



VALORACION COMPARATIVA DE LA EMPRESA TODDY CROCANTES
PARA DETERMINAR VALOR DE FRANQUICIAS

MARTHA LUCIA ACOSTA RANGEL

UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONOMICAS
MAESTRIA EN FINANZAS
CALI
2012



VALORACION COMPARATIVA DE LA EMPRESA TODDY CROCANTES
PARA DETERMINAR VALOR DE FRANQUICIAS

MARTHA LUCIA ACOSTA RANGEL

Trabajo de grado para optar al título de Maestría en Finanzas

Director:

Doctor LUIS BERGGRUN P.

UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONOMICAS
MAESTRIA EN FINANZAS

CALI

2012

RESUMEN

Valorar una microempresa requiere el análisis de variables que le permitan al analista determinar un valor acorde tanto al sector como a las perspectivas del empresario. Como las microempresas no están inmersas en la bolsa de valores, no se puede recurrir directamente al beta, por ello se deben manejar supuestos que permitan aproximarse al verdadero riesgo y rentabilidad que implica manejar una microempresa en Colombia.

Toddy Crocantes es una microempresa ubicada en la ciudad de Popayán, cuyo objeto social es la producción y comercialización de comidas rápidas no americanas, nace en 1998, durante el transcurso de estos años se ha posicionado en el mercado, por ello el interés de su propietario de conocer ¿Cuánto vale Toddy Crocantes?. Para establecer el valor de la empresa se analizaron varias variables y se hace un énfasis especialmente en la materia prima que es la papa.

Como métodos de valoración se utilizó el Flujo de Caja Libre y el Valor Económico Agregado, con los cuales se establece un valor para la empresa y para las posibles franquicias.

PALABRAS CLAVES

Valor microempresa, tasa de descuento, flujo de caja libre, Valor Económico Agregado.

ABSTRACT

Measure up a small enterprise requires an analysis from variables that allow the analyst to establish some value according to both the industry and prospects of the entrepreneur. Because of small enterprises are engaged in the stock market, is not possible turn up to beta from a direct way, hence it is necessary to manage some assumptions that allow approximate at the true risk and at profitableness that involves managing some Colombian small enterprise.

Toddy Crocantes is a small enterprise located in Popayán city, whose social purpose is the production and marketing of non-American fast food. It was born in 1998, over the course of these years it has been positioned in the market, therefore the owner's interest is: Wich is the cost of Toddy Crocantes?. To measure the enterprise`s value this company analyzed several variables and take the emphasis in relation to the raw material wich is potato

As well as valuation`s methods were used the Free Cash Flow and the Economic Value Added, with which it set a value for the company and for potential franchisees.

KEYWORDS

Small enterprise value, discount rate, free cash flow, Economic Value Added.

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCION	8
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	10
2. OBJETIVOS	12
2.1 OBJETIVO GENERAL	12
2.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS	12
3. MARCO CONTEXTUAL	13
4. ANALISIS DE VARIABLES DEL ENTORNO	15
5. REFERENTES TEORICOS	19
6. VALORACION DE LA EMPRESA TODDY CROCANTES	24
7. CONCLUSIONES	34
ANEXOS	35
BIBLIOGRAFIA	41

LISTA DE CUADROS

	Pág.
Cuadro 1. Variación porcentual de los precios de los alimentos por grupos Enero-Noviembre	16
Cuadro 2. Precio de la papa parda en diferentes ciudades 2011	17
Cuadro 3. Indicadores de inflación al consumidor (a febrero de 2012)	18
Cuadro 4. Métodos de valoración	20
Cuadro 5. Ingresos por franquicias	27
Cuadro 6. Tasa mínima de rendimiento aceptable	28
Cuadro 7. Flujo de caja libre proyectado	29
Cuadro 8. Flujo de caja libre proyectado incluyendo valor de continuidad	29
Cuadro 9. Determinación del valor del patrimonio de los accionistas	29
Cuadro 10. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a ventas	30
Cuadro 11. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a tasa de descuento	31
Cuadro 12. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a costo de ventas	32
Cuadro 13. Combinación de variables críticas	32
Cuadro 14. Valor Económico Agregado	33

TABLA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Imagen de Toddy Crocantes	13
Figura 2. Inflación al consumidor por origen	15
Figura 3. Comportamiento histórico de los precios de la papa 2011	16
Figura 4. Inflación total del consumidor	17
Figura 5. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a ventas	30
Figura 6. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a tasa de descuento	31
Figura 7. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a costo de ventas	32

INTRODUCCION

La empresa Toddy crocantes cuyo producto principal es las papas fritas con receta especial, tiene un posicionamiento en el mercado, el cual ha llamado la atención de otros empresarios, quienes solicitan tener acceso a dicho producto para venderlo en otras ciudades y/o pueblos cercanos. Teniendo en cuenta el interés del dueño en valorar su empresa y determinar el precio de una franquicia, se ha determinado realizar un trabajo que consiste en establecer dos métodos de valoración para determinar un valor adecuado de la empresa y encontrar un valor apropiado de franquicias.

Los métodos a utilizar son Flujo de Caja Libre y Valor Económico Agregado.

La mayoría de teorías relacionadas con valoración de empresas, toma siempre el valor de la acción y beta, sin embargo, esta valoración será especial porque se trata de una microempresa, que no cotiza en la bolsa de valores pero que tiene una gran oportunidad de crecimiento.

El presente trabajo se ha dividido en los siguientes capítulos:

1. Capitulo 1. Planteamiento del problema: se busca identificar cual es el problema objeto de estudio.
2. Capitulo 2. Objetivos: son los parámetros que guiarán el trabajo.
3. Capitulo 3. Marco contextual permite conocer las características de la empresa Toddy Crocantes.
4. Capitulo 4. Análisis de variables del entorno. Hace un breve recuento de las variables más importantes que pueden afectar el proyecto.

5. Capítulo 5. Referentes teóricos: presenta brevemente un marco teórico sobre el cual se elabora el trabajo.
6. Capítulo 6. Valoración de la empresa TODDY Crocantes. Se explica el proceso que permitió valorar la microempresa.
7. Capítulo 7. Conclusiones: se presentan las conclusiones generales producto del proyecto.

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Toddy crocantes es una microempresa dedicada a la producción y comercialización de comidas rápidas no americanas, se ha destacado en la ciudad de Popayán por el buen sabor y consistencia en especial de las papas fritas. El dueño se encuentra interesado en promocionar la venta de franquicias de su empresa con el propósito de abrir nuevos mercados. Por esta razón se requiere una valoración de la empresa que le permita involucrar las expectativas de crecimiento y valorar el conocimiento de su negocio, y así poder determinar el valor de las franquicias que piensa promocionar.

Si no existe una valoración para esta microempresa no habrá una forma de determinar el conocimiento y las proyecciones que actualmente tiene la empresa, motivo por el cual no se le daría un valor adecuado a las franquicias.

A nivel de métodos para valorar empresas es importante reconocer que la mayoría de las empresas que participan en las bolsas de valores se facilita su cálculo por qué se puede determinar el valor de la acción y los betas de la empresa. Sin embargo, para el caso de las empresas que no participan en la bolsa de valores y que no son de sociedad anónima o no están divididas por acciones, es necesario establecer formas de evaluar el costo del capital para poder establecer un valor acorde de la empresa.

Para realizar un trabajo de valoración de ésta empresa es necesario tener en cuenta lo siguiente:

- Método: Mixto, incluye aspectos cuantitativos y cualitativos.

- Tipo de Estudio: Descriptivo
- Fuentes a utilizar: Primarias y secundarias
- Instrumento utilizado: Entrevista y análisis de documentos proporcionados por la empresa.
- Aplicación de los métodos para determinar el valor de la empresa: Flujo Libre de Caja y Valor Económico Agregado.
- Análisis de la información y conclusiones.

2. OBJETIVOS

2.1 OBJETIVO GENERAL

Valorar la empresa Toddy crocantes desde el punto de vista del flujo de caja y del Valor Económico Agregado (EVA) para establecer el precio de una franquicia.

2.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Establecer un marco contextual de las variables que afectan la valoración de la empresa Toddy Crocantes.
- Establecer unas condiciones fundamentadas que permitan proyectar el flujo de caja libre para valorar la empresa
- Determinar un valor para la empresa Toddy Crocantes.

3. MARCO CONTEXTUAL

La Ciudad de Popayán tiene un bajo desarrollo económico por factores culturales, escasa iniciativa empresarial del Payanés y la fuerte dependencia del sector oficial como principal generador de empleo. La ciudad no posee gran número de industrias ni es centro importante para el acopio de la producción de bienes primarios de la región, a pesar de que posee productos agrícolas, estos por lo general no pasan por un proceso industrial. Popayán con proyección al 2010, cuenta con 265.7002 habitantes (DANE, 2005), la mayoría de ellos realizan sus diversas diligencias alrededor del centro de la ciudad donde se encuentran ubicados: el Parque Caldas, que es el lugar donde se congregan los bancos, Alcaldía, Gobernación, Centros Comerciales, el lugar donde se focaliza el mayor número de personas es el centro y en este espacio se encuentra el centro comercial Anarkos, con 600 locales y dentro de ellos se encuentra la empresa Toddy Crocantes, motivo por el cual es un sitio bastante concurrido.

NOMBRE DE LA EMPRESA: TODDY CROCANTES

Figura 1. Imagen de Toddy Crocantes



LEMA: Calidad y sazón hechas sabor.

PROPIETARIO: Jesús Amado
Ramos Yule

TIPO DE EMPRESA: Persona natural,
régimen simplificado.

UBICACIÓN: Centro comercial ANARKOS, plazoleta interior local 11. Ciudad de Popayán. Departamento del Cauca. Colombia.

HISTORIA

Esta empresa inicia su producción en septiembre de 1998 con el nombre inicial de DOBLE AA CAFETERIA-S, desde septiembre de 2005 se cambió a la actual razón social, cuenta con 6 trabajadores (4 operarias y 2 administrativos).

Los productos que produce son comidas rápidas no americanas: papas a la francesa y con ella organiza una serie de combos con salchicha, pollo y carne.

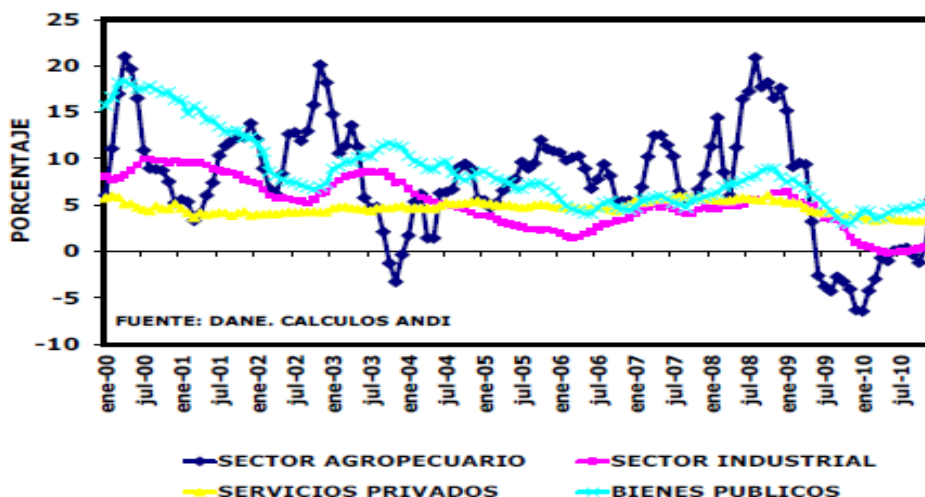
Las materias primas que básicamente utiliza la Microempresa en su proceso de transformación para obtener el producto final son: papa de primera calidad, aceite, salchicha, salsas, sal y empaques desechables. La materia prima que más variación de precio tiene es la papa.

La Microempresa para la obtención del producto estrella papa a la francesa, desarrolló la siguiente técnica: inicialmente se utilizaron recetas establecidas, posteriormente se manejó la técnica de prueba-error. En su última etapa un programa televisivo dio a conocer de manera profesional, la producción de papas a la francesa. Con la mezcla de estas tres fuentes de conocimiento TODDY CROCANTES obtuvo un producto de óptima calidad y gran demanda con receta especial y diferenciadora. (Anexo A historial gráfico del progreso de Toddy Crocantes). En cuanto a su Infraestructura Tecnológica: Cuentan con la infraestructura necesaria para brindar una buena atención a los clientes y realizar el proceso de la papa. Estas son: fritadores industriales, peladores industriales.

4. ANALISIS DE VARIABLES DEL ENTORNO

Es importante realizar un análisis a los cambios en la materia prima, teniendo en cuenta que Toddy crocantes tiene como materia prima principal la papa, donde factores como el clima hacen que el precio sea volátil como se puede observar en la gráfica 2 del año 2010 “la inflación estuvo jalonada por los precios de los bienes de origen pecuario (5,6%)... el impacto de la ola invernal se reflejó en un fuerte aumento en el mes de diciembre de los precios de los bienes de origen agropecuario, los cuales crecieron 4,0%” (ANDI, 2010). Adicionalmente a ello la estacionalidad de la producción, el hecho de que sea un producto perecedero, poca capacidad de almacenamiento de la papa, son factores que contribuyen a una alta volatilidad en su precio y para el caso de Toddy crocantes es una variable crítica porque no es fácil proyectar precios a esta materia prima.

Figura 2. Inflación al consumidor por origen. Variación anual 2010.



Fuente: Informe ANDI Balance 2010 y perspectivas 2011. P.57

En los siguientes cuadros tomados del boletín semanal (SIPSA, 2011) se puede apreciar la variación porcentual de los precios de los alimentos por grupos, en el

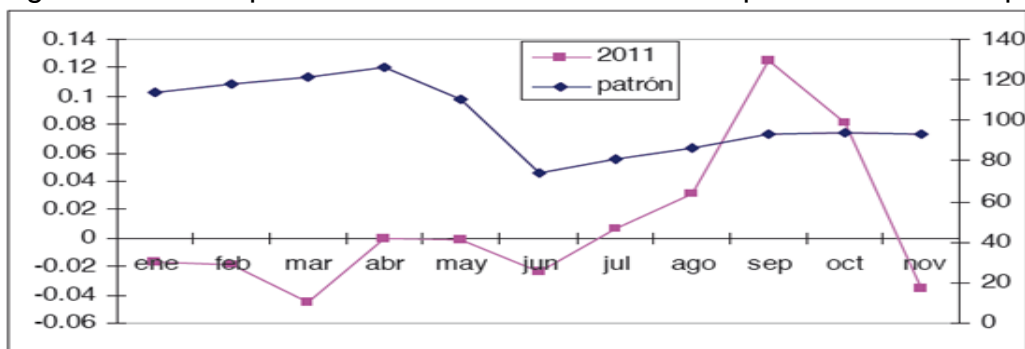
caso de la papa que se encuentra dentro de los tubérculos, en el año 2008-2009 su variación fue bastante alta, mientras que en el 2010 se redujo sustancialmente y para el 2011 volvió a subir considerablemente, afectando el comportamiento de costos dentro de las empresas que utilizan ésta materia prima. De igual forma los cambios son bruscos para el 2011 (figura 3), donde se evidencia una entrada en enero baja que se mantiene hasta abril, se estabiliza en mayo, vuelve a bajar en junio y luego comienza la subida bastante prolongada hasta septiembre, donde nuevamente comienza a bajar. Esta situación hace que las empresas deban mantener un precio al público que no se puede afectar por los precios de la materia prima, ya que no pueden estar variando cada mes el precio de sus productos, por ello, es la empresa que sacrifica ganancias cada vez que el precio de la papa sube.

Cuadro 1. Variación porcentual de los precios de los alimentos por grupos Enero- Noviembre

	2008	2009	2010	2011
Total	13,65	-2,30	5,14	5,54
Cereales	40,93	-15,66	1038	4,14
Tubérculos	13,62	18,5	3,25	9,44
Hortalizas	16,6	-6,17	11,75	-1,04
Frutas	24,24	2,51	12,55	20,91
Varios	2,66	3,77	11,59	3,18

Fuente: Trade Map – International Trade Center, noviembre de 2011. Cálculos: CCI

Figura 3. Comportamiento histórico de los precios de la papa 2011



Fuente: SIPSA, Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural – CCI. Cálculos: CCI

La empresa Toddy Crocantes utiliza para sus productos la papa parda de alta calidad, al comparar con otras ciudades, como se puede evidenciar en el siguiente cuadro (SIPSA, 2011), la ciudad de Popayán cuenta con un valor bastante alto comparada con otras ciudades como Pasto, Cali, entre otros.

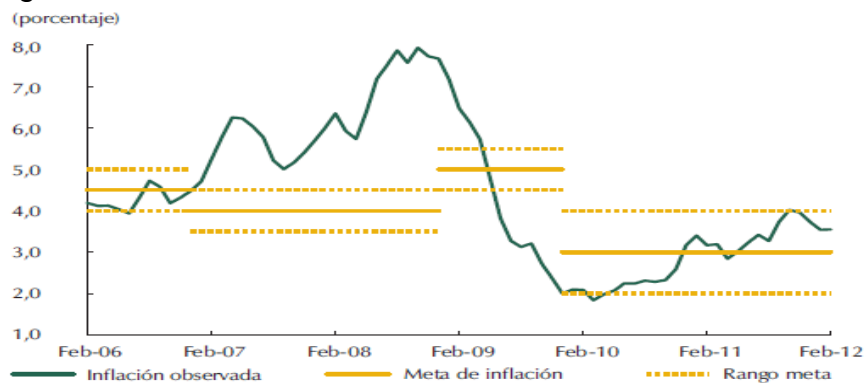
Cuadro 2. Precios de la papa parda pastusa en diferentes ciudades 2011

MERCADO	PRECION MINIMO	PRECION MAXIMO	PRECION MEDIO	TENDENCIA
Bogotá Corabastos	973	1073	1013	-
Cali Cavasa	860	1560	1183	+
Cali Santa Elena	767	1361	1058	--
Pasto	610	873	706	-
Popayán	1000	1000	1000	--

Fuente. SIPSA. 2011.

Como se puede apreciar, la materia prima que se convierte en una variable crítica para la empresa Toddy Crocanes es la papa y relacionada con esta es necesario involucrar en el proyecto la inflación, para lo cual se tendrá en cuenta las perspectivas del Banco de la República (Banco de la República, 2012) de Colombia para el año 2012, así:

Figura 4. Inflación total al consumidor 2006-2012



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Cuadro 3. Indicadores de inflación al consumidor (a febrero de 2012)

Descripción	Ponderación	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Ene-12	Feb-12
Total	100	3,17	3,19	3,23	3,73	3,73	3,54	3,55
Sin alimentos	71,79	2,82	2,90	2,91	2,98	3,13	3,00	3,10
Alimentos	28,21	4,09	3,93	4,08	5,71	5,27	4,94	4,70
Perecederos	3,88	10,96	3,09	5,27	13,54	7,73	6,39	5,69
Procesados	16,26	2,32	3,48	3,30	4,09	4,50	4,05	3,94
Comidas Fuera del hogar	8,07	4,52	5,17	4,97	5,26	5,59	5,93	5,65
Indicadores de inflación básica								
IPC sin alimentos		2,82	2,90	2,91	2,98	3,13	3,00	3,10
IPC sin alimentos ni regulados		1,79	1,80	2,06	2,01	2,38	2,35	2,39
Promedio de todos los indicadores		2,61	2,65	2,86	2,85	3,15	3,03	3,05

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

El informe afirma que se espera una moderación del crecimiento económico, la Junta Directiva del Banco de la República impedirá el desbordamiento del crédito y tratará de mantener las expectativas de inflación, que para el año 2012 está entre el 2 - 4% “La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados solo aumentará un poco a lo largo del 2012, para luego descender el año siguiente. Algo similar deberá acontecer con otros componentes del IPC altamente sensibles a la demanda, como comidas fuera del hogar”. (Banco de la República, 2012). Por otro lado el componente porcentual de estos ítems es del 8,07%, combinados con la volatilidad del producto principal para el caso de la papa es un determinante para que las proyecciones de Toddy Crocantes se utilice el 4% como inflación permanente durante los 5 años.

5. REFERENTES TEORICOS

Para realizar una correcta valoración se debe tener en cuenta la empresa a valorar, la persona o entidad que valora y el contexto o las circunstancias en que se valora. Para el caso de Toddy crocantes, se considera sus características de microempresa y el interés de realizar franquicias de su producto alimenticio estrella las papas fritas.

VALOR (AGUILERA, 2005) “es el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar, deleite o para satisfacer necesidades. El valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios”. “Todo valor ... se expresa en dinero ... el valor es diferente del precio y del coste de los bienes”. Para determinar el valor de Toddy crocantes se tendrá en cuenta el punto de vista del valor económico de la empresa. Se busca entonces ubicar coste de los bienes, un valor y por último determinar un precio, no para la venta de la empresa sino para la promoción y venta de las franquicias. Dado que el proceso de valoración tendrá de una u otra manera aspectos subjetivos, el valor de la empresa se verá afectado por ello.

Para el caso de Toddy Crocantes se centrará en el valor económico de la empresa, este se refiere a “la capacidad de un activo para aportar una corriente de flujo de caja después de impuestos para los accionistas, y resulta determinado mediante la evaluación de los flujos de caja, futuros potenciales y sus riesgos asociados, o también está reflejado a través del valor económico agregado, el cual es medido por la utilidad económica. El valor económico es un concepto orientado al futuro”, es “dinámico”. (JARAMILLO BETANCOURT, 1998). Por otro lado considerando a (VALLS MARTINEZ, 2001) y para el caso que nos ocupa, se

tendrá en cuenta los métodos basados en la capacidad de generación de rentas de la empresa, así el valor de la empresa viene dado por la capacidad de ésta de generar rentas o flujos de caja futuras.

Los métodos de valoración, se pueden clasificar en seis grupos (FERNANDEZ, 2005):

Cuadro 4. Métodos de valoración.

BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash flow	EVA	Black y
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Scholes Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash flow	CFROI= Rentabilidad interna de la inversión sin tener en cuenta la inflación	Aplazar la inversión Usos alternativos
	Otros múltiplos	Otros	APV = Valor actual ajustado		

Fuente: Pablo Fernández. Valoración de Empresas. Pág. 27

Existen varios métodos de valoración, pero, actualmente se "recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto" (FERNANDEZ, 2005) en estos métodos se basará este trabajo para valorar la empresa.

En el marco de las microempresas la rentabilidad exigida a un activo es el dato más importante y difícil de establecer puesto que las empresas con estas características no están inmersas en las bolsas de valores, no son de sociedad

anónima para dividir las en acciones, por tanto no es fácil obtener beta (β). (FERNANDEZ, 2005), para el caso que nos ocupa, no se buscará un beta sino que se determinará la tasa de descuento para el inversionista y luego se determinará la Tasa mínima de rendimiento aceptable (WACC).

El valor de una empresa está afectado por 3 variables (LEON GARCIA, 2003):

- El flujo de caja esperado
- La tasa de descuento
- El crecimiento esperado del flujo de caja

Para el caso de Toddy Crocantes, se tendrá en consideración que es un empresario no diversificado donde lo que importa es el valor de la empresa dado el riesgo total de la misma (FUENZALINDA, MONGRUT, & NASH, 2007) esto asumiendo que el dueño de Toddy crocantes es un empresario con menor aversión al riesgo ya que ha colocado su dinero únicamente en este proyecto, para ello, se realizó al señor Jesús Amado Ramos Yule (propietario) la práctica del cuestionario de Aversión al riesgo tomado de The Wall Street Journal 1998 by Dow Jones & Company, el cual arrojó un dato de 19 puntos, colocándolo en la categoría de riesgo moderado.

“Dixit y Pindyck (1994), han aplicado el enfoque Opciones Reales en el contexto incompleto empleando un enfoque que de programación dinámica. Pero como ellos mismos reconocen, se debe suponer una tasa de descuento para estimar el valor del proyecto porque no hay ninguna teoría para estimar la tasa de descuento

ajustada por el riesgo”. (FUENZALINDA, MONGRUT, & NASH, 2007). Atendiendo a esto, se preguntó al dueño de la empresa cual considera él que es su tasa de oportunidad, a lo cual el afirma que la tasa de oportunidad en épocas austeras es de 20% y en épocas regulares es del 14%. Es de anotar que el señor Jesús Ramos esta actualmente estudiando su último semestre como Administrador de Empresas en la Universidad del Cauca, por tanto estos temas no le son ajenos, además tiene la experiencia desde más de 10 años de estar involucrado en los negocios y está pendiente de su competencia y aspectos económicos como el cambio de precio en materias primas y demás.

Lo anterior nos permite afirmar que “la perspectiva hecha a la medida intenta evaluar directamente el riesgo del proyecto utilizando la información de los administradores, empresarios y expertos acerca de la propuesta de inversión. En este sentido, hace mayor hincapié en la experiencia y el conocimiento de los empresarios acerca del proyecto”. (FUENZALINDA, MONGRUT, & NASH, 2007) Estas a su vez permiten determinar las variables críticas del proyecto, para encontrarlas fue necesario entrevistar al propietario y en el siguiente capítulo se encuentra su aplicación.

Como segundo método para calcular el valor de la empresa se considera el Valor Económico Agregado (EVA) o “ganancia Económica es la diferencia entre la utilidad operativa después de impuestos que una empresa obtiene y la mínima que debería obtener” (LEON GARCIA, 2003). Para ello se utilizará la siguiente fórmula:

$$\text{EVA} = \text{Activos netos de operación} * (\text{rentabilidad del activo neto} - \text{costo de capital})$$

Como el propósito de la valoración es con fines de franquicia, se tendrá en cuenta el concepto de la asociación internacional de Franquicias, IFA (GORDILLO, 2010) Define la franquicia como “un método de comercialización de productos y servicios...la operación de franquicias es una relación contractual en que el franquiciador y el franquiciado, en la cual el primero ofrece y está obligado a mantener un interés continuo en el franquiciador, cede a la otra, el franquiciado, a cambio de una contraprestación financiera directa o indirecta, el derecho a la explotación de una franquicia para comercializar determinados tipos de productos y/o servicios y que comprende por lo menos los siguientes beneficios:

- El uso de una denominación o rótulo común, y una presentación uniforme de los locales y/o de los medios de transporte objeto del contrato.
- La comunicación por el franquiciador, al franquiciado, de un *Know How*.
- La presentación continua por el franquiciador, al franquiciado, de asistencia comercial o técnica durante la vigencia del acuerdo”

Para el caso concreto de Toddy Crocantes el tipo de franquicia a manejar será de formato de negocio, el cual hace referencia a que “el franquiciado opera un negocio idéntico al del franquiciante, con su marca y sistema de operación. A cambio paga un derecho y/o regalías periódicas.” (ARBOLEDA, CORTES, & JIMENEZ, 2002)

6. VALORACION DE LA EMRPESA TODDY CROCANTES

Para la aplicación de lo expuesto en los capítulos anteriores en relación a las variables a tener en cuenta para la valoración (con base a la entrevista al dueño de la empresa, Jesús Ramos. Ver anexo B.), en el caso de Toddy Crocantes las variables del negocio son:

- Materia Prima: papa.
- Mano de obra no calificada.
- Falta de local propio.
- Localización del local actual.
- Competencia.
- Franquicias.

En este proceso de reestructuración al cual debe someterse la empresa Toddy Crocantes es importante resaltar que actualmente es régimen simplificado y para apoyar el proceso de franquicias, debe demostrar una mejor organización y garantías para quienes compren la franquicia, por lo cual deberá hacer el proceso de cambio al régimen común, esto implica una reestructuración para el manejo de IVA, pago de impuesto de renta entre otros. El modelo de proyección de flujo de caja libre se realizó teniendo en cuenta esta estructura.

Considerando las recomendaciones de Fuenzalinda y otros autores, para la valoración de la empresa se tendrá en cuenta los siguientes supuestos:

- No hay impuestos personales.

- La empresa no está financieramente restringida
- Existe una tasa libre de riesgo.
- La empresa es un proyecto independiente.
- El impulso de la empresa es fruto de su capital, por tanto tiene un único proyecto.
- En conjunto con el empresario, se toma como supuesto una tasa de oportunidad del 18%.
- Con el anterior parámetro se establece una Tasa de Rendimiento mínima aceptable (WACC) de 17,34%, con la cual se descontarán los flujos de caja.

Para el caso de la empresa Toddy Crocantes y para efectos de la proyección del Flujo de Caja se predeterminará el nivel de la deuda existente a lo largo del tiempo en unidades monetarias ya que el empresario no está diversificado y si este tipo de empresarios se endeuda, no suelen tener la capacidad de endeudarse permanentemente (FUENZALINDA, MONGRUT, & NASH, 2007).

Se debe tener en cuenta que el negocio de la franquicia le permitirá a Toddy Crocantes ampliar su mercado, obtener mayor publicidad, compra y venta de productos a escala entre otros. Por otro lado también se tuvo en cuenta que el consumo per cápita de un Colombiano según la Federación de productores de papa para el años 2006 fue de 62 kilos anuales, siendo uno de los productos que más se consume en el país. Para el caso de Toddy crocantes este factor es bueno porque la papa es un producto que culturalmente gusta mucho, además los precios son asequibles a todos los estratos, las anteriores razones y de acuerdo al a experiencia del empresario permiten proyectar un crecimiento en ventas del 6%. El porcentaje es bajo teniendo en cuenta el crecimiento que ha tenido en años anteriores, sin embargo las nuevas condiciones como cambio de local, incremento

de precios por el IVA pueden afectar este crecimiento y para el efecto de la valoración el empresario determinó algo moderado el crecimiento.

De acuerdo al análisis de la información entregada por la empresa Toddy Crocantes se tiene en cuenta los siguientes supuestos financieros:

- Inflación a utilizar 4% (Teniendo en cuenta las proyecciones del Banco de la República)
- Impuesto de IVA, para el caso de la empresa en cuestión los productos se encuentran catalogados para el pago del 16%, con la salvedad de que este producto no tiene descuento de IVA por compras porque la materia prima como la papa no paga el impuesto.
- Crecimiento en ventas 6%, como se explicó anteriormente, este es el valor de crecimiento que de acuerdo a las condiciones y experiencia del empresario se determinó.
- Activos corrientes (inventarios) /ventas 33%, esto teniendo en cuenta que son productos perecederos.
- Pasivos corrientes 8%, por ser una microempresa, el valor del crédito a cancelar en un corto tiempo es bajo, ya que los créditos que a la fecha el señor Jesús ha realizado, lo ha hecho a 48 meses.
- Activos Fijos netos/ventas 37%.
- El costo de ventas representa uno de los más altos costos, está ubicado en 42%, especialmente por la volatilidad del precio de la papa.
- Gastos administrativos y generales/ventas, el promedio es de 21%, esto teniendo en cuenta el poco personal que tiene la empresa.
- Tasa de depreciación: 10% esto teniendo en cuenta la depreciación en línea recta que actualmente tiene la empresa.

- Interés de la deuda 22%, promedio de interés que actualmente cancela el empresario por el crédito a 48 meses.
- Tasa de impuesto: 33% establecida por el gobierno colombiano.
- Tasa de pago de dividendos. Actualmente es 0% ya que el propósito es reunir los fondos suficientes para acceder a un crédito y/o tener la capacidad de compra de un local propio.

Cuadro 5 . Ingresos por Franquicias.

INGRESOS POR FRANQUICIAS	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
Franquicia 1	10.449.811	5.631.471	5.856.730	6.090.999	6.334.639
Franquicia 2		10.867.803	5.856.730	6.090.999	6.334.639
Franquicia 3			11.302.516	6.090.999	6.334.639
Franquicia 4				11.754.616	6.334.639
Franquicia 5					12.224.801
TOTAL INGRESOS	10.449.811	16.499.275	23.015.976	30.027.615	37.563.358
EGRESOS POR FRANQUICIAS	(cursos de capacitación y seguimiento para el primer año, para los otros años únicamente seguimiento)				
Franquicia 1	5.000.000	2.080.000	2.163.200	2.249.728	2.339.717
Franquicia 2		5.200.000	2.163.200	2.249.728	2.339.717
Franquicia 3			5.408.000	2.249.728	2.339.717
Franquicia 4				5.624.320	2.339.717
Franquicia 5					5.849.293
Publicidad	1.250.000	1.820.000	2.433.600	3.093.376	3.802.040
TOTAL EGRESOS	6.250.000	9.100.000	12.168.000	15.466.880	19.010.202
DIFERENCIA	4.199.811	7.399.275	10.847.976	14.560.735	18.553.157

Fuente: El presente proyecto

Para determinar el valor de la franquicia, primero se hizo el modelo con un supuesto, al finalizar el proceso se adecuó al 3% del valor de la empresa, bajo los siguientes supuestos:

El valor de \$10.449.811 (año 1), incluye el valor de \$5.000.000 correspondientes a cursos de servicio al cliente, manejo de procesos de calidad en el tratamiento de los alimentos para los empleados y un coaching para el empresario, el valor de la franquicia corresponde a un 3% sobre el valor de la empresa y a partir del segundo año un 3% como anualidad pagadera mensualmente, los cuales irán en un 25% a la publicidad del negocio. Se debe tener en cuenta que esto es solo los derechos, no incluye activos fijos que el nuevo empresario debe comprar para adecuar al local. Los demás valores son con base en el 3% pero ajustados con la respectiva inflación.

Se determinó una Tasa mínima de rendimiento aceptable el valor de 17,34%, considerando lo siguiente:

Cuadro 6. Tasa mínima de rendimiento aceptable (WACC)

Fuente	Valor	tasa interés	tasa después de imp	Participación	Ponderación
Propietario	61.092.188	18%	18%	0,707	0,1272
financiamiento	15.478.146	22%	0,1474	0,179	0,0264
Otros pasivos	9.747.566	18%	18%	0,110	0,0198
	86.317.900			WACC	17,34%

Fuente: El presente proyecto

Cuadro 7. Flujo de Caja Libre Proyectado

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Utilidad después de impuestos	16.278.590	18.362.866	21.882.992	25.804.874	30.058.430
(+) depreciación	7.108.572	8.231.952	9.392.850	10.669.838	12.074.524
(-) Incremento en activos corrientes	- 35.910.389	- 4.810.199	- 5.291.219	- 5.820.341	- 6.402.375
(+) Incremento en pasivos corrientes	1.913.522	1.166.109	1.282.720	1.410.992	1.552.091
(-) Incremento de activos fijos al costo	- 11.411.440	- 11.056.169	- 12.161.786	- 13.377.965	- 14.715.761
(+) Interés después de impuestos de la deuda	2.281.479	2.281.479	2.281.479	2.281.479	2.281.479
Flujo de caja libre	- 19.739.666	14.176.038	17.387.035	20.968.876	24.848.388

Fuente: El presente proyecto

Cuadro 8. Flujo de Caja Libre proyectado incluyendo valor de continuidad

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
FCL	- 19.739.666	14.176.038	17.387.035	20.968.876	24.848.388
Valor de continuidad					232.268.881
Total	- 19.739.666	14.176.038	17.387.035	20.968.876	257.117.269

Fuente: El presente proyecto

Cuadro 9. Determinación del Valor del Patrimonio de los accionistas

Tasa de descuento	17,34%
NPV de fila 81	130.880.833
(+) Efectivo y valores negociables iniciales	26.528.700
Valor de la empresa	157.409.533
(-) Valor de la deuda financiera hoy	- 15.478.146
Valor del patrimonio de los accionistas	\$ 141.931.387

Fuente: El presente proyecto

Dadas las condiciones establecidas anteriormente, el valor de la empresa teniendo en cuenta el FCL es de \$141.931.387

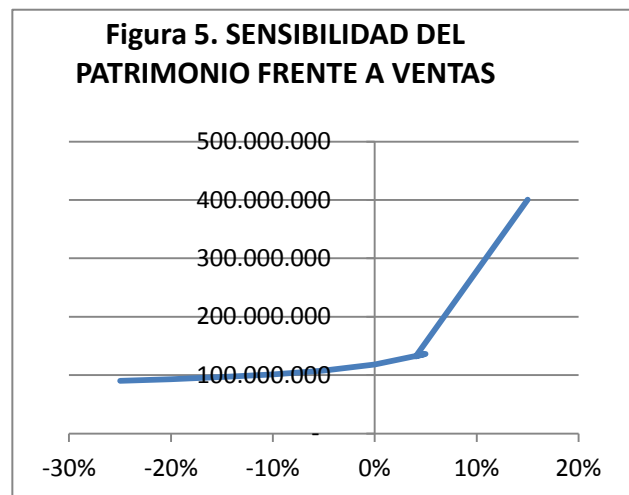
A continuación se procede a realizar un análisis de sensibilidad utilizando Datos, análisis Si, tabla de datos, se realiza el análisis desde tres variables críticas: Tasa de crecimiento en ventas, tasa de descuento y costo de ventas.

Una de las variables críticas de este proyecto son las ventas, se hace una variación disminuyendo ventas en un 25% e incrementando la escala en 5 puntos, en la cual se puede vislumbrar un valor del patrimonio que oscila entre 90 millones a 400 millones de pesos. Indicando que tiene capacidad para soportar decrecimientos importantes.

Cuadro 10. Sensibilidad del patrimonio frente a ventas

Tasa de crecimiento en ventas	Vlr. Patrimonio
	141.931.387
-25%	90.361.993
-20%	93.108.992
-15%	96.621.821
-10%	101.308.888
-5%	107.943.424
0%	118.189.472
5%	136.406.605
4%	131.696.665
15%	400.460.510

Fuente: El presente proyecto



Luego, se contempla una segunda variable importante, la tasa de descuento, la cual en este ejemplo varía de 0% a 25%, dando unos parámetros bastante interesantes en los cuales se puede mover el riesgo de la empresa, obviamente

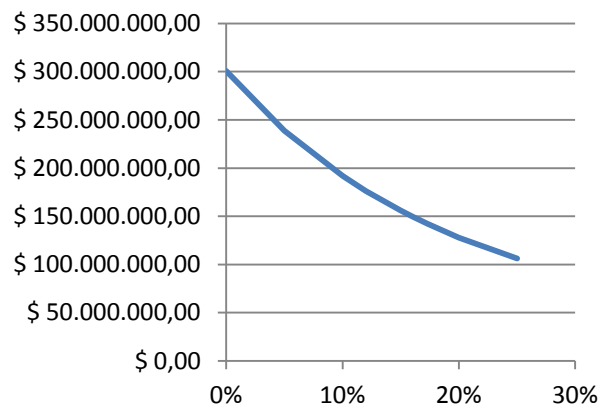
que el mayor valor se presenta entre más pequeña es la tasa de descuento, esto se da por el hecho de traer los dineros al valor presente.

Cuadro 11. Sensibilidad del valor del patrimonio frente a la tasa de descuento

Tasa de descuento	Vr patrimonio
	141.931.387
0%	\$ 300.960.106,02
5%	238.837.785
10%	191.855.893
12%	176.323.994
15%	155.858.754
16%	149.705.645
17%	141.931.387
20%	127.949.214
25%	106.074.686

Fuente: El presente proyecto

Figura 6. SENSIBILIDAD DEL VALOR DEL PATRIMONIO FRENTE A LA TASA DE DESCUENTO

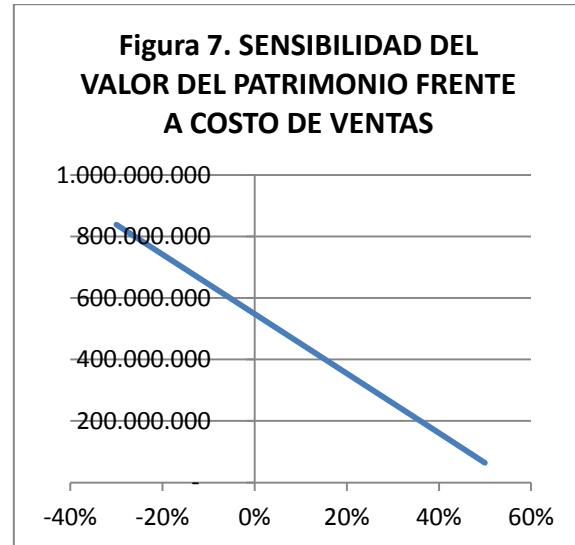


La tercera variable crítica para esta empresa es la volatilidad de la materia prima, la papa, por lo cual se colocó parámetros de costo de ventas desde una disminución de un 20% hasta un aumento del 50%. Como se puede observar la empresa al aumentar la materia prima un 40% continua teniendo un valor interesante, superior a los activos actuales, lo cual demuestra solidez.

Cuadro 12. Sensibilidad del valor del patrimonio frente al costo de ventas

costo de ventas	Vr patrimonio
	141.931.387
-30%	838.948.119
-20,00%	742.140.240
-10,00%	645.332.360
0,00%	548.524.481
10,00%	451.716.601
20,00%	354.908.722
30,00%	258.100.842
40,00%	161.292.963
50,00%	64.485.083

Fuente: El presente proyecto



A través de la tabla dinámica se procedió a realizar la combinación de las variables críticas tasa de crecimiento en ventas y tasa de descuento, dando como resultado que la combinación más favorable para la empresa es tasa de crecimiento en ventas de 14% y tasa de descuento 16% y la menos favorable es la tasa de crecimiento en ventas de del 0% y la tasa de descuento del 20%.

Cuadro 13. Combinación de variables críticas.

		Tasa de descuento					
		10%	12%	14%	16%	18%	20%
Tasa de crecimiento en ventas	141.931.387						
	0%	157.023.200	144.974.663	134.097.258	124.258.497	115.342.894	107.249.542
	2%	165.820.921	152.859.662	141.167.153	130.599.255	121.030.384	112.350.848
	4%	177.014.424	162.928.061	150.229.948	138.761.728	128.385.481	118.980.791
	6%	191.855.893	176.323.994	162.332.722	149.705.645	138.289.161	127.949.214
	8%	212.669.406	195.171.143	179.419.133	165.212.640	152.376.967	140.759.710
	10%	nvt	223.907.244	205.550.903	189.006.008	174.067.044	160.554.788
	12%	nvt	nvt	250.874.242	230.386.779	211.898.329	195.185.007
	14%	nvt	nvt	Nvt	320.933.510	294.862.283	271.304.945
	16%	nvt	nvt	Nvt	nvt	625.033.656	574.701.699

Teniendo en cuenta el método (LEON GARCIA, 2003) del Valor Económico Agregado –EVA- se consideró el Costo de Capital (17,34%), el rendimiento del activo neto (tomado del FCL proyectado).

Cuadro 14. Valor Económico Agregado

VALOR ECONOMICO AGREGADO -EVA-	1	2	3	4	5
Costo de capital	17%	17%	17%	17%	17%
RAN	19%	23%	21%	19%	18%
Diferencia	2%	5%	3%	2%	1%
Activos netos de operación	80.444.058	105.366.287	134.464.577	168.206.279	206.995.220
EVA	1.221.850	5.781.318	4.610.111	3.113.219	1.097.036
VC por el método del EVA	142.982.073				
VPN -VC	64.276.345				
VPN-EVA	10.229.011				
Valor de la empresa	160.823.256				

De acuerdo a lo anterior, el valor de la empresa es de \$160.823.256

Resumiendo la información del FCL y el EVA, en la búsqueda de establecer un valor para la empresa, se determina que TODDY CROCANTES puede considerar un valor de la empresa entre \$141.931.387 y \$160.823.256, teniendo en cuenta una tasa de descuento del 17,34%.

7. CONCLUSIONES

Cada empresa tiene sus variables críticas que deben ser tenidas en cuenta para la valoración, en el caso de Toddy Crocantes fueron: materia prima, mano de obra no calificada, falta de local propio, localización del local actual, competencia y franquicias.

Al ser Toddy crocantes propiedad de un solo dueño y por las características de microempresa de régimen simplificado, no está inmersa en la bolsa de valores, no se manejó beta sino una tasa de descuento para traer los flujos de caja a valor presente, determinada en 17,34%.

Se determinó el derecho de una franquicia por \$5.000.000 más un pago anual de 3% sobre el valor de la empresa. En las condiciones actuales de la microempresa.

El valor de la empresa bajo los supuestos indicados en el presente proyecto está entre el siguiente rango \$141.931.387 y \$160.823.256.

La valoración de la empresa está determinada por la capacidad de generar flujo de caja y la tasa de descuento que se maneje.

ANEXO A historial de Toddy Crocantes

INICIO



1998, se atendía a las personas en dos mesas al frente del local que media 1,70 mts de frente por 0,75 mts de fondo.

ETAPA DE AMPLIACIÓN Y REFORMA:



2001, el local pasa a tener 5 metros.

ETAPA ACTUAL:



A partir del año 2005 y hasta la fecha el local tiene 7 mts de frente por 5,15 mts de fondo, son dos pisos para un total de 72 metros cuadrados.



ANEXO B. Entrevista Jesús Ramos. Propietario Toddy Crocantes.

Aspectos generales de la empresa:

La empresa Toddy Crocantes es una microempresa ubicada en la ciudad de Popayán, cuyo objeto social es la producción y comercialización de comidas rápidas no americanas, en especial los combos de papa frita a la francesa con receta especial.

¿Cuáles considera usted son las variables más importantes que afectan su empresa?

- **Materia Prima:** La papa es el producto estrella del negocio y por tanto es la materia prima, pero el precio es muy volátil, en el 2007 compré el bulto por un valor promedio de \$12.000, mientras que en el 2010 por efectos especialmente del clima compré el bulto a \$115.000 en promedio. La estrategia utilizada para adquirir el producto al mejor precio fue conseguir dos productores pero en ocasiones también debo comprar en el acopio de papa de la ciudad. En el 2011 el precio promedio del bulto que se adquirió fue de \$60.000. En promedio utilizo un bulto de papa al día (26 al mes) en temporada normal y en el mes de diciembre utilizo en promedio 4 bultos diarios, motivo por el cual esta época es temporada alta. Esta situación se da porque al centro comercial le llegan muchas personas para las compras decembrinas.
- **Mano de obra no calificada.** Existen serias deficiencias en cuanto al manejo de alimentos, utensilios, calidad, responsabilidad en las

personas que han laborado en la empresa, realmente es difícil encontrar un buen empleado, no hay gente capacitada para este tipo de negocios, se pierde tiempo al cambiar empleados y realizarles la capacitación y estar pendientes de que realicen bien las cosas y hay serias deficiencias en cuanto a la atención a los clientes.

- Falta de local propio: Hasta la fecha no ha sido posible negociar un local propio, incluso en este momento estoy buscando donde trasladarme para poder ampliar el negocio, además que el contrato de arrendamiento se termina en septiembre de 2013 y ya no podré continuar en dicho sitio, por ello no he podido realizar algunas inversiones en la empresa, sin embargo la expectativa es adquirir mi propio local, aunque eso demorará un tiempo pues todavía tengo deudas en el banco.
- Localización del local actual: Esta dentro del Centro Comercial Anarkos compuesto por 600 locales por lo cual hay gran movimiento de personas y muchos de ellos se han vuelto clientes.
- Competencia: Desde el comienzo de mi negocio estoy pendiente de la competencia y considero que en el centro de la ciudad no existe un negocio similar, sin embargo se encuentran dos negocios que tienen productos sustitutos y que tienen buena clientela, estos son: las empanadas de Javi y el restaurante de Tamales. Además en la ciudad

han tratado 5 veces de colocar un punto similar al mío, de los cuales 4 han quebrado antes del año por factores como: calidad, cultura del propietario, atención al cliente, aseo y administración. Actualmente colocaron un punto alejado del centro de la ciudad y lleva dos meses de funcionamiento pero el servicio y la cantidad que están sirviendo no es la misma que la de mi negocio.

- En términos generales considero que los factores de éxito en mi negocio han sido la calidad de los productos y la atención al cliente.
- Franquicias: Actualmente estoy diseñando un proyecto de franquicias y la proyección es que dentro de los próximos 5 años tenga más o menos 6 puntos en la ciudad, para lo cual es necesario estructurar la empresa e invertir en TIC`s, pagina web entre otros y crear una serie de estrategias que me permitan un crecimiento adecuado. Además realizaré un convenio con el SENA para la capacitación adecuada del personal y estableceré una metodología de coaching para la administración de la franquicia.

¿Cómo ha crecido su empresa?

Mi empresa nace en 1998 en un local de 1,70 mts de ancho por 0,70 mts de fondo, hoy ha crecido en espacio físico, 7 mts de ancho por 5,15 mts de fondo, ocupa 2 pisos, para un total de 72 m². La empresa ha crecido y se ha posicionado en el mercado.

En cuanto al crecimiento en ventas la empresa ha crecido durante casi todos los años a una tasa bastante interesante, en promedio 25%, sin embargo en el año 2011 hubo algo atípico que afectó gravemente la empresa y que actualmente está en proceso de recuperación, esto fue por causa de las políticas del anterior alcalde de Popayán quien decidió hacer una remodelación a uno de los andenes principales del centro comercial Anarkos, y éste era una de las principales entradas al negocio, por tanto al demorarse más de 8 meses las personas dejaron de asistir al local reduciendo sustancialmente las ventas, afortunadamente en el mes de octubre del 2011 se inauguró la obra y fue un periodo bastante bueno el de diciembre que le permitió nivelarse aunque aún está en la tarea de ponerse al día en las deudas especialmente con el banco.

A través de la carrera que actualmente realizo, la Administración de empresas me ha dado la oportunidad de ser consciente del cambio de estructura que requiere mi empresa ya que para respaldar las franquicias y crecer organizadamente, es indispensable que pase de ser régimen simple a régimen simplificado, lo cual me llevará a compromisos nuevos como el pago del IVA, retención en la fuente, impuesto de renta y demás. Por ello a futuro debo comprar software especializado entre otras cosas. Todos estos aspectos son necesarios para continuar creciendo.

En un futuro no muy lejano pienso establecer el modelo que usa McDonald's, es decir, dar todas los conocimientos, logísticas y hasta local para que las franquicias sean todo un éxito, pero para ello, debo ir paso a paso, fortaleciéndome desde el punto de vista administrativo y financiero para luego dar el gran salto.

BIBLIOGRAFIA

AGUILERA, A. (2005). *Valoración de PYMES*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas aeca.

ANDI. (2010). *Informe Balance 2010 y perspectivas 2011*. Bogotá: ANDI.

ARBOLEDA, M., CORTES, J., & JIMENEZ, A. (2002). Franquicia ¿Una oportunidad de negocio? *Publicaciones ICESI No. 83*, 111-139.

Banco de la República. (Marzo de 2012). *Banco de la República*. Recuperado el 23 de Marzo de 2012, de Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República:
http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/informe_congreso/2012/ijd_mar_2012.pdf

DANE. (2005). *Boletín Censo General 2005*. Recuperado el 20 de marzo de 2012, de www.dane.gov.co:
http://www.dane.gov.co/files/censo2005/PERFIL_PDF_CG2005/19001T7T000.PDF

FEDEPAPA. (Diciembre de 1995). www.agronet.gov.co. Recuperado el 20 de Febrero de 2012, de Mercadeo de la papa en Colombia:
http://www.agronet.gov.co/www/docs_agronet/2005112163731_caracterizacion_papa.pdf

FERNANDEZ, P. (2005). *Valoración de Empresas*. España: Gestión 2000.

FUENZALINDA, D., MONGRUT, S., & NASH, M. (2007). Evaluación de Proyectos en Mercado de Capitales Incompletos. *El Trimestre Económico. Volumen LXXIV (1) No.293*, 69-121.

GORDILLO, J. O. (2010). Franquicias, estrategia segura y rentable de creación de nuevas empresas. *Publicaciones ICESI*, 357-374.

JARAMILLO BETANCOURT, F. (1998). La valoración de Empresas -el objetivo final-. *Estudios Gerenciales Universidad ICESI No. 68* , 13-49 .

LEON GARCIA, O. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. Cali.

RODRIGUEZ GARCIA, M. (2006). De la maximización de ganancias a la creación de valor. *Consultoría de negocios No. 20* , 17-23.

SENA. (1998). *Caracterización de los subsectores JOyería, cuero, alimentos, confecciones, metal-mecánico, salud, electrónica, telecomunicaciones, informática*. Popayán.

SIPSA. (26-2 de noviembre-diciembre de 2011). *Sistema de Información de precios del sector Agropecuario*. Recuperado el 20 de Marzo de 2012, de Boletín semanal Precios mayoristas, volumen 16 No. 48: <http://201.234.78.28:8080/jspui/bitstream/123456789/3357/1/BolDic2.pdf>

VALLS MARTINEZ, M. (2001). Métodos clásicos de valoración de Empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa Vol. 7 No.3* , 49-66.