



Universidad de
San Andrés

Departamento Académico de Administración

MBA

Tesis de Administración de Negocios

Título

**VALUACIÓN DE EMPRESAS:
MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A.**

por

Tomás Amuchástegui

Mentor

Víctor Adrián Álvarez

Victoria, Provincia de Buenos Aires, 30 de Abril de 2016

Índice de Contenidos

RESUMEN EJECUTIVO.....	2
1. INTRODUCCIÓN.....	3
1.1 OBJETIVO.....	3
1.2 PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN.....	4
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA: MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A.....	5
2.1 INTRODUCCIÓN.....	5
2.2 HISTORIA.....	6
2.3 SEGMENTOS DE NEGOCIO.....	7
2.4 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA.....	12
3. METODOLOGÍAS DE VALUACIÓN.....	18
3.1 VALUACIÓN MEDIANTE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS (DCF).....	18
3.1.1 Modelo WACC.....	19
3.1.2 Modelo APV.....	20
3.2. VALUACIÓN MEDIANTE MÚLTIPLOS O COMPARABLES.....	23
4. VALUACIÓN DE MOLINOS RÍO DE LA PLATA.....	25
4.1 DESCUENTO DE FLUJO DE FONDOS LIBRES.....	25
4.1.1 Proyección de Flujos de Fondos.....	25
4.1.2 Estimación de Tasas de Descuento (k_e , k_d , k_{wacc}).....	28
4.1.3 Análisis de sensibilidad.....	34
4.2 MÚLTIPLOS COMPARABLES.....	35
5. CONCLUSIONES.....	38
6. BIBLIOGRAFÍA.....	40
7. ANEXOS.....	41

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo estimar el valor del capital propio de Molinos Río de la Plata S.A. el 31/12/14 y comparar los valores calculados por distintos métodos de valuación con la capitalización bursátil de la empresa, tratando de identificar la mejor de las metodologías consideradas.

La compañía fue fundada en el año 1902 y se ha consolidado en los últimos años como el mayor productor de alimentos y uno de los *players* más importantes del sector agroexportador, actividad *core* de la economía argentina, con llegada a más de 50 países en todo el mundo. Molinos cuenta con dos segmentos de negocios bien diferenciados: el segmento de Graneles orientado a la exportación de productos y subproductos derivados de la soja y el girasol y el segmento de Marcas relacionado a la industrialización y comercialización de todo tipo de productos alimenticios en el mercado local e internacional.

A lo largo del trabajo, se realiza el análisis y entendimiento de los estados contables y estado de resultados de la compañía, cuya información es de acceso público. Además, se estudian dos de las metodologías de valuación mayormente utilizadas en la práctica como son los métodos de Flujos de Fondos Descontados, conocidos como "DCF" (*Discounted Cash Flows*), y Valuación Relativa, esto es valuación por múltiplos. A través del enfoque de Flujo de Fondos Descontados, se obtuvo un valor del capital propio de Molinos aproximado de \$ 9.664 millones y por el enfoque de valuación relativa, se obtuvo un valor aproximado de \$ 10.640 millones. Si promediamos ambos métodos, la empresa tendría un valor de equity objetivo de \$10.152 millones, lo que implica un *upside* de 12,6% con respecto al mercado. En ambos casos, si bien la compañía pareciera estar subvaluada a valores de mercado, el método por Flujo de Fondos resultaría ser el método que mejor refleja su valor de mercado teniendo en cuenta el entorno volátil en el que opera la misma.

1.Introducción

1.1 Objetivo

El objetivo principal del presente trabajo es valorar, desde la perspectiva de un consultor independiente, el capital propio (equity) de la compañía Molinos Rio de la Plata S.A., el 31/12/14, para comparar su valor intrínseco con el de mercado, teniendo en cuenta sus principales riesgos, ventajas competitivas, drivers y mercados en los cuales opera, a fin de establecer la razonabilidad de dicho valor.

El trabajo comienza con una descripción de la empresa a valorar en torno a su historia, principales actividades y operaciones en el país. Además, se realiza un análisis de la situación de la compañía mediante la interpretación del "*Managerial Balance Sheet*". Esta herramienta permite explicar la performance financiera de una compañía en función de las decisiones que toma su *Management*. (Hawawini y Viallet, 2010).

La valuación de la compañía se lleva a cabo a través de los métodos de Flujos de Fondos Descontados, conocidos como "DCF" (*Discounted Cash Flows*) y Valuación Relativa, esto es valuación por múltiplos. Además, se realiza una descripción de dichos métodos de valuación que son los mayormente utilizados en la práctica, abordando sus características.

Se desarrollan los cálculos y análisis de aplicación de las diferentes metodologías y se muestran los resultados obtenidos para la valuación de la compañía.

Finalmente, se presentan las conclusiones del caso a partir de la comparación de los resultados obtenidos con el valor de mercado del capital propio de la compañía (capitalización bursátil).

Es importante mencionar que los mercados emergentes reflejan numerosas imperfecciones de mercado que crean oportunidades, pero también amenazas. Es

por eso que al momento de realizar valuaciones de empresas que se encuentran en mercados emergentes, existen algunas variables que se deben tomar bajo consideración al aplicar las metodologías de valuación seleccionadas (ej.: transparencia, volatilidad de mercado, costos de agencia, riesgos e inestabilidad política, asimetrías de información, barreras de entrada, entre otros).(Pereiro, 2002).

1.2 Pregunta de Investigación

Pregunta Central:

¿Cuáles son, para un consultor independiente, los valores intrínsecos de Molinos que resultan de emplear las metodologías de DCF y múltiplos?

Subpregunta:

¿Cuál de las metodologías mencionadas es más apropiada, es decir refleja mejor el valor de mercado de su capital propio (equity), para este tipo de compañías maduras en mercados emergentes?

Universidad de
San Andrés

2. Descripción de la empresa: Molinos Río de la Plata S.A.

2.1 Introducción

Molinos Río de la Plata es actualmente el mayor productor de alimentos y uno de los principales exportadores agroalimentarios del país con llegada a más de 50 países en todo el mundo. En sus orígenes, la compañía comenzó a desarrollarse en el sector alimenticio para luego comenzar a diversificar sus negocios hacia la producción del biodiesel, agropecuaria y compra y venta de tierras.

El grupo económico se encuentra integrado por Molinos Río de la Plata S.A. y otras sociedades/compañías (subsidiarias) que se encuentran en el sector alimenticio y agropecuario. Estas compañías relacionadas del grupo, realizan principalmente actividades de molienda y exportación de productos y subproductos derivados de la soja y el girasol y la industrialización y comercialización de todo tipo de productos alimenticios incluyendo, entre los más relevantes, yerba y arroz, congelados, pastas secas y aceites comestibles.

A continuación se puede visualizar la participación de Molinos en las subsidiarias del Grupo al finalizar los ejercicios económicos al 31 de Diciembre del 2013 y 2014:

Sociedad / Company	Participacion / Equity interest	
	12/31/2014	12/31/2013
Molinos de Chile y Río de la Plata Holding S.A.	100%	100%
Molinos International S.A.	100%	100%
Molinos do Brasil Comercial e Industrial Ltda.	100%	100%
P.C.A. International S.A.	100%	100%
Compañía Alimenticia Los Andes S.A.	99.66%	99.66%
Emprendimientos Joralfa S.A.	100%	100%

Fuente: Balance Consolidado de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

2.2 Historia

En el año 1902, Bunge & Born funda la compañía S.A. de Molinos Harineros y Elevadores de granos Molinos Río de la Plata con el objetivo de ingresar en el sector de alimentos industrializados.

En el año 1930, la compañía comienza un proceso de diversificación ingresando a nuevas categorías de productos y lanzamientos de marcas que se convirtieron en referentes en el mercado argentino. Dos años más tarde, la compañía comienza a denominarse Molinos Río de la Plata e ingresa en el mercado de aceites con la marca “Cocinero”.

En el año 1935, la empresa comienza a cotizar sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En las décadas del 1940 y 1950, la compañía comienza a comercializar productos con diversas marcas como “Manty” y “Delicia”, “Vitina”, “Yerba Mate”, “Exquisita” y “Blancaflor”.

Posteriormente en el año 1978, Molinos Río de la Plata compra la marca “Matarazzo” incorporando las instalaciones de la planta de elaboración de pastas, manteniendo y elaborando productos de alta calidad y haciendo especialmente foco a las necesidades de los consumidores.

Entre el año 1990 y 1997, la compañía adquiere las marcas “Vieníssima”, “Granja del Sol” y el frigorífico “Tres Cruces”. De esta manera, la compañía comienza a incursionar y desarrollar la categoría de refrigerados y congelados como hamburguesas, salchichas, vegetales, empanadas de pollo y pescado.

En el año 1999, Molinos Río de la Plata es adquirida por la familia Pérez Companc generando el ingreso de la compañía a nuevas categorías e inaugurando la sede de la Administración Central que utilizan actualmente en Victoria, Provincia de Buenos Aires. A partir de este momento, la compañía comenzó a trabajar fuertemente en la innovación como elemento diferenciador de su competencia.

En el año 2000, Molinos comienza a convertirse en el principal exportador argentino y referente en su sector. En los años posteriores, la compañía realiza las adquisiciones de diversas marcas importantes como “Lucchetti”, “Fritolim”, “Minerva”, “Novaceites”, “Virgilio Manera”, “Grupo Químico Estrella”, “Delverde” y “Chocoarroz”.

2.3 Segmentos de Negocio

Actualmente Molinos Río de la Plata S.A. tiene dos segmentos de negocio bien diferenciados. Por un lado, cuenta con el segmento de Marcas que está relacionado a la industrialización y comercialización de todo tipo de productos alimenticios en el mercado local e internacional y por otro lado cuenta con el segmento de Graneles orientado a la exportación de productos y subproductos derivados de la soja y el girasol.

Segmento Marcas

Durante el transcurso del año 2014, Molinos logró mantener y consolidar la estrategia definida en los últimos años que consiste en los siguientes seis desafíos¹:

- Aumentar el per cápita de fideos
- Desarrollar la plataforma Lucchetti
- Crecer en Granja del Sol aumentando consumo en el target
- Desarrollar los segmentos de valor en la categoría arroz
- Ser la mejor opción saludable de consumir “entre horas”
- Desarrollar Plataforma Cocinero en Brasil, Nieto Senetiner en América y Delverde Global

¹ Balance Consolidado de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

Dentro del segmento de productos alimenticios se menciona a continuación alguna de las principales marcas de la compañía:

- Lucchetti: alimentos como fideos, milanesas de soja, arroz, pan rallado y premezclas para preparar ñoquis, pizzas, panqueques, tortas fritas y chipá.
- Matarazzo: pasta única de trigo candeal proveniente de campos argentinos.
- Granja del Sol: milanesas, empanadas, patitas y guarniciones de pollo, soja, pescado y vegetales en formas variadas.
- Gallo: arroz carnaroli, doble carolina, integral y línea risotto.
- Gallo Snacks: snacks hechos a base de arroz, sin gluten y con solo 99 calorías.
- Don Vicente: pastas caseras.
- Cocinero: aceite extra virgen, salsa de soja, aceto balsámico y aceite de maíz.
- Minerva: jugo de limón elaborado con limones frescos de Tucumán.
- Lira: aceite de oliva extra virgen elaborado con aceitunas seleccionadas de Mendoza, la Rioja y San Juan. Actualmente son las zonas productoras más prestigiosas del país.

A continuación se presenta la participación de mercado de las principales marcas y categorías de Molinos en el mercado nacional en los últimos siete años (expresado en %):

	SOM						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Marcas Líderes							
Matarazzo	13,4	13,9	13,5	14,4	14,7	14,1	14,4
Lucchetti							
Pastas	11,8	12,8	13,7	14,2	15,1	14,8	15,8
Arroz	6,8	6,5	6,2	5,9	5,2	5,3	7,0
Preferido	55,8	55,3	55,2	57,2	59,0	60,6	60,4
Milanesa de Soja (*)						1,5	9,6
Don Vicente	4,0	4,2	4,0	4,0	4,3	4,3	3,4
Gallo	15,3	15,5	15,1	15,7	15,5	16,0	16,8
Exquisita							
Horneables	54,4	55,9	56,1	60,4	62,6	65,1	62,8
Gelificables (porc.)	29,6	30,0	31,7	33,9	34,4	38,6	35,6
Arlistán (cups)	20,4	21,5	21,2	22,3	22,6	22,2	19,6
GDS (*)							
Mundo Pollo	90,7	92,1	89,8	85,9	84,9	82,0	77,3
Vegetales	53,8	51,2	50,9	45,0	48,4	41,7	35,3
Milanesa de Soja	26,1	29,9	32,8	36,1	45,6	45,2	41,2
Snacks Saludables (**)							
Chocoarroz			91,6	87,7	82,1	85,4	79,8
Bizcochos						0,3	7,1
Obleas							2,2
Bodega Nieto Senetiner (**)			8,6	9,0	9,0	11,4	12,5

(*) Información Scantrack a Diciembre 2014

(**) Información CCR a Diciembre 2014

Fuente: Balance Consolidado de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

Durante el año 2014, en los mercados en donde participan las marcas de Molinos, se vieron afectadas sus ventas debido a una caída en el consumo general con una variación de un -2,3% con respecto al año 2013. Del total de la canasta, alimentos fue la canasta que más sufrió el impacto de la caída en el consumo con un acumulado en el año de un -3,9%. (*Nielsen Retail Index*)²

Segmento Graneles

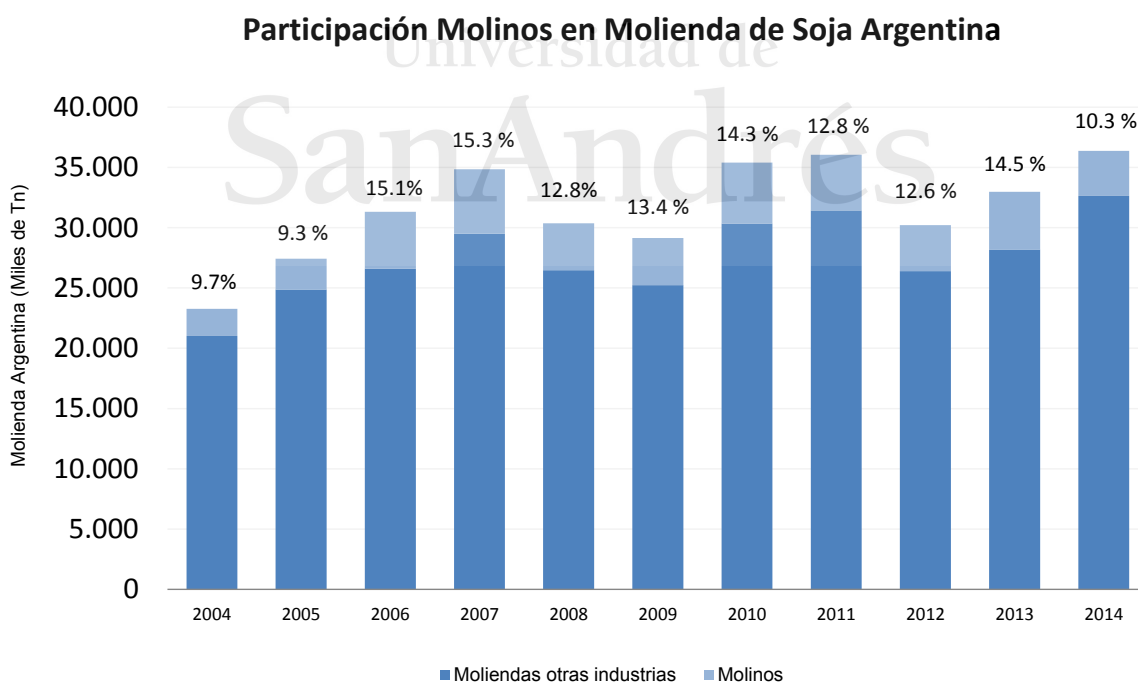
Con respecto al segmento de Agroindustria, Molinos Río de la Plata se ha convertido en uno de los principales procesadores del país de protos de soja y

² Balance Consolidado de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

semillas de girasol. Como resultado de estos procesos de molienda de porotos de soja y semillas de girasol, la compañía presenta una amplia gama de harinas y aceites a granel para exportar al mercado internacional (ej.: Refinado de Soja, Refinado de Girasol, Crudo de Girasol, etc.).

A pesar de los bajos volúmenes cosechados en la Argentina en las temporadas 2011/2012 y 2012/2013 debido a condiciones climáticas desfavorables, en el año 2014 el país alcanzó una producción de 53,5 millones de toneladas de soja, logrando de esta manera recuperar el volumen cosechado de años anteriores. Las mejoras alcanzadas en el volumen cosechado, permitieron incrementar el nivel de molienda nacional y obtener buenas contribuciones. En el año 2014, se procesaron a nivel nacional 37,9 millones de toneladas de soja, de los cuales Molinos alcanzó los 3,9 millones de toneladas para la comercialización de sus derivados equivalente a una participación de mercado del 10,3%.

A continuación se presenta la participación de Molinos en la molienda de soja nacional (expresado en miles de tn) de los últimos 10 años:



Fuente: Balance Consolidado de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

En el año 2014, Molinos logró consolidar su presencia en el mercado de granos en el cual procesaron 250 mil toneladas de maíz destinadas a la exportación y alcanzó una molienda de 200 mil toneladas de girasol, destinado principalmente a abastecer el mercado local.

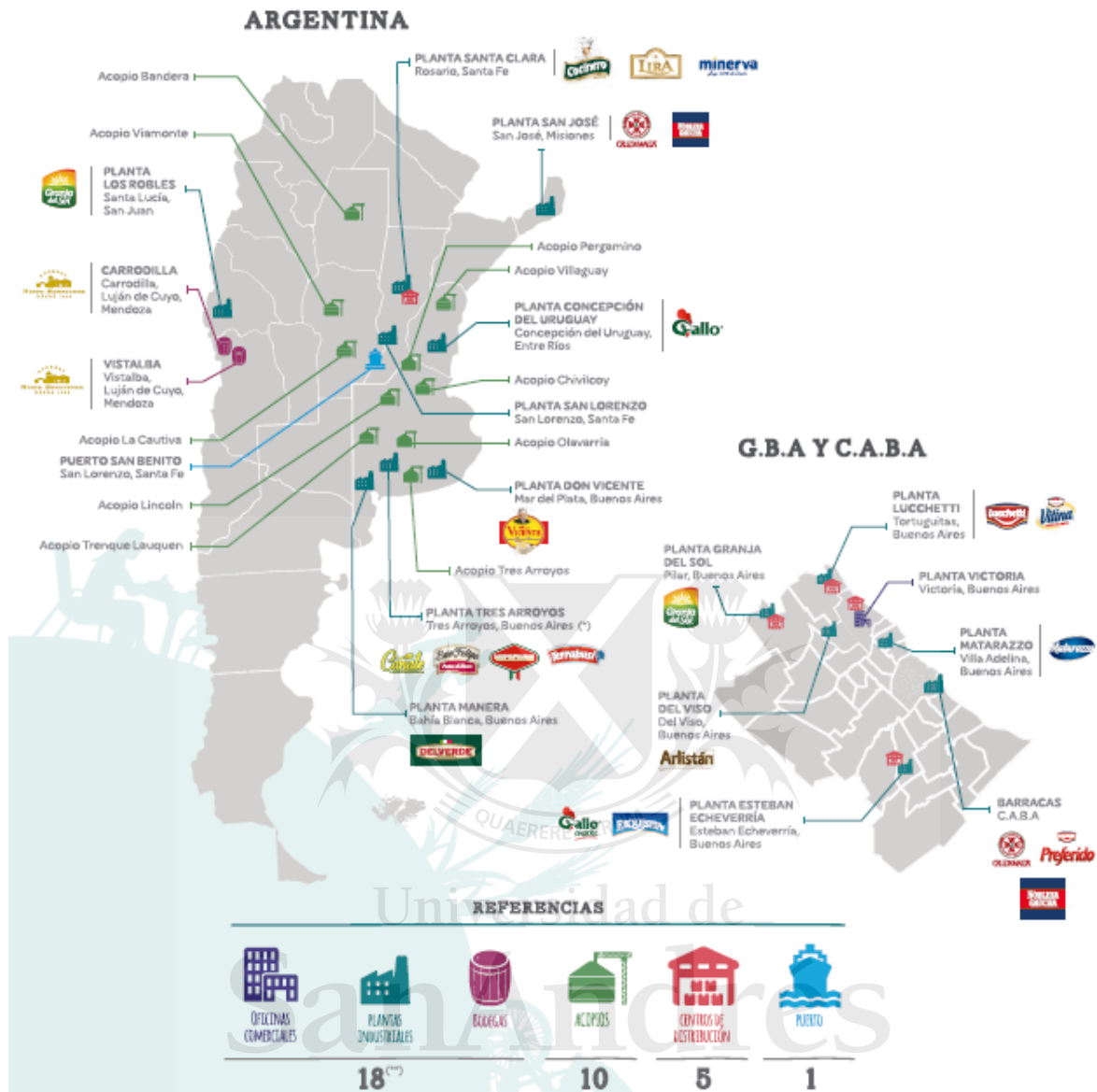
En el año 2007, Molinos Río de la Plata invirtió en la construcción de una planta de biodiesel con el objetivo de realizar exportaciones a importantes clientes internacionales.

En año 2009, la compañía comienza a participar en una Sociedad de Garantías Recíprocas junto con Los Grobo Agropecuaria con el objetivo de facilitar el acceso a créditos de las Pymes a través del otorgamiento de garantías (aval) para el cumplimiento de sus obligaciones.

A continuación se podrá observar la localización geográfica actual de las oficinas comerciales, acopios, plantas industriales, bodegas y centros de distribución con los que cuenta Molinos en Argentina³:



³ Destacados del Reporte 2014 Molinos Río de la Plata

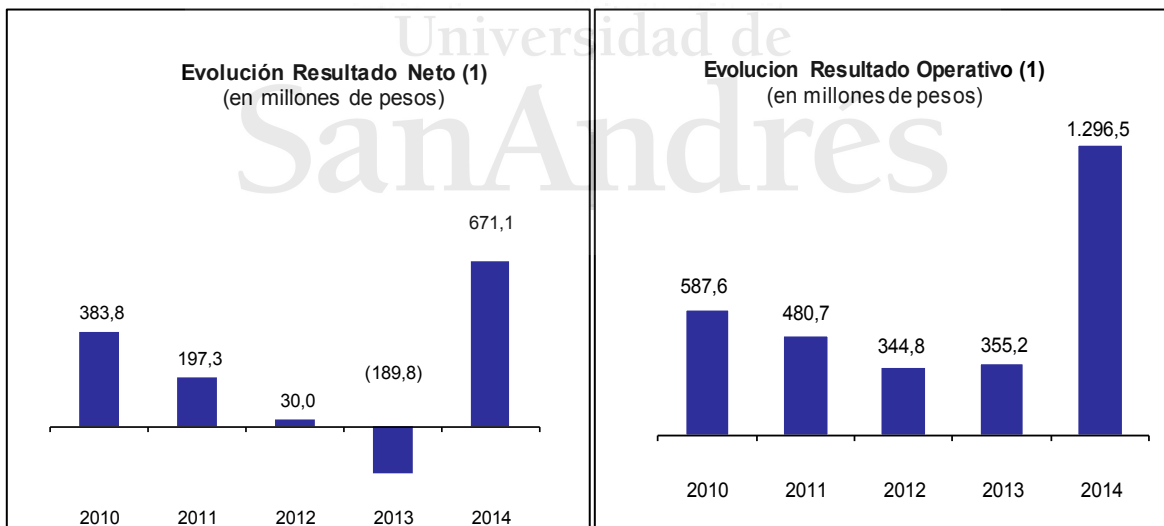


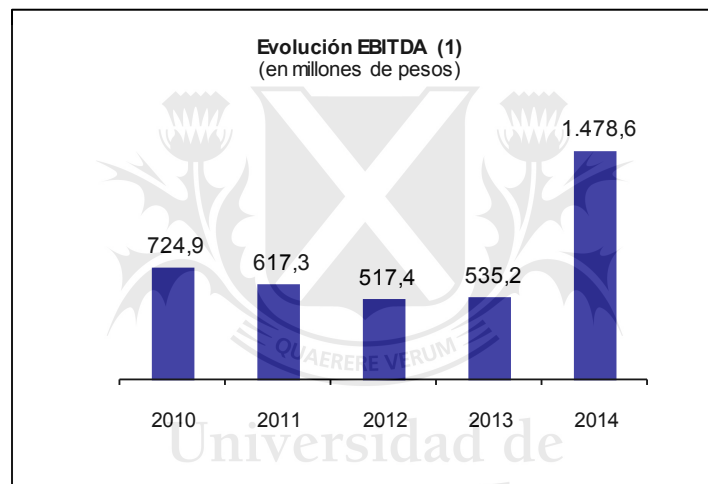
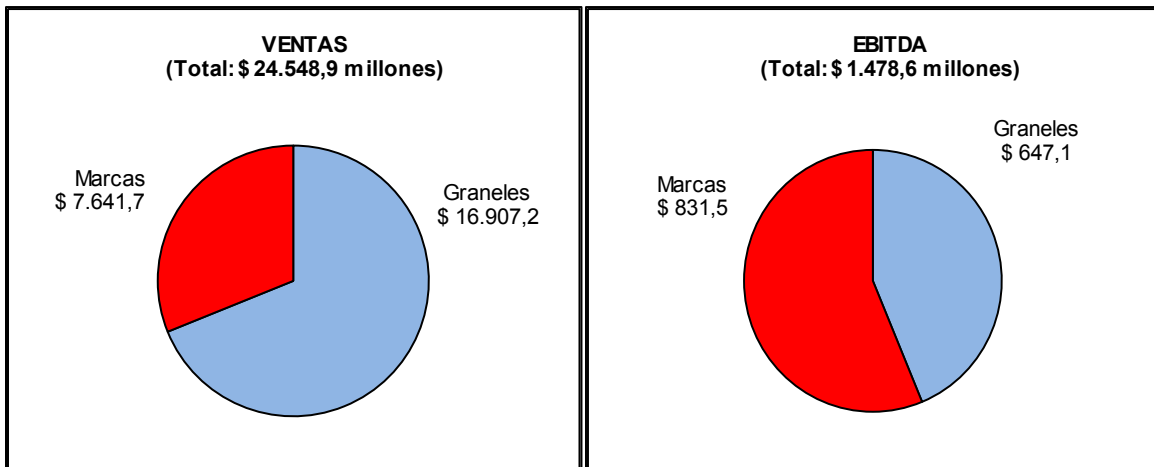
2.4 Análisis de la Situación Financiera

La compañía cuenta actualmente con 18 plantas industriales, una amplia red de distribución en la Argentina y una fuerza laboral de 4.301 empleados. Además, la compañía cumple un rol clave en el complejo oleaginoso y se encuentra posicionada como la marca número uno o dos en cada categoría con una participación del 23% en la canasta de almuerzos y cenas de la Argentina. Sus ventas en el año 2014 alcanzaron los \$ 24.548,9 millones, de los cuales

\$ 16.907,2 millones corresponden a las ventas generadas por la línea de negocio de Graneles y \$ 7641,7 millones a la ventas generadas por la línea de negocio de Marcas. En este sentido, la compañía viene incrementando sus ventas con respecto a los últimos años. El resultado neto del año 2014, ascendió a una ganancia de \$ 671,1 millones en comparación a la pérdida sufrida en el año 2013 de \$ 189,8 millones, retomando de esta manera el camino de generación de resultados positivos. Esta variación proviene de un mayor resultado operativo originado principalmente por las mejoras en el negocio de Graneles, y en menor medida, por el impacto de las estrategias de innovación y renovación en el negocio de Marcas, la mejora de resultados financieros y la implementación de diversas iniciativas tendientes a reducir gastos (ej.: la venta de activos no centrales de la compañía). En línea con lo mencionado anteriormente sobre la variación en el resultado operativo, el EBITDA alcanzó los 1.478, 6 millones en comparación a los 535, 2 millones alcanzados en el ejercicio 2013.

Los siguientes gráficos muestran la evolución de los principales indicadores económicos y performance de la compañía:





Fuente: Balance Consolidado de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

Managerial Balance Sheet

Existen ciertas herramientas que permiten determinar la situación financiera de una compañía en función de las decisiones que toma a diario el *Management*. Por lo general, el *Managerial Balance Sheet* es una herramienta que se utiliza para poder tener un entendimiento más claro del total del capital invertido, es decir en qué se invierte el mismo, y de donde proviene el financiamiento de ese capital invertido en un momento determinado del tiempo. (Hawawini y Viallet, 2010).

A continuación se presenta un análisis resumido del balance (*Managerial Balance Sheet*) de la compañía con cierre en diciembre del año 2014, que incluye los ratios económicos-financieros más relevantes:

<i>en miles de pesos</i>		<i>en miles de pesos</i>		
Est. de Sit. Patrimonial	2014	Est. de Resultados	2014	%Ventas
Caja + Caja Equiv	\$ 1.140.352	Ventas	\$ 24.548.959	
Capital de Trabajo	\$ 1.835.595	Costos y gastos operativos	\$ (23.252.497)	
Activo fijo	\$ 2.353.803	Amortizaciones	\$ 182.096	
Activos Netos	\$ 5.329.750	EBITDA	\$ 1.478.558	6%
		Amortizaciones	\$ 182.096	
Deuda Corto Plazo	\$ 2.220.378	Im. a las Ganancias	\$ (438.941)	
Deuda Largo Plazo	\$ 1.337.249	Generación del Negocio (NOPAT)	\$ 857.521	3%
P. Neto	\$ 1.772.123	Resultado Financiero	\$ (281.793)	
Total Pasivos	\$ 5.329.750	Escudo Fiscal	\$ 95.406	
Deuda Total	\$ 3.557.627	Resultado Neto	\$ 671.134	3%

ROIC	16,09%	Deuda / Capital	66,75%
Margen	3,49%	Financiación de Largo Plazo	58,34%
Rotación	4,6	Costo promedio de deuda	29,12%
Total	16,09%	% de imp. a las ganancias	34%
Apalancamiento Financiero	2,35	Costo promedio de deuda neto	19,26%
ROE	37,87%	Capital de trabajo / Ventas	7,48%
Días de cobranza promedio	28	Rotación de inventario	9,91
Días de cuentas a pagar	36	Días de Stock	37
Activos Fijos / Activos Netos	44,16%		

Fuente: Elaboración propia basada en el Balance de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

Como puede observarse, el negocio de Molinos es de bajo margen y alta/media rotación. Por su parte en el segmento de marcas, la compañía se ha consolidado como una de las empresas líderes focalizándose en alimentos a base de arroz, harina y últimamente expandiéndose al sector vitivinícola. Para centrarse en estos negocios, la compañía viene de un proceso de reestructuración en el cual se ha desprendido de activos no centrales como pueden ser el caso de las compañías Renova, Vieníssima, Goodmark, Delicia y Manty. Esto le ha permitido a su vez, reducir la deuda financiera la cual mantenía a la compañía con un elevado apalancamiento financiero (2.35x).

En cuanto al segmento de graneles, Molinos posee un margen bruto de alrededor del 7% debido a los altos costos operativos y la presión tributaria como

consecuencia de las retenciones a la exportación. Asimismo, la empresa se ubica como uno de los *players* más importantes del sector agroexportador, actividad *core* de la economía argentina, que en los últimos años ha aprovechado las bondades del boom de precio de los *commodities* y las economías emergentes.

Se observa como el crecimiento en el *NOPAT* fue acompañado a un ritmo similar que los resultados netos en términos absolutos. Esto se debe a que el apalancamiento financiero de la compañía disminuyó con respecto al año 2013, sobre todo la deuda a corto plazo, aunque aumentando con ello el pago de intereses en consonancia con la suba de tasas de referencia en dichos años como puede ser la *BADLAR* (el costo promedio de la deuda asciende del 18% en el año 2013 al 29% en el año 2014). Esto se ve también en el crecimiento del *ROE* (asciende del -17% en el año 2013 a 38% en el año 2014), teniendo un buen rendimiento sobre el patrimonio propio invertido y aumentando el beneficio sobre el capital total invertido (*ROIC* asciende del 7% en el año 2013 al 16% en el año 2014).

Además de optimizar su estructura de capital, el ratio de capital de trabajo sobre ventas disminuyó con respecto al año anterior a pesar de que en el año 2014 las ventas de la compañía aumentaron. En este sentido, la compañía tiene un manejo eficiente del capital de trabajo.

Con respecto a la estructura de los activos netos, el capital de trabajo es relativamente bajo con respecto a las ventas y la inversión en activo fijo representa alrededor del 44% del total de activos (casi el 45% del activo neto). Lo anterior es entendible ya que Molinos se dedica al negocio de consumo masivo y agro lo cual hace que requieran de una gran inversión en la red de distribución, depósitos, silos y plantas de producción.

Por otro lado, se puede observar que Molinos tiene un alto costo neto de deuda sumado al hecho de que el perfil de deuda en términos de vencimiento se encuentra en alrededor de 2 años de duración. En este sentido, Molinos no está exenta de la situación local en donde a la mayoría de las empresas de primera

línea también les es difícil conseguir financiamiento a largo plazo. En la medida que Argentina vuelva a los mercados internacionales, el segmento corporativo de deuda también debería aprovechar las mejores perspectivas para ganar profundidad y alcance tanto en el mercado local como el internacional.



3. Metodologías de Valuación

Existen dos metodologías mayormente utilizadas para la valuación de empresas como lo son los Flujos de Fondos Descontados (DCF) y los Múltiplos o Comparables. En la valuación por Flujos de Fondos Descontados, se estima el valor de un activo en función de sus flujos de fondos, riesgo y crecimiento mientras que en la valuación por Múltiplos, se estima el valor de un activo en función del valor de mercado de otra empresa de características similares.

3.1 Valuación mediante Flujo de Fondos Descontados (DCF)

En la valuación mediante Flujo de Fondos Descontados, se estima el valor de un activo a través de la generación de flujos de fondos futuros, descontados a un costo de capital que refleje el riesgo de dichos flujos. Es decir, se calcula el valor actual de dichos flujos de fondos futuros que se esperan generar teniendo en cuenta su expectativa de crecimiento, utilizando una tasa de descuento adecuada. (Fernández, 2008).

Al calcular el valor presente de los flujos de fondos, se debe tener en cuenta el valor de la compañía a perpetuidad. Para estimar el valor terminal o flujo a perpetuidad, se utiliza comúnmente el último flujo de fondos proyectado al quinto año dado que proyectar más allá de ese período resulta complicado debido a la volatilidad de las economías sobre todo en países emergentes (ej: América Latina). El último flujo proyectado se supone que tendrá una tasa de crecimiento “g” constante en el tiempo. De esta manera, el valor terminal se puede calcular de la siguiente manera (Fernández, 2008):

$$\text{Valor terminal} = \frac{CF_{n=5} (1 + g)}{(k - g)}$$

donde

k: tasa de descuento o interés (costo de oportunidad del capital)

g: tasa de crecimiento estable

Si bien en la práctica, el valor de la tasa de crecimiento puede ser estimado en función de la historia de la compañía o la industria en donde opera, dicho valor también puede calcularse en función de la tasa de crecimiento de la economía de un determinado país.

Los Flujos de Fondos Libres se calculan como la suma de la generación del negocio (EBITDA neto de impuestos a las ganancias asumiendo que la empresa se encuentra financiada 100% con capital propio o por los accionistas), las variaciones del capital de trabajo y las inversiones de capital (*Capex*). (Damodaran, 2006). El flujo de fondos libres permite obtener el valor total de la compañía, que al restarle la deuda a valores de mercado, se obtiene el valor del capital propio o equity (Fernández, 2008).

Existen diferentes alternativas para el cálculo del costo de oportunidad del capital o tasa de descuento. Las más utilizadas en la práctica son las denominadas Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) y el Valor Actual Ajustado (APV).

3.1.1 Modelo WACC

En la valuación por descuento de flujo de fondos, los mismos pueden ser descontados al costo promedio ponderado de capital (WACC). Esta tasa representa el costo promedio de financiación de sus activos a la que puede acceder una empresa en función del riesgo que se asume al invertir en ella.

Para poder estimar el costo promedio ponderado de capital es necesario calcular previamente el costo de oportunidad de la deuda (k_D) y el costo de oportunidad del capital propio (k_e). Es decir, el WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) se

calcula mediante la ponderación del costo de las acciones y el costo de la deuda en función de la estructura de capital de la compañía (Fernández, 2008).

Dicha tasa se calcula de la siguiente manera:

$$k_{wacc} = k_e * E / (D + E) + k_D * (1 - t) * D / (D + E)$$

donde

D: deuda

E: equity

t: tasa impositiva

k_D: costo de la deuda

k_e: costo del equity

El escudo fiscal o ahorro impositivo (*tax shield*) se ve reflejado en la fórmula por el factor 1-t. Este valor representa el menor pago de impuestos que efectúa una compañía debido a los intereses derivados de la deuda financiera.

El costo de capital de la deuda (k_D) refleja el costo de financiamiento derivado del riesgo de default o *spread* de la compañía en función de su calificación crediticia. Esta calificación crediticia está asociada con el ratio de cobertura de intereses (ej: EBITDA/intereses). Cuanto menor sea la calificación crediticia de una compañía, mayor será la rentabilidad exigida por los acreedores.

3.1.2 Modelo APV

En la metodología de APV (*Adjusted Present Value*), se realiza el desglose entre el valor puro del negocio suponiendo que la empresa no tiene deuda y el valor de los ahorros fiscales procedente de la estructura de capital de la compañía.

El valor puro del negocio se obtiene mediante el descuento del flujo de fondos libres a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (k_u) asumiendo que la empresa no tiene deuda. Al descontar el flujo de ahorro impositivo a la tasa k_u (tasa desapalancada), se obtiene el valor de los ahorros fiscales. Si al valor puro del negocio se le suma el valor de los ahorros fiscales se obtiene el valor de la empresa. (Fernández, 2008). Sin embargo, en este trabajo lo fundamental es valorar el capital propio.

Tanto para estimar la tasa de rentabilidad del negocio puro (k_u) como la tasa de rentabilidad del capital propio (k_e), se puede emplear el modelo CAPM (*Capital Assets Pricing Model*). En la valuación de Molinos Rio de la Plata S.A., al desarrollar sus actividades principalmente en economías emergentes, será necesario utilizar el modelo CAPM ajustado, dado que el mismo contempla la prima de riesgo país.

La fórmula que refleja el modelo es el siguiente (Damodaran, 2012):

$$k_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i + CRP$$

donde

r_f : tasa libre de riesgo

β_i : beta del activo "i"

$(r_m - r_f)$: prima de riesgo de mercado

CRP: prima de riesgo país

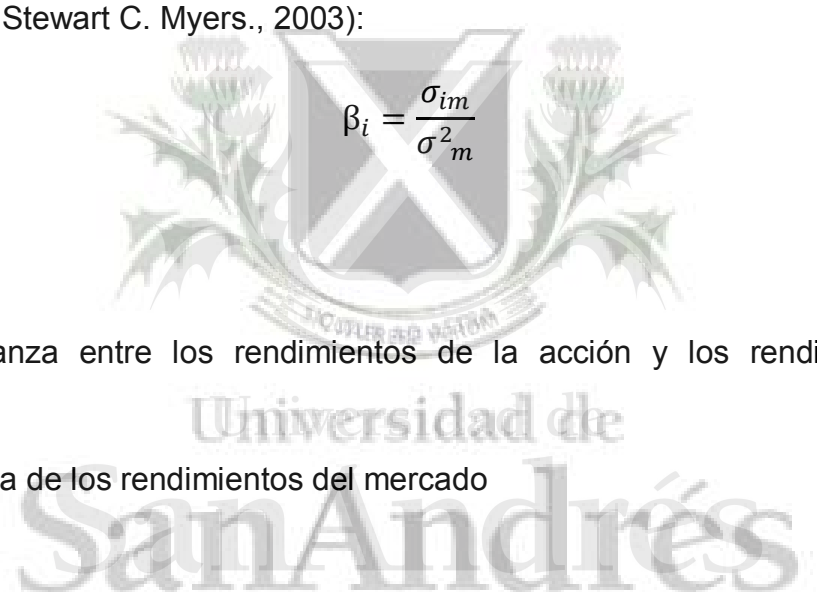
La tasa libre de riesgo (r_f) refleja el retorno esperado por inversiones sin riesgo. En la práctica, se utiliza comúnmente el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos como inversión libre de riesgo.

La prima de riesgo de mercado ($r_m - r_f$) refleja el rendimiento adicional por sobre la tasa libre de riesgo que espera un inversor por invertir en un conjunto de activos de riesgo representativos de la economía. En el presente trabajo, la prima de

riesgo de mercado se estimó como la diferencia entre los promedios aritméticos de los retornos históricos del índice de precios de S&P 500⁴(*Standard and Poor's 500*) y el de los Bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos a 10 años.

La prima de riesgo de mercado es ajustada por un coeficiente Beta que refleja la volatilidad o riesgo de un activo relativa a la variabilidad del mercado. Es decir, es el riesgo que agrega un activo en particular al riesgo de mercado total.

El coeficiente Beta puede estimarse en base al retorno histórico de las acciones de una compañía con respecto al retorno histórico del mercado (ej: índice de precios de S&P 500, Merval, etc.) a través de la siguiente fórmula (Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers., 2003):



$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

donde

σ_{im} : Covarianza entre los rendimientos de la acción y los rendimientos del mercado

σ_m^2 : Varianza de los rendimientos del mercado

Por medio del coeficiente Beta también se puede lograr comprender que tan riesgosa es una compañía derivado de su grado de apalancamiento financiero y operativo. De esta manera, la porción de riesgo derivado de la estructura de capital de la compañía se puede afectar y desafectara través de la siguiente fórmula (Damodaran, 2012):

$$\text{Beta apalancado} = \beta_u * (1 + (1-t)*(D/E))$$

donde

⁴Índice bursátil que está compuesto por las 500 empresas más representativas de los Estados Unidos

β_u : beta desapalancada

t: tasa de impuesto a las ganancias

D/E: Relación entre Deuda y Equity

La prima de riesgo país (CRP) representa la rentabilidad adicional por sobre la del CAPM que espera un inversor por realizar inversiones o actividades en un determinado país. En el caso de Molinos que opera en un mercado como la Argentina, se debe tener en cuenta el riesgo asociado a la inflación, riesgos políticos, barreras de entrada, inestabilidad económica, entre otros.

A partir de las metodologías descriptas anteriormente (Costo Promedio Ponderado de Capital y el Valor Actual Ajustado), se debería obtener un valor similar para la compañía.

3.2. Valuación mediante Múltiplos o Comparables

Según esta metodología, el valor de un activo se deriva del precio de mercado de activos comparables. (Damodaran, 2006)

La mecánica de valuación consiste básicamente en estimar el valor de una empresa o de su capital propio a partir del valor correspondiente a otra similar, el cual se ajusta para tener en consideración el tamaño de ambas empresas. (Damodaran, 2006)

Por lo general, los ratios financieros más utilizados para este tipo de análisis, y que se utilizarán en este trabajo, son los siguientes:

- **Múltiplo EBITDA (EV/EBITDA)**: este múltiplo relaciona el valor de mercado de la compañía (EV) sobre el EBITDA de la misma.

- **Múltiplo de ganancias (P/E):** este múltiplo es determinado por el ratio entre el precio de la acción en el mercado y la ganancia contable por acción (valor de libros).

Existen otros ratios financieros como el múltiplo según valor libros (Price/Book value) y el múltiplo según ventas (EV/Sales). En el primer caso se calcula como la relación entre el valor de mercado del equity y su valor contable y en el segundo caso se calcula como la relación entre el valor de mercado de la compañía y las ventas de la misma. El P/BV es utilizado generalmente para valuaciones de bancos y otro tipo de entidades financieras en donde la mayoría de los activos están valuados a mercado y por lo tanto el patrimonio contable refleja esa situación. Puede presentar problemas a la hora de valorar empresas con comparables en diferentes países ya que las normas contables de cada país pueden sesgar el análisis. En este sentido, muchas veces es importante ajustar los valores contables, por ej.: reservas técnicas para llevar a todas las compañías a la misma base de comparación. En cuanto al EV/Sales, si bien no es uno de los múltiplos más difundidos en la práctica, conceptualmente está mejor fundamentado que el Price/Sales porque recordemos que las Ventas son una medida global de la compañía en el sentido de que está por arriba de la línea de intereses y por lo tanto atañe a acreedores y accionistas. Dicho de otro modo, el Price/Sales de una compañía comparada con otra podría llevar a un error de valuación si tenemos en cuenta que es un múltiplo que no captura la estructura de financiamiento, por ej.: una empresa podría vender el doble que otra comparable al costo de tener un mayor apalancamiento financiero. Esto quedaría subsanado si en vez del Price, utilizáramos el valor de la firma (EV).

4. Valuación de Molinos Río de la Plata

4.1 Descuento de Flujo de Fondos Libres

4.1.1 Proyección de Flujos de Fondos

Para realizar la valuación de Molinos Río de la Plata, se utilizó la metodología de Flujo de Fondos Descontados a través del cálculo de los Flujos de Fondos de Libres descontados a la tasa de descuento k_{wacc} .

Para poder proyectar los Flujos de Fondos Libres, se tuvo en consideración la información proveniente del Balance de Molinos al 31 de Diciembre de 2014.

Ventas: Las proyecciones se realizaron en función del análisis de la historia de la compañía y la potencialidad de crecimiento a futuro de acuerdo a las variables macroeconómicas del mercado en el que operaba la firma a fin del año 2014. Básicamente, la compañía se enfoca en el negocio de graneles y productos alimenticios (Marcas). En base al margen de ganancia bruta sobre ventas de los últimos años, el negocio de marcas representa aproximadamente un 37% y el de graneles un 6% sobre el total de las ventas. Los ingresos provenientes del negocio de graneles derivan en su mayoría de las ventas en el mercado externo mientras que los ingresos del negocio de marcas derivan en su mayoría de las ventas en el mercado local.

El negocio de graneles está expuesto a la volatilidad de los márgenes de molienda que a su vez se ven afectados por cambios regulatorios, condiciones climáticas y la volatilidad de los precios internacionales de granos en general. Mientras que los niveles de rentabilidad del negocio de graneles tienen una mayor volatilidad debido a un alto apalancamiento operativo, la consistente posición de la compañía en el negocio de marcas con foco en marcas estratégicas de su portfolio de productos, permite compensar y fortalecer los indicadores de rentabilidad de la

compañía. Debido al contexto inflacionario del país, es importante que en el negocio de marcas, la compañía logre trasladar el aumento de los costos operativos al precio final para alcanzar y mantener niveles de rentabilidad adecuados dado que en los últimos cinco años la evolución del margen EBITDA y el margen neto han sufrido una fuerte caída.

Según el índice de precios implícitos calculados en el modelo, las ventas de los productos de alimentos del segmento de Molinos han estado creciendo en alrededor de 7pp por debajo de la inflación calculada por las consultoras privadas en los años 2012 y 2013 (18pp vs 25pp). Se estima que las ventas del segmento marcas de la compañía sigan creciendo en los próximos años al ritmo de la inflación más un 2,5% (aprox.) en términos de volumen consistentes con el crecimiento poblacional y el crecimiento histórico del PBI de Argentina de los últimos veinte años (promedio aprox. 3,5% - Orlando J. Ferreres & Asociados S.A.). La excepción se da para el año 2016, donde se estima una contracción del 2,5% en el volumen.

En cuanto al segmento graneles, se espera que el volumen cosechado incremente el nivel de molienda de oleaginosas acompañado de una reducción gradual en los gravámenes a las exportaciones de estos productos por nuevas políticas del Gobierno Nacional. A su vez, si bien a nivel general el crecimiento en el volumen de molienda se proyecta en términos decrecientes a partir del segundo año (del 3,5% al 1%), hay una marcada diferencia en el mix de cultivos. Esto se debe a que la Argentina debería pasar a un mix más diversificado en donde la soja perdería preponderancia a manos del maíz, el girasol y el trigo. Un poco la posibilidad de la eliminación de las retenciones totales a estos cultivos, exceptuada la soja apuntan a este objetivo.

Costos y otros Gastos: Para proyectar los costos de ventas de bienes y servicios prestados, se tomaron los rubros más significativos. Los salarios y combustibles (costos de producción) se proyectaron en función a la inflación de los próximos

cinco años. La compra de activos biológicos se tomó como un porcentaje en función a las ventas, lo cual se decidió proyectar en base a un 60% (aprox.). En cuanto a los gravámenes de exportación, se proyectó como un porcentaje en función de las ventas tomando como premisa la probable reducción de un 5% gradual en los próximos años. En este sentido, se proyectó que el margen bruto de ganancias sobre ventas en el segmento de graneles, se va ir fortaleciendo en los próximos años mientras que en el de segmentos de marcas dicho margen se mantendrá constante.

En referencia a la proyección del tipo de cambio, se consideró una depreciación promedio en niveles similares a la inflación, procurando mantener un tipo de cambio constante en términos reales. Se supone que las políticas monetarias apuntarán a bajar la inflación gradualmente a niveles de un dígito y mantener un tipo de cambio competitivo que no se aprecie en términos reales. (Informe de Consultora Privada de Servicios Financieros)

Con respecto a los gastos de administración y comercialización, se proyectaron en función a la inflación de los próximos cinco años.

Erogaciones en Bienes de Capital (Capex) y Capital de trabajo: En la proyección del capital de trabajo, se estimó un porcentaje en función al crecimiento de las ventas.

Capital de Trabajo	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Ventas	\$ 24.548.959	\$ 26.479.350	\$ 31.064.546	\$ 41.524.297	\$ 47.153.219	\$ 51.278.968
Costo de ventas	\$ 20.728.807	\$ 21.589.907	\$ 25.070.802	\$ 32.527.474	\$ 36.860.374	\$ 40.089.611
Capital de trabajo / Ventas	7,48%	9,32%	9,48%	9,83%	9,89%	9,91%
Días de cuentas a cobrar	28	30	30	30	30	29
Días de inventario	37	40	41	42	42	42
Días de cuentas a pagar	36	37	37	37	37	37
Ciclo de caja/conversión de Efectivo	29,0	33,6	33,9	35,0	35,0	35,0

Fuente: Elaboración propia basada en el Balance de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

En cuanto a la proyección del capex, también se estimó un monto de US\$ 20 millones por año que implican los desembolsos necesarios para no descapitalizar

la compañía pero seguir apostando un 100% al crecimiento orgánico, es decir, sin realizar adquisiciones. Como parámetro, el monto en pesos del capex es similar al 1% de participación en las ventas de la compañía.

4.1.2 Estimación de Tasas de Descuento (k_e , k_d , k_{wacc})

Cálculo del k_e

Como se mencionó en el capítulo anterior, para el cálculo del k_e se utilizó el modelo L-CAPM que contempla la prima de riesgo país, dado que la compañía desarrolla sus actividades principalmente en economías emergentes.

La fórmula que refleja el modelo es el siguiente:

$$k_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i + CRP$$

donde

r_f : tasa libre de riesgo

$(r_m - r_f)$: prima de riesgo de mercado

β_i : beta del activo "i"

CRP: prima de riesgo país

A continuación se expone los criterios seleccionados para cada una de las variables que componen la fórmula del L-CAPM:

➤ Tasa Libre de Riesgo

Se utilizó como tasa libre de riesgo el rendimiento del Bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. El valor a Diciembre del 2014 es de: 2,19% (Yahoo Finance. Consultado 05-04-2016).

➤ Prima de riesgo de mercado

Por lo general, para el cálculo de la prima de riesgo de mercado, se suele comparar el rendimiento histórico del índice S&P 500 con el rendimiento del bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años.

Los siguientes cuadros resumen el rendimiento histórico del S&P 500 y el de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años, considerando el promedio aritmético y geométrico aplicado a los distintos períodos:

Aritmetic Average	Annual Return on Investment	
Period	S&P 500	10-year T. Bond
1928-2015	11,41%	5,23%
1966-2015	11,01%	7,12%
2006-2015	9,03%	5,16%

Geometric Average	Annual Return on Investment	
Period	S&P 500	10-year T. Bond
1928-2015	9,50%	4,96%
1966-2015	9,61%	6,71%
2006-2015	7,25%	4,71%

Fuente: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Damodaran website) Consultado 08032016

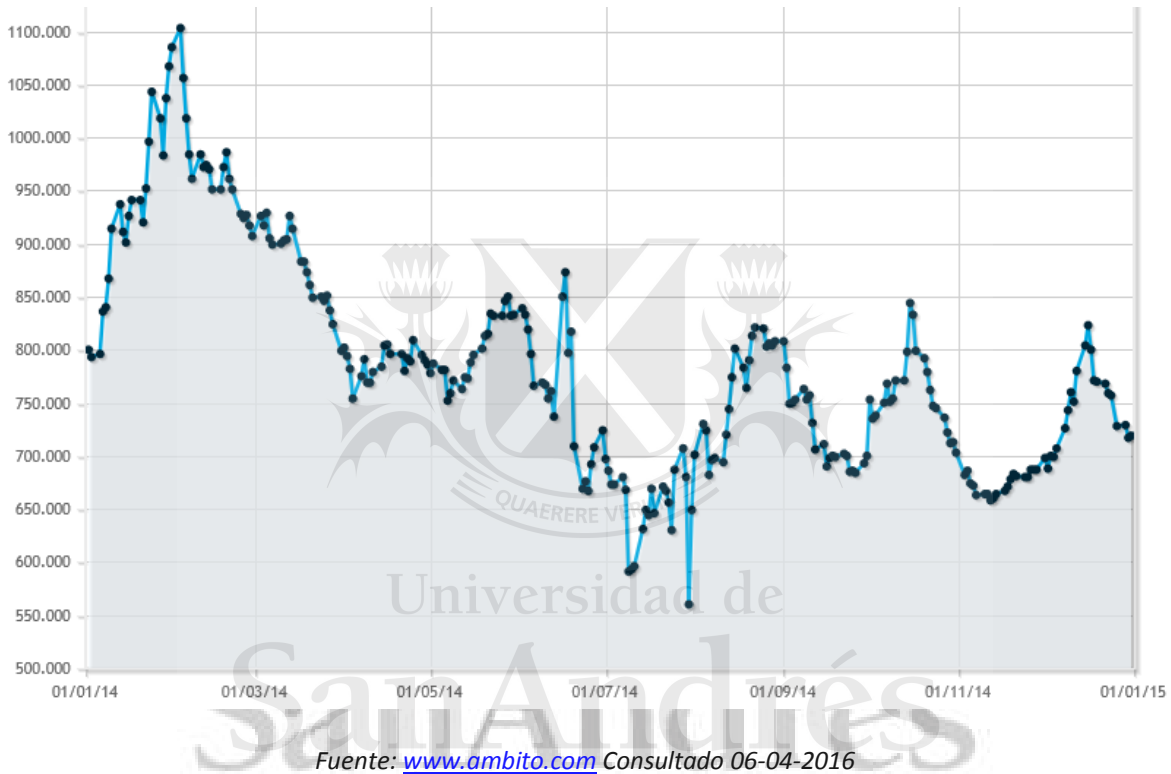
Para el presente trabajo, se consideró una prima de riesgo de mercado del 6,18% resultante del promedio aritmético aplicado al período de mayor extensión en el tiempo (1928-2015).

➤ Beta

A los efectos de esta valuación, la Beta utilizada para el cálculo del costo del capital propio (k_e) es de 0,70. (Standard & Poor's Ratings Services. Informe 2014 Consultado 29-01-2016)

➤ Prima de Riesgo País:

La prima de riesgo país es necesaria estimar para poder contemplar los riesgos de invertir en compañías que operan en mercados emergentes. Para una empresa que opera en la Argentina, el riesgo país a Diciembre del 2014 es de 719 puntos básicos (EMBI Argentina JP Morgan).

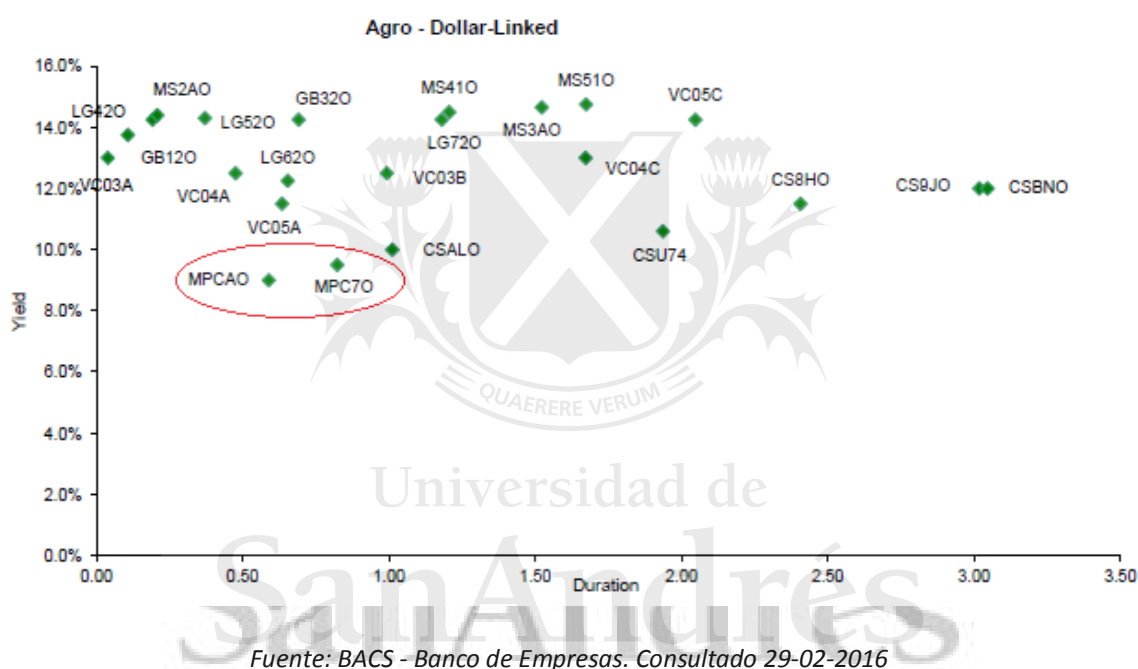


A partir de todos los cálculos realizados, se estimó el costo de capital para los accionistas que invierten en Molinos (k_e):

Tasa libre de Riesgo (R_f)	2,19%
Beta (B_e)	0,70
Prima de Riesgo de Mercado ($R_m - R_f$)	6,18%
Riesgo País (CRP)	7,19%
k_e	13,71%

Cálculo del k_d

En cuanto al costo de la deuda, se tomó el rendimiento promedio de las obligaciones negociables de Molinos en el mercado secundario. Es decir, en el caso de que Molinos fuese a emitir nueva deuda, se supone que la conseguiría a lo que se negociaron sus bonos en el último período de tiempo. En este sentido, el k_d utilizado para este trabajo es de 9,5% (6,18% después del *tax shield*). Para tal caso se tomaron las especies clase 7 y clase 10. La calificación de Molinos es AA+(arg).



Cálculo del k_{wacc}

Para poder estimar el costo promedio ponderado de capital (k_{wacc}), es necesario proyectar la estructura de financiamiento de la compañía.

A partir de la estrategia de la compañía de privilegiar la liquidez y reducir el nivel de endeudamiento a través de la venta de activos no estratégicos, es que se utilizó un valor objetivo de Deuda (45%) y Equity (55%) sobre el total del Capital para el cálculo de la k_{wacc} .

	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Deuda Corto Plazo (D)	\$ 2.220.378	\$ 2.677.813	\$ 3.780.064	\$ 5.288.409	\$ 5.868.542	\$ 6.245.628
Deuda Largo Plazo (D)	\$ 1.337.249	\$ 1.337.249	\$ 1.337.249	\$ 1.337.249	\$ 1.337.249	\$ 1.337.249
P.Netto (E)	\$ 1.772.123	\$ 2.870.451	\$ 3.678.249	\$ 5.670.060	\$ 8.700.109	\$ 12.151.863
Total Pasivos (D+E)	\$ 5.329.750	\$ 6.885.512	\$ 8.795.563	\$ 12.295.718	\$ 15.905.900	\$ 19.734.740
Deuda Total (D)	\$ 3.557.627	\$ 4.015.062	\$ 5.117.313	\$ 6.625.658	\$ 7.205.791	\$ 7.582.877
D/(D+E)	67%	58%	58%	54%	45%	38%
E/(D+E)	33%	42%	42%	46%	55%	62%

Fuente: Elaboración propia basada en el Balance de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

En base a todas las variables calculadas anteriormente, se obtuvo el k_{wacc} a través de la siguiente fórmula:

$$k_{wacc} = k_e \cdot E/(D+E) + k_D \cdot (1-t) \cdot D/(D+E)$$

k_D	9,50%
k_e	13,71%
$E/(D+E)$	55%
$D/(D+E)$	45%
t	35%
k_{wacc}	10,32%

Para estimar el valor terminal, se estimó un crecimiento a perpetuidad a una tasa constante de un 3,5% anual en función al promedio del crecimiento histórico del PBI de Argentina de los últimos veinte años (Orlando J. Ferreres & Asociados S.A. Consultado 08-03-2016).

En función de las variables explicadas para el cálculo del flujo de fondos, la tasa de descuento y el valor terminal, se calculó el valor presente del Equity de los accionistas que invierten en la compañía.

Molinos Río de la Plata							
En miles de \$	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	Valor Terminal
Flujo de Fondos Proyectado							
Ingreso por ventas	\$ 24.548.959	\$ 26.479.350	\$ 31.064.546	\$ 41.524.297	\$ 47.153.219	\$ 51.278.968	
Costo x ventas	\$ (20.728.807)	\$ (21.589.907)	\$ (25.070.802)	\$ (32.527.474)	\$ (36.860.374)	\$ (40.089.611)	
EBITDA	\$ 1.478.558	\$ 2.048.598	\$ 2.367.297	\$ 4.662.207	\$ 5.318.374	\$ 5.742.816	
Margen EBITDA	6,02%	7,74%	7,62%	11,23%	11,28%	11,20%	
Amortizaciones	\$ (182.096)	\$ (186.200)	\$ (258.400)	\$ (357.200)	\$ (395.200)	\$ (419.900)	
Impuesto a las Ganancias	\$ (453.762)	\$ (651.839)	\$ (738.114)	\$ (1.506.753)	\$ (1.723.111)	\$ (1.863.021)	
Generación del Negocio	\$ 1.024.796	\$ 1.396.758	\$ 1.629.183	\$ 3.155.455	\$ 3.595.263	\$ 3.879.796	
Capital de Trabajo	\$ 370.506	\$ (631.551)	\$ (477.246)	\$ (1.137.088)	\$ (579.916)	\$ (419.711)	
Capex	\$ (260.898)	\$ (196.000)	\$ (272.000)	\$ (376.000)	\$ (416.000)	\$ (442.000)	
Flujo de Fondos Libre	\$ 1.134.404	\$ 569.207	\$ 879.937	\$ 1.642.367	\$ 2.599.348	\$ 3.018.085	
TC (contado con liquidación)	\$ 8,2	\$ 9,8	\$ 13,6	\$ 18,8	\$ 20,8	\$ 22,1	
Flujo de Fondos Libre en U\$S		US\$ 58.082	US\$ 64.701	US\$ 87.360	US\$ 124.969	US\$ 2.209.964	US\$ 2.073.400

Valor Firma	US\$ 1.607.873
Deuda	US\$ 432.643
Equity	US\$ 1.175.229
WACC	10,32%
Crecimiento	3,50%
Precio x acción	US\$ 5
Precio x acción	\$ 39
Equity	US\$ 1.175.229
Equity	\$ 9.664
Precio de mercado x acción	US\$ 4
Precio de mercado x acción	\$ 36
Market Cap.	US\$ 1.096.452
Market Cap.	\$ 9.016
Variación (Equity/Mkt. Cap.)	7,18%
Acciones en circulación	250.448

*acciones en circulación y precio por acción expresado en millones

Como podemos observar en los cuadros anteriores, el valor del equity de Molinos por el método de flujo de fondos proyectado descontado a un costo de capital del 10,32%, nos da un valor aproximado de U\$S 1.175 millones o \$ 9.664 millones, lo que implica un *upside* del 7,18% con respecto al mercado.

	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
EBITDA	\$ 1.478.558	\$ 2.048.598	\$ 2.367.297	\$ 4.662.207	\$ 5.318.374	\$ 5.742.816
Margen EBITDA	6,1%	7,7%	7,6%	11,2%	11,3%	11,2%
Margen Neto	2,8%	4,1%	2,6%	4,8%	6,4%	6,7%
EBITDA/intereses financieros	2,9	4,7	4,9	10,3	13,2	16,2
Deuda Total/EBITDA	2,4	2,0	2,2	1,4	1,4	1,3

Fuente: Elaboración propia basada en el Balance de Molinos Río de la Plata al 31 de Diciembre del 2014

Se puede observar como el ratio Deuda Total/EBITDA tiende a disminuir a lo largo del tiempo acorde a la estrategia de la compañía de enfocarse en los negocios *core*, reduciendo el nivel de endeudamiento a través de la venta de activos no estratégicos y manteniendo sólidos niveles de rentabilidad y liquidez.

4.1.3 Análisis de sensibilidad

En las siguientes tablas se puede ver la sensibilidad del valor del equity con respecto a algunas variables. En el primer caso, es el típico indicador de crecimiento vs riesgo país, en donde la valuación se ve afectada de manera considerable por ambos. Recordemos algunas críticas al peso que tiene el valor terminal en la mayoría de las valuaciones. En este caso, el valor terminal representa aproximadamente el 79% del valor de la firma.

En la segunda tabla, se analiza el caso en el que la beta confluye a valores más cercanos a 1 (bajo la teoría de reversión a la media) y qué sucedería con diferentes valores de la soja en dólares.

		Crecimiento			
		1,50%	2,50%	3,50%	4,50%
Riesgo País	8,0%	US\$ 799.424	US\$ 917.980	US\$ 1.069.184	US\$ 1.268.677
	7,2%	US\$ 868.413	US\$ 1.002.196	US\$ 1.175.229	US\$ 1.407.754
	6,0%	US\$ 983.634	US\$ 1.145.149	US\$ 1.359.082	US\$ 1.655.893
	5,0%	US\$ 1.095.989	US\$ 1.287.389	US\$ 1.546.993	US\$ 1.919.161

		Beta			
		0,45	0,7	0,85	1
Soja US\$	250	US\$ 939.318	US\$ 758.729	US\$ 670.624	US\$ 594.079
	300	US\$ 1.421.799	US\$ 1.175.229	US\$ 1.054.942	US\$ 950.443
	350	US\$ 1.904.279	US\$ 1.591.730	US\$ 1.439.259	US\$ 1.306.806
	400	US\$ 2.386.760	US\$ 2.008.230	US\$ 1.823.577	US\$ 1.663.170

Fuente: Elaboración propia basada en el valor del equity de Molinos estimado en el flujo de fondos proyectado

4.2 Múltiplos Comparables

En la valuación por comparables, el valor de un activo se deriva del precio de mercado de activos comparables. Es decir, esta metodología se basa en el uso de referencias de mercado (compañías con cotización pública) permitiendo obtener estimaciones de valor de manera más sencilla y rápida que por el método de Flujo de Fondos Descontados.

Teniendo en cuenta que en el sector donde compite Molinos (sector agro y alimenticio), la mayoría de las empresas en la Argentina no cotizan en bolsa o no cuentan con información pública, es que se optó por buscar compañías internacionales representativas, las cuales cuentan en su mayoría con subsidiaria ("s") en Argentina. De todos modos, también se seleccionaron algunas compañías nacionales que cotizan en la bolsa de Buenos Aires para poder obtener otro punto de comparación pero que se encuentran en el sector de alimentos en un sentido más amplio.

En el presente trabajo, se calcularon los ratios financieros que son los siguientes:

- **Múltiplo EBITDA (EV/EBITDA):** este múltiplo relaciona el valor de mercado o capitalización bursátil de la compañía (EV) sobre el EBITDA de la misma.
- **Múltiplo de ganancias (P/E):** este múltiplo es determinado por el ratio entre el precio de la acción en el mercado y la ganancia por acción (valor de libros).

Como se mencionó en el apartado 3.2, no se tuvo en cuenta para el cálculo de comparables otros indicadores como por ejemplo Price/Sales, dado que este ratio no tiene en cuenta la estructura de financiamiento de la compañía, por lo cual una compañía que genere ventas sólidas y en crecimiento constante, puede no estar siendo rentable o encontrarse muy apalancada. Tampoco se tuvo en cuenta el Price Book Value, dado que el mismo por normas contables argentinas y sin el ajuste por inflación hace que sea poco relevante a la hora de comparar con compañías internacionales.

Para la base preparación de los múltiplos se relevaron los múltiplos disponibles en el sitio de Economática, los cuales tienen en cuenta los EE.CC. disponibles al 31-12-2014 y el precio de la acción a dicha fecha para calcular la capitalización bursátil. Los múltiplos de Molinos fueron calculados con los indicadores del año 2014 y la cotización de la acción al 31-12-2014.

A continuación se expone el resultado de los múltiplos según compañías comparables a partir del cual se compara con los valores de los ratios de Molinos:

MULTIPLS 2014		
COMPARABLES	MÚLTIPLO EBITDA (EV/EBITDA)	PER (MARKET CAP./RESULTADO NETO)
Bunge Ltd.	10,90	28,70
General Mills Inc.	13,70	22,22
Kellog Company	9,30	13,60
Sami	3,50	5,40
Ledesma S.A.	6,00	16,30
Promedio	8,68	17,24

MULTIPLS 2014		
	MÚLTIPLO EBITDA (EV/EBITDA)	PER (MARKET CAP./RESULTADO NETO)
Molinos	8,06	13,43
Upside / Downside	7,7%	28,4%

Como se puede observar en las tablas anteriores, las compañías comparables con Molinos se pagan 28,4x sus ganancias y 7,7x el EBITDA, en este último caso con la aclaración de que es el equity más la deuda financiera neta. A través de ambos múltiplos se observa que Molinos se encuentra subvaluada.

Con una ponderación del 50% a cada uno de los múltiplos y asumiendo que la deuda neta se mantiene constante, Molinos tendría una apreciación del 18%, llevando su capitalización bursátil a \$10.640 millones.

Variación por Múltiplos			
	EV / EBITDA	P/E	
Ponderación	50%	50%	
Upside / Downside	7,7%	28,4%	
Market Cap.	\$	9.016	
Fair Value	\$	10.640	18,0%
Valor Acción	\$	42,5	



5. Conclusiones

Luego de aplicar ambos métodos de valuación por flujos de fondos descontados y múltiplos o comparables, la compañía parecería estar subvaluada con un descuento superior al 7%. En el caso del método de flujo de fondos descontados, se llegó a un valor de equity de \$ 9.664 millones y un valor objetivo de acción de \$ 39. Para la valuación por múltiplos la empresa se estima que tiene un equity de \$ 10.640 millones y un valor objetivo de \$ 42,5 por acción. Si promediamos los dos métodos la empresa tendría un valor de equity objetivo de \$10.152 millones, lo que implica un *upside* de 12,6%.

Tenemos que recordar que Molinos opera en Argentina que es considerado un país emergente. Estos países se caracterizan por ser países con condiciones económicas cambiantes, entornos riesgosos y con mayor volatilidad que los mercados desarrollados. Estas economías a su vez se caracterizan por tener una fuerte vinculación con la producción de *commodities*. Es fundamental tener en cuenta lo anterior a la hora de elegir un método de valuación.

Desde un punto de vista estrictamente teórico el modelo de flujo de fondos descontados tiene un desarrollo mayor al de los múltiplos, su aplicación exige mayor tiempo y un armado de modelos financieros que puedan replicar la actividad de la compañía que se está valuando. A su vez, brinda la posibilidad de tener una mayor flexibilidad a la hora de la valuación, ya que a través de los *inputs* o supuestos se puede interpretar mejor una situación futura económica que difiera de la presente. Por el contrario, esta mayor flexibilidad implica que gran parte del modelo se basa en la subjetividad del analista cuyas variables pueden verse afectadas por una opinión sesgada (por ej.: muy optimista con el crecimiento a largo plazo) y distorsionar el análisis.

El método de múltiplos es muy práctico y a diferencia del anterior, no involucra de manera tan directa la subjetividad del analista. Requiere que se encuentren en el mercado empresas comparables con niveles de estructura y negocios similares.

Es particularmente deficitario a la hora de evaluar empresas de tecnología o “start-ups” cuyos comparables son difíciles de elegir. A su vez, la flexibilidad que tiene solo consiste en la elección de los comparables y los múltiplos, dejando poco espacio a los supuestos.

Si bien en el caso de Molinos ambas valuaciones van en la misma dirección, entiendo que la valuación por flujo de fondos descontados resulta más precisa para un entorno cambiante como el de Argentina. En este sentido, el análisis permite modelar las mejores condiciones económicas para el país y en particular para el sector agropecuario y alimenticio que se esperaban en el futuro a fines del 2014. Por otro lado, la dificultad para encontrar comparables en el entorno local puede sesgar el análisis al alza, ya que muchas de las empresas comparables operan en entornos menos riesgosos. Dicho de otra manera, un mayor descuento por operar en un país más riesgoso como Argentina, puede estar justificado.

Para concluir, se mencionan los siguientes aspectos que se tuvieron en consideración a la hora de confeccionar el modelo:

1. En la valuación por Flujo de Fondos Descontado, se tomó un precio conservador de la soja de U\$S 300 por tonelada obteniendo un valor por acción de \$ 39.
2. El 100% del incremento en las ventas, es a través del crecimiento orgánico y no considera posibles adquisiciones de otras compañías en el sector.
3. Uno de los supuestos es que Molinos podrá trasladar a los precios de venta los costos por inflación manteniendo adecuados márgenes de rentabilidad y liquidez. Esto puede ser puntualmente difícil durante algún año debido a condiciones macroeconómicas de características recesivas.
4. Es posible que la deuda del 9,5% anual en dólares, pueda ser refinanciada a tasas más bajas debido a las condiciones macroeconómicas y de negocios de la Argentina en un futuro.
5. Molinos debe seguir enfocada en mejorar los niveles de apalancamiento financiero, concentrándose en sus negocios *core* y aprovechando los flujos positivos de caja para cancelar parte de la deuda.

6. Bibliografía

- Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers. 2003. Principles of Corporate Finance. Boston: McGraw – Hill, New York.
- Damodaran, Aswath. 2006. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Stern School of Business, New York University.
- Damodaran, Aswath. 2012. Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Fernández, Pablo. Métodos de Valoración de Empresas, Universidad de Navarra, Documento de Investigación DI-771, 2008.
- Hawawini G. y Viallet C. 2010. Finance for Executives: Managing for Value Creation. South-Western Cengage Learning, 4th Edition.
- Pereiro, L. 2002. Valuation of Companies in Emerging Markets. A practical Approach. Wiley.
- Timothy A. Luehrman. 1994. Note on Adjusted Present Value. Harvard Business School. 9-293-092.
- Ámbito Financiero (<http://www.ambito.com>)
- Aswath Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)
- Comisión Nacional de Valores (<http://www.cnv.gov.ar>)
- Orlando J. Ferreres & Asociados S.A. (<http://www.ojf.com>)
- Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com>)

7. Anexos

Balance Molinos (en miles de pesos)	2013a	2014a
Propiedades, planta y equipo	\$ 1.833.906	\$ 1.655.249
Activos intangibles y plusvalías	\$ 275.233	\$ 301.458
Otros activos	\$ 1.059	\$ 105
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$ 212.406	\$ 397.096
Otros créditos no financieros	\$ 14.647	\$ 608
Otros créditos financieros	\$ 77.436	\$ 136.207
Activo por impuesto a las ganancias diferido	\$ 24.218	\$ 2.981
Total Activo No Corriente	\$ 2.438.905	\$ 2.493.704
Inventarios	\$ 1.837.304	\$ 2.091.707
Activos biológicos	\$ 273.943	\$ 76.753
Créditos impositivos y aduaneros	\$ 261.213	\$ 107.429
Anticipos, saldo a favor impuesto a las ganancias e impuesto a la ga	\$ 210.297	\$ 290.396
Otros créditos no financieros	\$ 88.394	\$ 41.490
Otros créditos financieros	\$ 218.171	\$ 158.656
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	\$ 712.235	\$ -
Cuentas por cobrar comerciales	\$ 1.665.982	\$ 1.861.540
Efectivo y colocaciones a corto plazo	\$ 1.287.094	\$ 1.140.352
Total Activo Corriente	\$ 6.554.633	\$ 5.768.323
Total Activo	\$ 8.993.538	\$ 8.262.027
Deudas financieras	\$ 2.333.907	\$ 1.337.249
Pasivo por impuesto a las ganancias diferido	\$ 37.139	\$ 172.128
Provisiones para juicios y reclamos	\$ 116.109	\$ 140.669
Total Pasivo No Corriente	\$ 2.487.155	\$ 1.650.046
Deudas comerciales	\$ 1.910.352	\$ 2.054.259
Deudas financieras	\$ 3.061.726	\$ 2.220.378
Deudas sociales y fiscales	\$ 330.321	\$ 510.844
Provisión impuesto a las ganancias	\$ 5.424	\$ 13.959
Otras deudas	\$ 67.218	\$ 40.418
Total Pasivo Corriente	\$ 5.375.041	\$ 4.839.858
Total Pasivo	\$ 7.862.196	\$ 6.489.904
Capital Social	\$ 250.448	\$ 250.448
Ajuste integral del Capital Social	\$ 230.499	\$ 230.499
Primas de Emisión	\$ 189.126	\$ 189.126
Reserva Legal	\$ 106.041	\$ 106.041
Reserva para futura distribución de utilidades	\$ 447.639	\$ 257.797
Resultados no Asignados	\$ (189.842)	\$ 671.134
Coberturas y diferencias de conversión de inversiones en subsidiarias	\$ 97.431	\$ 67.078
Total Patrimonio Neto	\$ 1.131.342	\$ 1.772.123
Total Pasivo + PN	\$ 8.993.538	\$ 8.262.027

Estados de resultados Molinos (en miles de pesos)	2013a	2014a
Ingresos por Ventas	\$ 20.281.888	\$ 24.277.994
Ingresos por prestación de servicios y otros ingresos	\$ 147.358	\$ 270.965
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 20.429.246	\$ 24.548.959
Costo de ventas de bienes y servicios prestados	\$ (18.224.641)	\$ (20.728.807)
Ganancia Bruta	\$ 2.204.605	\$ 3.820.152
Gastos de Comercialización	\$ (1.517.409)	\$ (1.899.644)
Gastos de Administración	\$ (431.860)	\$ (621.820)
Otros ingresos operativos	\$ 240.769	\$ 84.697
Otros gastos operativos	\$ (127.715)	\$ (126.200)
Resultado participación en asociadas y negocios conjuntos	\$ (13.229)	\$ 39.277
Resultado Operativo (EBIT)	\$ 355.161	\$ 1.296.462
Ingresos financieros	\$ 490.464	\$ 754.061
Costos financieros	\$ (990.880)	\$ (1.035.854)
<i>Intereses</i>	\$ (532.251)	\$ (513.747)
<i>Diferencia de Cambio</i>	\$ (458.629)	\$ (522.107)
Ganancia (Pérdida) del ejercicio antes de impuestos (EBT)	\$ (145.255)	\$ 1.014.669
Impuestos a las ganancias	\$ (44.587)	\$ (343.535)
Ganancia (Pérdida) neta del ejercicio	\$ (189.842)	\$ 671.134
EPS - Ganancias por Acción	\$ (0,76)	\$ 2,68
Cantidad de Acciones	250.448	250.448
EBITDA	\$ 535.165	\$ 1.478.558
Margen EBITDA	2,6%	6,1%
Margen Neto	-0,9%	2,8%
EBITDA/intereses financieros	0,5	2,9
Deuda Total/EBITDA	10,1	2,4

Indicadores financieros	2013a	2014a
ROIC	7,11%	16,09%
Margen	2,27%	3,49%
Rotación	3,1	4,6
Total	7,11%	16,09%
Apalancamiento Financiero	(2,36)	2,35
ROE	-16,78%	37,87%
Días de cobranza promedio	32	28
Días de cuentas a pagar	38	36
Activos Fijos / Activos Netos	46,48%	44,16%
Deuda / Capital	82,67%	66,75%
Financiación de Largo Plazo	53,09%	58,34%
Costo promedio de deuda	18,36%	29,12%
% de imp. a las ganancias	31%	34%
Costo promedio de deuda neto	12,73%	19,26%
Capital de trabajo / Ventas	10,80%	7,48%
Rotación de inventario	9,92	9,91
Días de Stock	37	37

