San Carlos actualmente son a corto plazo, pero que se está tratando de renegociar por un periodo de 3 años. Las tasas de dichos créditos se manejan en un rango del 12 al 14%, por lo que se tomará como tasa referencial la máxima para reflejar el hecho de que la deuda es riesgosa y se mantiene dentro de una economía que no está totalmente estabilizada lo que afecta a la empresa y por ende a sus inversionistas.

Utilizando toda la información obtenida, se puede determinar que el costo de capital de San Carlos corresponde a un 17,25%, que se obtiene del siguiente cálculo:

$$K_0 = 0{,}20135 * 0{,}7 + 0{,}14 * 0{,}3 * (1 - 0{,}25) = 17{,}25\%$$

CAPÍTULO IV

RESULTADOS Y ANÁLISIS DE LA VALORACIÓN

En este capítulo se presentan los resultados de la proyección de los Estados Financieros. Se debe acotar que para el cálculo de Pasivo Circulante y Pasivo a Largo Plazo, se utilizaron las participaciones que actualmente tiene cada una de estas cuentas del total de Pasivos, siendo del 84 y 16% respectivamente. El objetivo fue el de disminuir el margen de error obtenido en las proyecciones con respecto a los valores reales de 1999, producto de la variación en la composición de los pasivos, estructura que se espera se mantenga por lo menos hasta que el Ecuador logre disminuir el nivel de las tasas de interés según es su objetivo macroeconómico para los próximos años.

Otro ratio que debe ser explicado es la tasa de dividendos pagados, la cual se mantiene en un 30% para los 6 años, como una estimación que considera los estándares mínimos legales.

Luego de aportar las últimas explicaciones acerca de los ratios empleados para la proyección de los Estados Financieros, se procede a presentar los Flujos de Caja estimados para el mismo periodo, y cuyos resultados serán utilizados para hallar el valor de la Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos, aplicando como tasa de descuento apropiada el costo de capital que resultó ser un 17,25%. Además se considerará el principio contable denominado *Empresa en Marcha* que hace mención a "que no existe un límite de tiempo en la continuidad operacional de la entidad económica y, por consiguiente, las cifras presentadas no están reflejadas a sus valores estimados de realización".

Tomando en cuenta el argumento anterior, también se incluirá el cálculo de flujos de caja a perpetuidad para hallar el valor de la empresa, partiendo del 2005 como año base con una tasa de crecimiento constante del 2% obedeciendo a estimaciones conservadoras justificadas por declaraciones del propio gerente financiero de San Carlos, quien manifestó "que el mercado no va a crecer significativamente en los próximos años, además de que el Ingenio no se va a concentrar en aumentar la producción, sino en mejorar la calidad y aumentar la productividad de sus procesos"

En lo que respecta a la tasa del costo de capital tenemos que el 17,25% en dólares es un tasa elevada y refleja el alto nivel de riesgo que actualmente soportan los inversionistas de San Carlos sobre todo por cuanto la situación macroeconómica del Ecuador no está totalmente clarificada para los próximos años, dado que nos enfrentamos a un proceso de dolarización totalmente riesgoso y cuyos resultados hoy en día generan una total incertidumbre. Es precisamente esta incertidumbre la que se ve incorporada en la tasa libre de riesgo del país (13,42%), la que si bien ha ido disminuyendo sobre todo en el último mes, influye directamente en la tasa que soportan los accionistas (20,135% en dólares) y no hace más que certificar el alto nivel de riesgo que deben soportar los participantes de cualquier empresa ecuatoriana en los actuales momentos.

Como resultado, el valor presente de los flujos de caja de San Carlos descontados al 17,25% al 31 de diciembre de 1999 resultó ser de US$ 34'570.380, que corresponde al valor de la empresa como un todo, es decir valor de la deuda más el valor del patrimonio. Ahora se desea reflejar el valor que realmente pertenece a cada uno de los participantes de la estructura de capital de la firma. Para lograr este objetivo, se recurre al detalle del balance de 1999, de donde se obtiene la información que se resume en el cuadro No. IV.1 y del cual se concluye que el valor económico de la deuda de San Carlos es de US$ 5'.497.111.

Se utilizó el valor contable del balance de 1999 como equivalente del valor económico de la deuda, por cuanto la empresa no está financiada vía emisión de bonos lo que hace imposible el monitoreo por parte del mercado bursátil, con lo cual se asume que el valor contable de la deuda es igual a su valor de mercado (ver cuadro No. IV.1).

Por último, se calculará el valor económico del patrimonio considerando la identidad contable, que dice que el valor de la empresa es igual a la deuda más el patrimonio, por lo tanto se tiene que:

Valor del Patrimonio = 34'570.380 *– 5'497.111 = US$ 29'073.269*

Este elevado valor del patrimonio corresponde a los altos niveles de flujo de caja que se espera que la empresa tenga en el futuro, producto principalmente de las políticas de reducción de los costos operacionales implementada por la firma, y que está empezando a dar resultados con respecto a los costos históricos operacionales. Además, se tiene el hecho de que se estima que la cuenta Otros Egresos Fuera de la Explotación tendrá a partir del 2000 una disminución por sobre el 90% de su valor total por cuanto desaparece el rubro "Diferencias en Cambio" que era un item que afectaba enormemente la Utilidad Antes de Impuestos. Estas dos cuentas son las que principalmente han disminuido los egresos futuros, elevando de manera considerable el Flujo de Caja de San Carlos para los próximos años.

CUADRO No. IV.1
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA DE SAN CARLOS

DOCUMENTOS POR PAGAR (PASIVO CIRCULANTE)	**4,768,543**
Bancos nacionales	818,543
Bancos del exterior	3,950,000
PRÉSTAMOS (PASIVO LARGO PLAZO)	**728,569**
Bancos Nacionales	728,569
TOTAL PASIVO	**US$ 5,497,111**

FUENTE: Memoria de la Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos (1999)

Por último, se desea incluir el valor del patrimonio si se tomara en cuenta el escenario de que la empresa no crecería a perpetuidad, con lo cual se obtiene que el valor presente de los flujos sería igual a US$ 32'727.728 lo cual descontado el valor de la deuda daría como resultado US$ 27'230.617 como valor del patrimonio.

CONCLUSIONES

En los últimos años, las empresas ecuatorianas han tenido que experimentar fuertes impactos macroeconómicos los que han hecho que constantemente sus directivos tengan que tomar medidas de reajuste en su planificación financiera con la finalidad de continuar operando bajo "condiciones normales". El principal elemento que las empresas tenían en contra era la elevada volatilidad que experimentaba el tipo de cambio, lo que influía considerablemente en el precio de sus productos y en la generación de egresos elevados por concepto de ajustes por la cuenta Diferencias en Cambio.

A los eventos económicos, se sumaron los eventos naturales por cuanto San Carlos experimentó algunas situaciones que afectaron a su producción de caña de azúcar principalmente disminuida por el "Fenómeno del Niño". Todo lo anterior, redundó en Estados Financieros que reflejaban la situación constantemente cambiante de la empresa, ya sea porque estaba siendo afectada por escasez de materia prima, reducción de inventarios o disminución del precio del azúcar en dólares, entre otros factores.

Por este motivo, es que la extensión al modelo de Warren y Shelton, utilizado para la proyección de Estados Financieros no se ajustó en la medida deseada, no por la invalidez del método empleado, sino por el poco poder de predicción que se produce cuando la cuentas no mantienen una tendencia estable por un periodo considerable. Además, afectó el hecho de que la tesis fue realizada simultáneamente cuando en Ecuador se empezaba a poner en práctica el proceso de dolarización, que tuvo como uno de sus primeros pasos la "Transformación Económica y Financiera", que provocó la conversión de los Estados Financieros de las empresas según la *Norma Ecuatoriana de Contabilidad NEC No. 17*, publicada por la *Sociedad de Contadores del Ecuador*. Estos hechos provocaron un quiebre estructural en el comportamiento que hasta ese momento pudiesen haber tenido las cuentas, lo que hizo necesario realizar ajustes en los valores de los ratios empleados para la proyección.

En lo que respecta a los porcentajes utilizados para las proyecciones futuras de los Estados Financieros y posterior cálculo de los Flujos de Caja de San Carlos, se tomó en cuenta la información aportada por la "Ley para la Transformación Económica del Ecuador", que en su Capítulo II habla del "Desagio y Otras Normas para la Aplicación del Nuevo Sistema Monetario", específicamente del reajuste que automáticamente y por una sola vez tuvieron las tasas de interés a partir del 11 de enero del 2000, dejando la tasa activa en 16,82% y las tasas pasivas en 9,35%, respetando tasas vigentes que sean inferiores a las tasas activa y pasiva señaladas en el artículo 6. También se utilizó información obtenida directamente del gerente financiero de la empresa en función de sus estimaciones para la empresa en los próximo años.

De esta forma, se pudo proyectar los Flujos de Caja para el periodo 2000 – 2005, no sin antes calcular la tasa de costo de capital apropiada para la empresa, la cual se ubicó en un 17.25%, tasa elevada en dólares debido principalmente a que la tasa del patrimonio resultó ser un 20.135%, explicada principalmente por la tasa libre de riesgo que se estimó en función de los bonos de largo plazo que tiene Ecuador, y cuyo nivel de incertidumbre la ubica en un 13,42%.

Con respecto a los flujos de caja estimados, se obtuvieron valores bastante altos para los próximos 6 años por cuanto se estima que, producto del nuevo esquema macroeconómico, la empresa dejará de realizar su principal fuente de Egresos Fuera de la Explotación como lo es el rubro "Diferencias en Cambio", que conformaba más del 90% del total de Otros Egresos, lo que inflaba enormemente el volumen de las pérdidas. Además está el hecho de que la empresa ya empieza a recoger los frutos de las políticas de austeridad orientadas a la reducción de costos operacionales puestas en marcha hace algunos años, y que hoy en día han logrado una disminución del 30% del total, esperando llegar incluso a niveles del 50%. Lo anterior, provocaría márgenes de ganancia por sobre el 50%, sin embargo por ahora se tomó como referencia sólo la disminución inicial para efectos de la proyección.

Luego de calcular los flujos de caja, se procedió a descontarlos a la tasa del costo de capital (17,25%), dando como resultado US$ 34'570.380 que luego de restar por el valor de la deuda igual a US$ 5'497.111 dio un total de US$ 29'073.269, que refleja que la empresa tiene un gran atractivo para futuros y actuales inversionistas, basada principalmente en la estabilidad financiera y económica que pueda tener el Ecuador en los próximo años.

Con respecto al resultado de la valoración, se debe mencionar además que San Carlos a pesar de cotizar en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG), no ve reflejado en el precio de sus acciones toda la información financiera y las expectativas futuras de la empresa descritas a lo largo de esta tesis, por cuanto, sus acciones mantienen actualmente (según información de la BVG del 28 de agosto) un precio que es igual a su valor nominal (25.000 sucres o el equivalente a un dólar), mismo precio que en las últimas 52 semanas observadas ha tenido variaciones desde 7000 sucres (US$ 0,28) en su nivel más bajo alcanzado en septiembre de 1999, hasta 28.000 sucres (US$ 1,12) en su nivel más alto en agosto de este año.

Además se conoce que San Carlos tiene en circulación 13'600.000 acciones las cuales tienen un valor en libros de 91.135 sucres (US$ 3,89) que representa una relación de 0,27 veces la razón Precio / Valor en Libros, lo que refleja las pocas expectativas que tienen en estos momentos los inversionistas externos e inclusive internos de San Carlos, con respecto a las propias expectativas de la empresa, lo cual ha motivado las ligeras variaciones que ha experimentado el precio de mercado de las acciones con respecto a su valor nominal.

Con los datos anteriores, se puede decir que San Carlos experimenta una subvaloración en el precio de sus acciones por cuanto con un valor del patrimonio de US$ 29'073.269, según resultado de esta tesis, y considerando el número de acciones en circulación (13'600.000) se obtiene que el precio de las acciones debería ser de US$ 2.14, precio que está muy por encima del máximo alcanzado en las últimas 52 semanas, que en su mejor valor llegó a US$ 1,12. El precio de la acción tomando en cuenta los flujos sin crecimiento a perpetuidad sería de US$ 2, valor superior todavía al actual precio de mercado. La subvaloración puede deberse principalmente a los siguientes factores:

❒ Actualmente los inversionistas todavía se mantienen cautelosos y no han reconsiderado las expectativas futuras de la empresa incluyendo los beneficios que la dolarización provoca a sus estados financieros y por ende a sus flujos reales de efectivo, por lo tanto los nuevos antecedentes todavía no han sido incorporados en el precio de las acciones.

- El principal objetivo de San Carlos de participar en Bolsa fue proporcionar a sus accionistas mayor liquidez en sus títulos valores, en ningún momento han realizado nuevas emisiones de acciones. Al no utilizar el mercado bursátil como una fuente adicional de financiamiento provoca que la empresa no pueda ser constantemente monitoreada por los inversionistas lo que se ve reflejado en el precio de los títulos y en la falta de interés de nuevos compradores.

- La falta de cultura bursátil en el Ecuador, provoca que los accionistas busquen obtener sus ganancias vía dividendos más no vía precio, por este motivo, es muy usual que los inversionistas tomen posición larga en estos títulos y los mantengan indefinidamente al menos mientras la situación de la empresa sea estable. Por lo tanto, cuando se deshacen de sus acciones lo que están buscando es liquidez y en lo posible "recuperar la inversión inicial", pero no consideran el costo de oportunidad al que están renunciando considerando los flujos futuros de la empresa.

Como conclusión final, se puede decir que de darse los resultados esperados de la dolarización, las empresas ecuatorianas podrían mejorar su actual situación financiera y mejorarla en el largo plazo. En el caso específico de San Carlos, podría empezar a endeudarse en mayores cantidades y a mayor tiempo, y así tratar de expandir y diversificar su negocio, e incluso podría adquirir nuevamente la participación de las empresas que producto de la división de 1999, tuvieron que ser separadas de sus inversiones, tal es el caso de Codana S.A., Soderal S.A. y Papelera Nacional.

En lo que respecta al precio de sus acciones, San Carlos deberá tratar de entregar información al mercado relacionada con su situación financiera y sus expectativas futuras de flujos de efectivo con la finalidad de aumentar el precio de sus títulos, debido a que, mientras este se encuentre subvalorado, la empresa no podrá pensar en el mercado bursátil como una fuente adicional de financiamiento.

REFERENCIAS

1. Bradford Cornell, Corporate Valuation, Tools for Effective Appraisal and Decision Making (1era edición; Portland-Oregon:Booknews, 1993), pp.58-107.
2. Brealy Richard. & Myers Stewart, Principios de Finanzas Corporativas (4ta edición; Madrid-España, Mc Graw Hill, 1996), pp.143-276.
3. Carleton, W.T, "An Analytical Model For Long Range Planing", Journal of Finance (Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College, Mayo 1970)
4. "Carta de Intención con el FMI".,Banco Central del Ecuador
5. Copeland, Koller & Murrin., Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies (2da edición; New York-USA: John Wiley & Sons, Inc,.1995) pp.67-90
6. "Dolarización", Banco Central del Ecuador Banco Central del Ecuador, http://www.bce.fin.ec
7. Fernández Pablo, Valoración de Empresas (1era ediciòn; Barcelona; Editorial Gestión 2.000; 1999), pp.23-52
8. Foster, George, Financial Statement Analysis (Second Edition; Prentice Hall; 1986) pp:586-625
9. Indicadores de Tasas de Interés, Banco Central del Ecuador, http://www.bce.fin.ec/indicadores/abierto/mercinter/mein0800.htm
10. Bolsa de Valores de Guayaquil, http://www.bvg.fin.ec
11. "Ley de Transformación Económica del Ecuador: Ley Trole I".,Diario El Universo, http://www.eluniverso.com
12. Miller, M.H, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends", Journal of Business 59, 1986.
13. Memorias de la Empresa, Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos, Periodo 1982 – 1999
14. Sorensen, E.H. y D.A. Williamson, "Some evidence on the value of the dividend discount model", Financial Analysts Journal 41, 1985
15. Van Horne James, Administración Financiera, Prentice Hall, Novena Edición
16. Warren, J. M. y J.P. Shelton, "A Simultaneous – Equation Approach To Financial Planning", Journal of Finance (Los Angeles, University California, Dic.1971) pp:1123-1142.

17. Weston y Brigham, Fundamentos de Administración Financiera (Décima Edición; Mc Graw Hill, México; 1996) pp:745-851
18. Boletín Técnico No. 1 del Colegio de Contadores: Teoría Básica de la Contabilidad