

**UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS DE POSTGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



Guatemala, noviembre de 2009

**UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS DE POSTGRADO
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

**ANÁLISIS FINANCIERO DE LA FUSIÓN POR ADQUISICIÓN DE DOS
EMPRESAS DE ALIMENTOS EN GUATEMALA**

Informe final de tesis para la obtención del Grado de Maestro en Ciencias, con base en el Normativo de Tesis y de la Práctica Profesional de la Escuela de Estudios de Postgrado, aprobado por la Junta Directiva de la Facultad de Ciencias Económicas en el punto SÉPTIMO inciso 7.2 del Acta 5-2005 de la sesión celebrada el veintidós de febrero de 2005.

**Profesor Consejero:
LICENCIADO OSCAR ARTURO MELCHOR ANLEU**

**Postulante:
INGENIERA IVANIA ELIZABETH SANTILLANA ABARCA**

Guatemala, noviembre de 2009

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
HONORABLE JUNTA DIRECTIVA

Decano: Lic. José Rolando Secaida Morales

Secretario: Lic. Carlos Roberto Cabrera Morales

Vocal I: Lic. MSc. Albaro Joel Girón Barahona

Vocal II: Lic. Mario Leonel Perdomo Salguero

Vocal III: Lic. Juan Antonio Gómez Monterroso

Vocal IV: P.C. Edgar Arnoldo Quiché Chiyal

Vocal V: P.C. José Antonio Vielman

JURADO EXAMINADOR QUE PRACTICÓ EL
EXAMEN PRIVADO DE TESIS SEGÚN EL
ACTA CORRESPONDIENTE

Presidente: MSc. José Alberto Ramírez Crespín

Secretario: MSc. Juan de Dios Alvarado López

Vocal I: MSc. Erick Orlando Hernández Ruiz



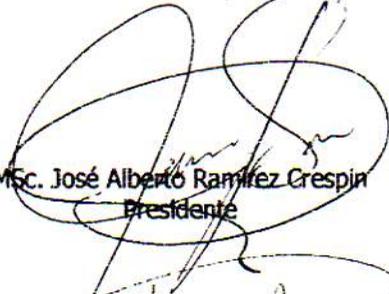
UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS DE POSTGRADO

ACTA No. 23-2009

En el salón número 1 del Edificio S-11 de la Escuela de Estudios de Postgrado de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de San Carlos de Guatemala, nos reunimos los infrascritos miembros del Jurado Examinador, el **dieciocho de septiembre** de dos mil nueve, a las **19:00** horas para practicar el EXAMEN GENERAL DE TESIS de la ingeniera, **IVANIA ELIZABETH SANTILLANA ABARCA**, carné **100015622**, estudiante de la Maestría en Administración Financiera, como requisito para optar al grado de Maestro en Ciencias de la Escuela de Estudios de Postgrado. El examen se realizó de acuerdo con el Normativo de Tesis, aprobado por la Junta Directiva de la Facultad de Ciencias Económicas en el punto SÉPTIMO inciso 7.2 del Acta 5-2005 de la sesión celebrada el veintidós de febrero de 2005. -----

Se evaluaron de manera oral los elementos técnico-formales y de contenido científico del informe final de la tesis elaborada por la postulante, denominada **ANÁLISIS FINANCIERO DE LA FUSIÓN POR ADQUISICIÓN DE DOS EMPRESAS DE ALIMENTOS EN GUATEMALA**. El examen fue APROBADO por UNANIMIDAD de votos CON ENMIENDAS por el Jurado.-----

Previo a la aprobación final de tesis la postulante debe incorporar las recomendaciones emitidas en reunión del Jurado Examinador las cuales se le entregan por escrito y se presentará nuevamente la tesis en el plazo máximo de 30 días calendario, a partir de la presente fecha. En fe de lo cual firmamos la presente acta en la ciudad de Guatemala, a dieciocho días de septiembre de dos mil nueve.-----


MSc. José Alberto Ramírez Crespín
Presidente


MSc. Juan de Dios Alvarado López
Secretario


MSc. Erick Orlando Hernández Ruiz
Vocal I


Ingeniera Ivania Elizabeth Santillana Abarca
Postulante



FACULTAD DE
CIENCIAS ECONOMICAS

Edificio "S-8"
Ciudad Universitaria, Zona 12
Guatemala, Centroamérica

**DECANATO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS.
GUATEMALA, TRECE DE OCTUBRE DE DOS MIL NUEVE.**

Con base en el Punto QUINTO, inciso 5.8, Subinciso 5.8.2 del Acta 20-2009 de la sesión celebrada por la Junta Directiva de la Facultad el 1 de octubre de 2009, se conoció el Acta Escuela de Estudios de Postgrado No. 23-2009 de aprobación del Examen Privado de Tesis, de fecha 18 de septiembre de 2009 y el trabajo de Tesis de Maestría en Administración Financiera denominado: "ANÁLISIS FINANCIERO DE LA FUSIÓN POR ADQUISICIÓN DE DOS EMPRESAS DE ALIMENTOS EN GUATEMALA", que para su graduación profesional presentó la Ingeniera IVANIA ELIZABETH SANTILLANA ABARCA, autorizándose su impresión.

Atentamente,

"ID Y ENSEÑAD A TODOS"

LIC. CARLOS ROBERTO CABRERA MORALES
SECRETARIO



LIC. JOSE ROLANDO SECALDA MORALES
DECANO



Smp.

Imaid
REVISADO

DEDICADO A

DIOS

Por las bendiciones y la luz divina con que guía mi camino

MIS PADRES

MIGUEL ANGEL Y SANDRA

Por darme la vida y enseñarme que con esfuerzo y perseverancia se alcanza el éxito

**MIS HERMANOS
Y MI SOBRINO**

**FERNANDO, MARIELA Y JOSÉ EDUARDO
DANIEL**

Que sea un ejemplo a seguir

MI NOVIO

MAURICIO

Por su amor y apoyo incondicional

**FUNDACIÓN JUAN
BAUTISTA GUTIÉRREZ**

Por el apoyo económico y afectivo que me brindó para alcanzar mi desarrollo profesional

**GUILLERMO MÉNDEZ Y
OSCAR MELCHOR**

Por la orientación proporcionada para realizar este trabajo

**UNIVERSIDAD DE SAN
CARLOS DE GUATEMALA**

Por proporcionarme los conocimientos y guiarme para alcanzar esta meta

CONTENIDO

	No. Página
RESUMEN	i
INTRODUCCIÓN	iii
1. ANTECEDENTES	1
2. MARCO TEÓRICO	7
2.1 Fusión	7
2.2 Tipos de Fusión.....	7
2.2.1 Fusión por adquisición (absorción o incorporación).....	8
2.2.2 Fusión por integración (pura).....	8
2.3 Adquisición de empresas	8
2.3.1 Compradores estratégicos.....	9
2.3.2 Compradores financieros o capital de inversión	9
2.4 Surgimiento de las adquisiciones	9
2.5 Razones para realizar un proceso de adquisición.....	10
2.5.1 Creación de valor para el accionista.....	10
2.5.2 Conseguir el máximo poder en el mercado	10
2.5.3 Oportunidades de mejoras introducidas por un externo	10
2.5.4 Diversificación.....	11
2.5.4.1 Diversificación estratégica.....	11
2.5.4.2 Diversificación financiera.....	11
2.5.5 Revitalización estratégica	11
2.5.6 Internacionalización	12
2.6 Formas de crear valor mediante las adquisiciones	12
2.6.1 Integración horizontal	12
2.6.2 Integración vertical.....	13
2.6.3 Diversificación geográfica.....	13
2.6.4 Ventas cruzadas	13
2.6.5 Eliminación de ineficiencias.....	14

2.7	Proceso de adquisición de empresas.....	14
2.7.1	Definición de criterios de inversión	14
2.7.2	Identificación de las oportunidades de inversión y contacto	16
2.7.3	Investigación y obtención de información	16
2.7.4	Proceso de negociación	17
2.7.5	Proceso de <i>Due Diligence</i> y cierre de la operación	19
2.8	Causas de éxito o fracaso de las adquisiciones.....	20
2.9	Análisis financiero de la adquisición.....	22
2.9.1	Análisis vertical	22
2.9.2	Análisis horizontal.....	22
2.9.3	Análisis de tendencias	23
2.9.4	Razones financieras	23
2.9.4.1	Razones de liquidez	24
2.9.4.2	Razones de deuda	24
2.9.4.3	Razones de cobertura	24
2.9.4.4	Razones de rentabilidad.....	25
2.9.4.5	Modelo dupont.....	25
2.9.4.6	Razones de valor en el mercado.....	26
2.9.5	Valoración de empresas.....	26
2.9.5.1	Métodos basados en múltiplos	26
2.9.5.2	Métodos basados en la valoración del patrimonio.....	27
2.9.5.3	Métodos basados en el descuento de flujos de efectivo	30
2.9.5.4	Método del capitalista de riesgo	34
2.9.6	Ventaja neta de la fusión	35
2.10	Teorías y conceptos utilizados en la investigación	36
2.10.1	Gigantismo empresarial.....	36
3.	METODOLOGÍA	37
3.1	Objetivos	37
3.1.1	Objetivo general.....	37
3.1.2	Objetivos específicos.....	37

3.2	Justificación.....	38
3.3	Definición del problema.....	39
3.3.1	Delimitación del problema	40
3.3.2	Pregunta principal.....	40
3.3.3	Preguntas secundarias	40
3.4	Hipótesis	41
3.4.1	Hipótesis nula	41
3.4.2	Hipótesis alternativa	41
3.4.3	Variables de la investigación	41
3.4.3.1	Variables independientes	41
3.4.3.2	Variable dependiente.....	41
3.5	Método y técnicas	42
3.5.1	Observación.....	42
3.5.2	Entrevista.....	42
3.5.3	Análisis cualitativo	42
3.5.4	Análisis cuantitativo	42
3.5.5	Técnicas de presentación de datos	43
4.	ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE PRODUCTOS	
	ALIMENTICIOS, S. A. Y DE ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.....	45
4.1	Análisis de la situación financiera de Productos Alimenticios, S. A.....	45
4.1.1	Estados financieros	45
4.1.2	Análisis vertical	47
4.1.3	Análisis horizontal.....	50
4.1.4	Análisis de tendencias	53
4.1.5	Análisis de razones financieras	55
4.1.6	Modelo dupont.....	58
4.1.7	Análisis de resultados.....	58
4.2	Análisis de la situación financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.....	59
4.2.1	Estados financieros	59
4.2.2	Análisis vertical.....	62

4.2.3	Análisis horizontal.....	65
4.2.4	Análisis de tendencias	67
4.2.5	Análisis de razones financieras	69
4.2.6	Modelo dupont.....	71
4.2.7	Análisis de resultados.....	72
5.	VALORACIÓN FINANCIERA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A. Y	
	ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.	73
5.1	Valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A.	73
5.1.1	Flujo de caja proyectado.....	74
5.1.2	Costo promedio ponderado de capital (WACC).....	75
5.1.3	Valor terminal.....	76
5.1.4	Valoración financiera	77
5.2	Valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.	77
5.2.1	Flujo de caja proyectado.....	78
5.2.2	Costo promedio ponderado de capital (WACC).....	79
5.2.3	Valor terminal.....	80
5.2.4	Valoración financiera	81
6.	DETERMINACIÓN DEL PRECIO DE ADQUISICIÓN DE ALIMENTOS	
	DE GUATEMALA, S. A.	83
6.1	Prima de adquisición	83
6.2	Fuentes de financiamiento de la adquisición.....	84
7.	ESTIMACIÓN DE LA VENTAJA NETA DE LA FUSIÓN	85
7.1	Gastos de transacción.....	85
7.2	Método contable de adquisición	86
7.3	Balance general de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición	86
7.4	Valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición	87
7.4.1	Flujo de caja proyectado de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición	88

7.4.2	Costo promedio ponderado de capital de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición (WACC)	89
7.4.3	Valor terminal de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición.....	91
7.4.4	Valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición	91
7.5	Ventaja neta de la fusión.....	92
8.	ANÁLISIS CUANTITATIVO Y CUALITATIVO DE LA ADQUISICIÓN	95
8.1	Análisis cualitativo.....	95
8.1.1	Ventajas.....	95
8.1.2	Desventajas.....	96
8.2	Análisis cuantitativo.....	96
8.2.1	Ventajas.....	96
8.2.2	Desventajas.....	97
	CONCLUSIONES	99
	RECOMENDACIONES	101
	BIBLIOGRAFÍA	103
	ÍNDICE DE CUADROS	107

RESUMEN

El propósito de esta investigación es establecer la ventaja neta obtenida a partir de la fusión por adquisición de dos empresas de alimentos que operan en Guatemala. Dicha ventaja neta es el indicador que permitirá establecer si se justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., por Productos Alimenticios, S. A.

Para determinar si la empresa seleccionada para la adquisición es la indicada, se realizó un análisis de la situación financiera de la misma para establecer su posición competitiva y sus oportunidades de mejora; también se analizó la situación financiera de la entidad adquirente para determinar en qué aspectos iguala o difiere de la empresa objetivo.

La situación financiera de las empresas se determinó a través de análisis vertical, horizontal, de tendencias, razones financieras y modelo dupont; destacando los resultados más significativos de cada uno de ellos.

A partir del análisis de estados financieros se determinó que Productos Alimenticios, S. A., es una empresa sólida que ha alcanzado un buen posicionamiento en el mercado, lo cual la ha llevado a alcanzar atractivas ganancias y a cumplir con las expectativas de sus propietarios. Alimentos de Guatemala, S. A., también presenta una buena situación financiera y un atractivo crecimiento durante los últimos años.

Se realizó la valoración financiera de las empresas, utilizando para ello el método basado en el descuento de flujos de efectivo, el costo promedio ponderado de capital y el valor terminal, asumiendo que las empresas continuarán creciendo a los niveles que han mantenido durante los últimos 5 años. Las valoraciones

obtenidas para Productos Alimenticios, S. A. y Alimentos de Guatemala, S. A., fueron Q77.9 millones y Q79.6 millones, respectivamente.

A partir de la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A., se estableció un precio de adquisición atractivo para animar a sus propietarios a realizar la venta, al mismo tiempo que se protegen los intereses de Productos Alimenticios, S. A., al no poner en riesgo su riqueza ni el beneficio que obtenían antes de la adquisición. El precio de adquisición de Q111.4 millones, incluye una prima de 40% sobre la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.

La adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. se realizará a través de una compra apalancada, financiando el 19% del precio de adquisición con aportes a capital y restante 81% con deuda a largo plazo.

Se preparó el balance general y el flujo de caja proyectado de las empresas fusionadas, a partir de lo cual se determinó que la adquisición mejorará los resultados financieros de Productos Alimenticios, S. A., y le permitirá obtener una ventaja neta de la fusión de Q402.3 millones, justificando financieramente la operación de compra de Alimentos de Guatemala, S. A.

Adicionalmente se realizó un análisis cualitativo y cuantitativo para establecer las ventajas y desventajas que presenta la adquisición. A través de dicho análisis se pudo concluir que la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. brindará beneficios atractivos a Productos Alimenticios, S. A., en las perspectivas financiera y comercial.

INTRODUCCIÓN

La actual crisis que ha afectado la economía a nivel mundial obliga a las empresas a buscar la forma de mejorar su eficiencia y competitividad para mantenerse en el mercado. Una estrategia comúnmente utilizada por las empresas para expandirse e incrementar su participación en el mercado son las fusiones y adquisiciones.

Estas estrategias han existido desde siempre, pero es a lo largo del siglo XX donde han alcanzado mayor auge y están siendo sometidos a diversos estudios y análisis.

Las motivaciones para que se den los fenómenos de adquisiciones han sido estudiadas por la literatura financiera desde diversos aspectos y enfoques. La integración horizontal, la integración vertical, la reducción de costos, la diversificación geográfica, el aprovechamiento de oportunidades de mercado y la utilización de excedentes de flujo de caja son algunas de las principales razones por las cuales una empresa decide adquirir a otra.

Productos Alimenticios, S. A. es una empresa guatemalteca que tiene contemplado realizar algunos proyectos de expansión y crecimiento con la finalidad de mejorar sus posibilidades de competir en un mercado globalizado y minimizar los factores de riesgo que pueden afectar el negocio. Uno de los proyectos consiste en adquirir la empresa Alimentos de Guatemala, S. A. la cual compite en el mismo sector de la industria, en la cual se desempeña Productos Alimenticios, S. A.

El objetivo de la presente investigación es realizar un análisis financiero para justificar la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. Para alcanzar dicho objetivo se debió dar respuesta a las siguientes interrogantes ¿cuál es la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.?, ¿cuál es el precio razonable de adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?, ¿cómo será

financiada la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?, ¿cuál será el costo del financiamiento utilizado para la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?, ¿cuál es la ventaja neta de la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?, ¿crea valor para Productos Alimenticios, S. A. la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.? y ¿cuáles son las ventajas y desventajas que obtiene Productos Alimenticios, S. A. con la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?

Las fusiones representan un medio muy importante para alcanzar el crecimiento empresarial, la diversificación y la eficiencia, más fácilmente que si se generara desde su origen; sin embargo existen muchos riesgos y fracasos que pueden causar experiencias costosas y frustrantes para la entidad adquirente, por lo cual es importante realizar un análisis financiero exhaustivo de los aspectos relevantes relacionados con esta decisión.

El contenido de la investigación está conformado por 8 capítulos. Los capítulos 1, 2 y 3 desarrollan los antecedentes, marco teórico y metodología utilizada en la investigación, respectivamente. En el capítulo 4 se realiza un análisis de la situación financiera de las empresas, utilizando el análisis vertical, horizontal, de tendencias, razones financieras y modelo dupont; destacando los resultados más significativos de cada uno de ellos.

En el capítulo 5 se establecen las valoraciones financieras de Productos Alimenticios, S. A. y Alimentos de Guatemala, S. A., a través del método de descuento de flujos de efectivo, por ser el de mayor fundamento metodológico y desde el punto de vista teórico, el método más sólido. Posteriormente en el capítulo 6 se estableció el precio de adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., y se determinaron las fuentes de financiamiento de la adquisición.

En el capítulo 7 se preparó el balance general y el flujo de caja proyectado de las empresas fusionadas, y se determinó la ventaja neta de la fusión la cual, considerando los requerimientos de los propietarios, justifica financieramente la operación de compra de Alimentos de Guatemala, S. A.

En el capítulo 8 se realiza un análisis cualitativo y cuantitativo de la sinergia para determinar las ventajas y desventajas de la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.

La parte final incluye las conclusiones y recomendaciones derivadas del trabajo realizado, las cuales incluyen los resultados más relevantes de la investigación y permiten validar la hipótesis planteada.

El análisis financiero que se desarrolló en la investigación permitió determinar la conveniencia de adquirir la empresa Alimentos de Guatemala, S. A. y establecer un precio adecuado de adquisición, de modo que se realice un proceso de adquisición exitoso y se obtengan una atractiva ventaja neta de la adquisición.

1. ANTECEDENTES

Productos Alimenticios, S. A., es una entidad de tamaño mediano constituida como sociedad anónima en el mes de junio de 1985, cuya actividad principal es la producción y comercialización de alimentos para el consumo humano. Desde sus inicios se encuentra ubicada en la 9ª. Calle 28-90, zona 4 de Mixco, Colonia El Naranjo.

La empresa fue constituida y ha operado con capital guatemalteco. Su objetivo fundamental es ofrecer a los consumidores alimentos de calidad fácilmente disponibles y comestibles. Entre los artículos que produce se encuentran galletas, boquitas y jugos de frutas. Dichos productos se comercializan al por mayor en tiendas y supermercados del país.

Durante los períodos 2007 y 2008, Productos Alimenticios, S. A., tuvo un volumen de ventas netas de Q317,986,170 y Q350,882,315; y ganancias por Q10,230,150 y Q16,170,795, respectivamente; con un crecimiento de 58% en las ganancias del período.

Productos Alimenticios, S. A., posee un préstamo bancario a una tasa de interés de 8.25% anual, por un monto de Q23,500,000, el cual vence en el año 2015.

La proyección del flujo de caja de Productos Alimenticios, S. A., para los próximos 5 años muestra un crecimiento promedio en ventas de 19% anual, impulsado principalmente por el lanzamiento de nuevos productos.

Productos Alimenticios, S. A., tiene una buena posición competitiva que se debe en gran medida a la infraestructura utilizada para la elaboración de sus productos y a los canales de distribución contratados; lo cual le permite ofrecer al público productos de la más alta calidad a precios competitivos.

La política publicitaria de Productos Alimenticios, S. A., se mantiene bien definida para cada uno de sus productos, con el objeto de posicionarlos en el mercado e incrementar la preferencia del consumidor. Aunque existe el riesgo latente del lanzamiento de nuevos productos o productos similares a los que comercializa la empresa por parte de la competencia; en este caso la preferencia del consumidor por los productos de ésta última afectaría inevitablemente el flujo de fondos de Productos Alimenticios, S. A.

La participación de mercado de los artículos de Productos Alimenticios, S. A., es la siguiente: 24% en el mercado de boquitas, 13% en el mercado de galletas y 17% en el mercado de jugos, ocupando el tercer, quinto y cuarto lugar, respectivamente.

Productos Alimenticios, S. A., distribuye sus productos en toda la República, a mercados especiales, mayoristas y detallistas; este proceso se revisa periódicamente, con el objeto de que las entidades distribuidoras satisfagan oportunamente la demanda del mercado

Para mejorar su posición en el mercado la empresa tiene contemplado realizar ciertos proyectos de expansión y crecimiento en los próximos cinco años, enfocados a incrementar su participación en el mercado, a través de una mayor producción de los productos actuales y al lanzamiento de nuevos productos.

El crecimiento de Productos Alimenticios, S. A., mejorará sus posibilidades de competir en un mercado globalizado y minimizar los factores de riesgo que pueden afectar el negocio.

Los proyectos llevados a cabo hasta el momento por Productos Alimenticios, S. A., pese a haber requerido de una inversión considerable, han tenido resultados plenamente satisfactorios.

Para materializar sus planes de crecimiento Productos Alimenticios, S. A., está analizando la fusión por adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., una empresa guatemalteca constituida en 1996, cuya actividad principal es la fabricación, producción, elaboración y comercialización de néctares de frutas y boquitas. Su domicilio se ubica en 35 calle 0-35 zona 12 de la ciudad de Guatemala.

Durante los períodos 2007 y 2008, Alimentos de Guatemala, S. A., tuvo un volumen de ventas netas de Q286,287,876 y Q304,268,516; y ganancias por Q10,917,028 y Q9,355,947, respectivamente; con una reducción de 14.3% en las ganancias del período.

La proyección del flujo de caja de Alimentos de Guatemala, S. A., para los próximos 5 años muestra un crecimiento promedio en ventas alrededor de 16% anual, y considera la cancelación de un préstamo bancario que posee actualmente la empresa por Q15,000,000, a una tasa de interés de 8.50% anual; dicha cancelación se realizará en el año 2011.

Además del préstamo bancario, la compañía utiliza el crédito comercial otorgado por sus proveedores y otros préstamos a corto plazo como fuentes de financiamiento.

El atractivo de Alimentos de Guatemala, S. A., radica en que es una empresa que compite en el mismo sector de la industria y permitirá a Productos Alimenticios, S. A., incrementar su participación en el mercado. Además esta empresa posee activos, procesos industriales y canales de distribución que contribuirán a que Productos Alimenticios, S. A., optimice sus procesos y llegue a un mayor número de consumidores.

Alimentos de Guatemala, S. A., cuenta con una infraestructura que le permite incrementar continuamente los niveles de calidad y producir a precios más bajos en relación a la competencia; lo cual la ubica en las siguientes posiciones en el mercado: quinto lugar en el mercado de boquitas y sexto lugar en el mercado de jugos, con 17% y 11% de participación, respectivamente.

Otra de las ventajas que presenta la fusión por absorción de Alimentos de Guatemala, S. A., es que cuenta con mano de obra calificada que supervisa la producción y mantiene a la empresa a la vanguardia en la tecnología aplicada a sus procesos.

Los propietarios de Alimentos de Guatemala, S. A., al obtener una oferta atractiva, estarían interesados en la venta de la misma, motivados principalmente, por la actual crisis económica que ha afectado la economía del país y de sus clientes. Razón similar motiva a Productos Alimenticios, S. A., a tomar medidas de expansión, crecimiento y optimización de procesos, para lograr una mejor eficiencia y competitividad.

La fusión por adquisición que se pretende realizar originará la extinción de la personalidad jurídica de la empresa absorbida, mientras que Productos Alimenticios, S. A., asumirá el título de sus patrimonios.

Con esta fusión se espera un incremento en la rentabilidad de Productos Alimenticios, S. A., porque los instrumentos de producción serán utilizados más convenientemente, permitiendo aumentar las ventas y reducir los costos y gastos de operación.

Productos Alimenticios, S. A., después de la adquisición, se convertirá en una sociedad más sólida, con acceso a mayor crédito comercial, mejor posicionamiento en el mercado y diversificación en sus líneas de productos.

El crecimiento alcanzado por Productos Alimenticios, S. A., le permitirá hacer frente a la fuerte competencia en el mercado y a los desafíos que presenta la crisis económica a nivel mundial.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 Fusión

“Por fusión se entiende a la unión jurídica de dos o más sociedades mercantiles; es decir, dos o más empresas constituidas jurídicamente como entidades diferentes, deciden unirse para crear una nueva empresa o que una de las existentes crezca”¹. En el caso de que una de las empresas en cuestión sobreviva se le denominará adquirente y a las empresas que desaparecen se les llamarán adquiridas. También se da el caso de que todas las empresas involucradas desaparezcan como entidades jurídicas independientes creándose una tercera empresa con una nueva razón social.

La fusión implica el traspaso de bienes, derechos y obligaciones de una o varias empresas, a otra que asume tales bienes, derechos y obligaciones, desapareciendo las primeras para dar lugar al nacimiento o fortalecimiento de otra empresa.

La necesidad de buscar medios de competitividad en el mercado es lo que da origen a la fusión de empresas; es decir, la competencia que surge en el mercado entre los oferentes de bienes y servicios obliga a los administradores a tomar decisiones sobre estrategias que transformen a sus empresas, con un crecimiento y fortalecimiento sano para lograr ventajas competitivas.

2.2 Tipos de Fusión

Existen dos tipos de fusión de empresas mercantiles:

¹ Cisneros, C. y Jimenez, M. 2003. Análisis Comparativo de las Fusiones y Adquisiciones en los Planes Estratégicos de las Empresas Mexicanas (en línea). Licenciatura en Contaduría y Finanzas. Puebla, México. Universidad de las Américas Puebla. Consultado el 1 may. 2009. Disponible en http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/cisneros_t_c/capitulo1.pdf.

2.2.1 Fusión por adquisición (absorción o incorporación)

Se da cuando una de las empresas mercantiles que intervienen adquiere a las otras empresas, es decir, desaparecen todas las empresas menos una, la cual asumirá los bienes, derechos y obligaciones de todas las que intervienen en el acto.

2.2.2 Fusión por integración (pura)

Este tipo de fusión se da cuando dos o más empresas deciden unirse en una sola y jurídicamente estas empresas desaparecen y se crea una empresa nueva que es la que asume los bienes, derechos y obligaciones de las otras empresas.

2.3 Adquisición de empresas

Se refiere a un aspecto de la estrategia corporativa de la gerencia general que se ocupa de la adquisición de otras compañías así como otros activos. Una adquisición consiste en la compra por parte de una persona jurídica del paquete accionario de control de otra sociedad, sin realizar la fusión de sus patrimonios.

La decisión de realizar una adquisición, es una decisión de inversión, entendiéndose como tal, la asignación de recursos con la esperanza de obtener ingresos futuros que permitan recuperar los fondos invertidos y lograr un cierto beneficio. Por lo tanto una adquisición será exitosa si el precio de compra es inferior al valor actual (*VA*) del flujo efectivo (*FE*) incremental asociado a la operación. Si esto es así, esta decisión de inversión crea valor para los accionistas y se puede considerar exitosa, de lo contrario se dice que destruye valor y es considerada como un fracaso.

Las adquisiciones están motivadas por diferentes objetivos que definen a dos distintos tipos de compradores:

2.3.1 Compradores estratégicos

Desarrollan sus actividades en una industria determinada y tratan de permanecer en ella y consolidarse en el mercado.

2.3.2 Compradores financieros o capital de inversión

Se caracterizan por adquirir una empresa con el objetivo de incrementar su valor y luego venderla a un precio superior. En este tipo de operación es fundamental, antes de realizar la compra, saber de qué forma se puede salir del negocio, siendo ésta, la principal diferencia con los compradores estratégicos.

Estos objetivos diferentes, tienen en común la necesidad de agregarle valor a la empresa adquirida.

Las adquisiciones son una buena idea cuando el valor de mercado de la empresa combinada es mayor que el valor de las dos sociedades independientemente consideradas, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico. De la misma forma, todas las adquisiciones de empresas tienen un potencial para eliminar la competencia entre ellas creando así monopolios.

2.4 Surgimiento de las adquisiciones

Durante los años de 1895 y 1905, había pequeñas empresas que tenían poco mercado, las cuales comenzaron a consolidarse con empresas iguales a ellas para crear empresas más grandes y más fuertes que las instituciones dominadas por sus mercados. Este movimiento fue tan potente que la década de los años 90, los negocios de adquisiciones que se crearon produjeron el 20% del PIB, mientras que a finales de la década de los 80 eran sólo el 3%. A raíz de estas

adquisiciones, muchas de las empresas se convirtieron en las más fuertes que se conocen hoy en día en el mercado².

2.5 Razones para realizar un proceso de adquisición

Las principales razones por las que una empresa decide realizar un proceso de adquisición son las siguientes (Tápies, Fallo, Estapé y Romances):

2.5.1 Creación de valor para el accionista

La palabra clave de esta teoría es sinergia, es decir, que la unión de dos empresas genera una tercera con un valor superior al de las otras dos que le han dado origen.

2.5.2 Conseguir el máximo poder en el mercado

Se trata de fusiones y adquisiciones de tipo horizontal, esto es, de empresas que operan en la misma línea de actividad y su consecuencia es un aumento del poder de mercado. El aumento del poder de mercado implica que los consumidores se ven obligados a pagar precios superiores a los que pagarían en un escenario con mayor competencia. Las administraciones públicas, en un intento por evitar este tipo de conductas, se esfuerzan en crear un marco legislativo antimonopolio que prevenga de estas prácticas restrictivas de la competencia.

2.5.3 Oportunidades de mejoras introducidas por un externo

Se trata de compañías que están mal gestionadas. Dado que estas empresas no están dando todo lo que pueden, es conveniente su adquisición por otra, pues al

² Artículos Informativos USA. La Fusiones y Adquisiciones (en línea). Boston, USA. Consultado 21 ene. 2009. Disponible en http://www.articulosinformativos.com/Las_fusiones_y_adquisiciones-a876050.html.

cambiar su gestión se podrá obtener de la compañía el máximo de su potencial. En este caso el adquirente pretende recuperar el valor perdido por las ineficiencias de una gestión inadecuada. Esa creación de valor conseguida a través de la mejora de la gestión es lo que soportaría la prima pagada por las acciones de la empresa objetivo. Este tipo de adquisiciones suelen ser hostiles, ya que el equipo directivo no suele reconocer su inadecuación al puesto que ocupa.

2.5.4 Diversificación

Se puede considerar dos tipos básicos de diversificación:

2.5.4.1 Diversificación estratégica

Son situaciones en las que el empresario está pensando en la superposición de negocios en distintos momentos del ciclo de negocio, para asegurar la sostenibilidad del beneficio de la empresa en su conjunto. Aquí las adquisiciones tienen un carácter más estratégico.

2.5.4.2 Diversificación financiera

En la empresa familiar es muy normal que al llegar a una cierta etapa del ciclo de vida, los propietarios estén pensando en una diversificación de tipo financiero para su patrimonio. En este caso, las adquisiciones tienen un carácter fundamentalmente financiero.

2.5.5 Revitalización estratégica

Con el paso del tiempo, en cualquier empresa llega un momento en que los negocios que fueron buenos en antaño o en el momento de su fundación, dejan de ser suficientemente buenos por alguna de las siguientes razones: cambios en el sector, movimientos de los competidores que han cambiado su posicionamiento

inicial, dificultades en sostener la idea inicial de negocio, porque otros han imitado la idea inicial, etc. Llegado este momento, es necesaria una revitalización estratégica, en la que lo ideal sería que hubiera suficiente fuerza interior para llevarla a cabo, pero a veces, aunque sí se tiene esta intención, no están disponibles las capacidades y recursos necesarios para llevarlo a cabo. En este caso, la adquisición de negocios con mayor vitalidad puede ser un excelente elemento de renovación.

2.5.6 Internacionalización

Una forma habitual de aumentar el tamaño de las empresas es realizar en mercados foráneos aquello que saben hacer con algún tipo de ventaja competitiva en los mercados locales. Para la internacionalización, la adquisición de competidores extranjeros es una forma rápida de aproximarse al logro de los objetivos de crecimiento marcados.

2.6 Formas de crear valor mediante las adquisiciones

Si bien los objetivos primarios de los compradores financieros y estratégicos son distintos, ambos tienen en común la necesidad de agregarle valor a la empresa adquirida. Las formas que los compradores encuentran para agregar valor mediante la estrategia de las adquisiciones son:

2.6.1 Integración horizontal

Se entiende como integración horizontal, la compra de una empresa que compite en el mismo sector de actividad. El objetivo básico de buscar este tipo de integración, consiste en la búsqueda de economías de escala que permitan reducir el costo unitario medio. También se busca obtener mayor poder de mercado, es decir, incrementar la capacidad de fijar un precio que capture una mayor porción

del excedente del consumidor, al reducir el número de competidores existentes en una industria. Finalmente se utiliza para adquirir los recursos necesarios para ingresar a nuevas líneas de negocios o nuevos mercados. Aquí el término "recursos" debe ser entendido en un sentido amplio, incluyendo: marcas, competencias gerenciales, acceso a *know how*³ especializado, investigación y desarrollo, etc.

2.6.2 Integración vertical

Se define de esta forma a la adquisición de una compañía de su proveedor a efectos de producir sus propios insumos (integración hacia atrás) o de alguno de sus clientes para poder disponer de su propia producción (integración hacia delante).

2.6.3 Diversificación geográfica

En este tipo de operación, lo que se busca es llegar a un mercado geográfico, donde la compañía adquiriente no posee operaciones. De esta forma, se cubre un sector del mercado que, si la empresa decidiera cubrirlo llegando por sí misma, demandaría un proceso más costoso y más prolongado en el tiempo. Este tipo de adquisición es un caso especial de Integración Horizontal.

2.6.4 Ventas cruzadas

Ocurre cuando una empresa adquiere a otra que comercializa productos complementarios y se intenta vender los productos de una empresa a los clientes de la otra y viceversa.

³ El *know how* describe la habilidad, herramientas y conocimiento con que cuenta una organización para desarrollar sus funciones productivas y de servicios. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

2.6.5 Eliminación de ineficiencias

En este caso lo que se busca es la adquisición de una empresa que se supone no está generando todo el valor que su potencial le permite por ineficiencias en su personal directivo. De esta forma, la adquisición de estas empresas es lógicamente el blanco de otras que mantienen una mejor gerencia.

2.7 Proceso de adquisición de empresas

Las fases que habitualmente se siguen en un proceso de adquisición de empresas son⁴:

2.7.1 Definición de criterios de inversión

Algunos procesos de compra se originan a partir del conocimiento de la existencia de una oportunidad de inversión en el mercado con un alto encaje estratégico con la compañía. En otros casos, el proyecto de crecimiento vía adquisiciones es fruto de una voluntad firme de desarrollar un plan de expansión que contemple una búsqueda proactiva de oportunidades de adquisición.

En este segundo caso, la primera gran decisión que tendrá que tomar una empresa antes de iniciar una operación de fusión o adquisición es analizar si realmente desea crecer y cómo. En caso de que la empresa decida crecer externamente, es decir, mediante fusiones y adquisiciones, deberá pensar la estrategia de crecimiento que va a seguir, es decir, si va a seguir en su sector, en su mercado, si va a diversificarse, etc.

⁴ Tápies, J., Gallo, M., Estapé, M. y Romances, J. Los Procesos de Fusión y Adquisición en Empresas Familiares (en línea). Navarra, España. IESE Business School, Cátedra de Empresa Familiar. Consultado 21 ene. 2009. Disponible en http://www.iese.edu/es/files/5_25063.pdf.

Una vez que se sabe cómo y dónde se quiere crecer, es preciso decidir el tipo de alianza estratégica que se va a utilizar: si se pretende establecer un acuerdo de tipo *joint venture*⁵, la entrada en el capital de otra compañía en minoría, en mayoría o adquisición total de otras compañías. En el caso de decidir adquirir una participación o la totalidad de otra compañía, deberá tenerse en cuenta que la cultura de la empresa adquirida probablemente será diferente y que debe ser compatible para la integración en la propia organización.

Cuando ya se sabe dónde y cómo crecer, es preciso evaluar las posibles sinergias o los objetivos que estratégicamente se desean conseguir, esto es, crecimiento en cuota de mercado, entrada en nuevos mercados, creación de valor para el accionista, etc. Adicionalmente, será necesario definir los criterios de inversión de la compañía en términos de capacidad inversora, capacidad de endeudamiento, tamaño de la inversión deseada, criterios de rendimiento y rentabilidad, nivel de encaje estratégico, tipo de transacción, etc. A pesar de que algunos de estos aspectos, como la capacidad de endeudamiento, estarán condicionados a las características de cada una de las oportunidades que finalmente se presenten, una detallada revisión de todos ellos, preliminar o definitiva, permite realizar una búsqueda de candidatos de manera eficiente y evitar improvisaciones durante las fases más avanzadas del proceso.

Tras haber demostrado sobre el papel que el proyecto es interesante, se debe definir el perfil de la empresa que se desea contactar. En algunas ocasiones, y cuando el ámbito geográfico objetivo se limita al mercado local, la compañía puede elaborar directamente una lista con aquellos competidores cuya posible adquisición tiene interés en explorar.

⁵ *Joint venture* es un tipo de alianza estratégica que supone un acuerdo comercial de inversión conjunta a largo plazo entre dos o más personas. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Capítulo 22.

Lógicamente, según se trate de una oportunidad concreta disponible en el mercado, de una lista ya definida de compañías cuya adquisición se considera de interés, o de un perfil de compra sobre el que identificar compañías que encajen con él, el proceso de adquisición variará sustancialmente.

2.7.2 Identificación de las oportunidades de inversión y contacto

A partir de los criterios de inversión establecidos, deberá realizarse un análisis de mercado para identificar aquellas compañías que encajen con el perfil de compra. El resultado de esta exploración de mercado deberá ser una amplia lista de empresas de interés, que incluya cierta información preliminar acerca de cada una de ellas y que permita establecer a la compañía qué sociedades van a ser contactadas por su mayor encaje con el perfil de compra, así como la estrategia de contacto.

La estrategia de contacto debe definirse con especial atención, pues en ocasiones, especialmente para el caso de compañías competidoras de forma directa, un contacto directo puede generar una respuesta negativa, aún cuando pueda haber un interés potencial en la venta del negocio. El uso de asesores permite mejores resultados en este sentido. Para estos casos de especial sensibilidad, deberá establecerse una estrategia de acercamiento que permita conocer el interés inicial de la otra parte sin revelar la identidad del inversor. En otras ocasiones, una clara y directa manifestación de interés por parte de la compañía genera en la otra parte unas expectativas de precio fuera de un rango lógico.

2.7.3 Investigación y obtención de información

Con aquellas compañías que, tras un contacto preliminar, muestran interés en emprender un proceso de desinversión, se inician contactos más firmes. El

objetivo es establecer una franca comunicación que permita conocer el interés real en el proceso.

El proceso de compra de una compañía requiere de una fuerte involucración de la parte vendedora, que permita al comprador conocer con profundidad la empresa a adquirir.

Para el acceso a la información necesaria para realizar un análisis de la compañía, las partes normalmente suscribirán un acuerdo de confidencialidad mediante el cual el vendedor obtendrá garantías escritas acerca del buen uso que el comprador va a hacer de la información que se le va a proporcionar. De este modo se genera un clima de transparencia y confianza que resulta fundamental para procesos de este tipo.

Como complemento a la información obtenida del vendedor, en ocasiones es conveniente realizar un estudio de rangos de valoración. No obstante, en la elaboración de la oferta inicial deben considerarse los objetivos y expectativas particulares de cada uno de los accionistas de la compañía que se desea adquirir, así como aquellos aspectos estratégicos que conforman el interés del comprador y que no quedan recogidos en un análisis puramente financiero.

2.7.4 Proceso de negociación

Habitualmente, esta fase se inicia a través de los primeros contactos directos entre las partes y por medio de una carta de interés del comprador, que da lugar a la apertura de un período de negociaciones. Durante esta fase el vendedor debe proporcionar toda aquella información complementaria que el comprador pueda precisar para el desarrollo de las negociaciones. Esta información adicional puede ser proporcionada, en función de la naturaleza de la misma y de su nivel de

confidencialidad, a través de sesiones de *Data Room*⁶ o del mismo modo en que se haya proporcionado toda la información anterior.

Es importante que en esta fase haya una alta involucración del comprador, aún cuando las negociaciones sean lideradas por su equipo asesor. Se debe transmitir con claridad a la otra parte los objetivos perseguidos a través de esta adquisición, de manera que comprenda el tipo de transacción que resulta del interés del comprador.

Existen diferentes vías para reducir las diferencias en precio que se puedan poner de manifiesto entre las partes durante la fase de negociación. Una de las más habituales es el otorgamiento de opciones irrevocables de compra y de venta a las partes sobre una parte de las acciones, que serán ejecutables en un período de tiempo definido y a un precio de ejercicio cuyo cálculo quedará establecido en el acuerdo de compraventa. Otra posibilidad es el establecimiento de fórmulas de compra aplazada (*earn-out*⁷), a través de las cuales el precio final de un paquete de acciones que se vende en el acto de firma de la compraventa se establecerá en función de la evolución de algún parámetro de la cuenta de resultados (que habitualmente será el *EBIT*⁸ o el *EBITDA*⁹). Estas dos posibilidades que permiten optimizar el precio de venta para la parte vendedora, sin perjuicio, en términos de

⁶ El *data room* es un punto de información, en donde se comparten estadísticas, datos logísticos e información básica para el desarrollo empresarial. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

⁷ El *earn-out* es un mecanismo utilizado en los contratos de compra o venta de empresas, por el cual una parte del precio acordado para comprar una empresa será pagado en un tiempo convenido si la empresa adquirida alcanza los objetivos pactados. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

⁸ *EBIT* es un indicador financiero representado mediante un acrónimo que significa en inglés "Earnings Before Interest and Taxes". Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

⁹ *EBITDA* es un indicador financiero representado mediante un acrónimo que significa en inglés "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization". Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

valoración, para la parte compradora, se basa en la confianza de la parte vendedora sobre el futuro de la compañía y en que ésta se mantenga independiente tras la operación de compra.

Además, el diferimiento de parte de los pagos asociados a la transacción a través de fórmulas de *earn-out*, o a través de opciones, permiten al comprador financiar más cómodamente la adquisición.

El resultado de la negociación suele plasmarse en una *carta de intenciones*, que si bien habitualmente no es un documento vinculante, sí establece los términos básicos de la transacción y constituye la materia prima sobre la que los equipos legales de ambas partes deberán preparar y acordar el contenido de los contratos definitivos de compraventa.

2.7.5 **Proceso de *Due Diligence*¹⁰ y cierre de la operación**

Aproximadamente, una de cada tres transacciones en las que las partes suscriben una carta de intenciones no se cierra. Habitualmente, tanto los compradores como los vendedores creen equivocadamente que una vez firmada la carta de intenciones el proceso ha finalizado para ellos, cuando en realidad la fase de la auditoría de compra (*Due Diligence*) y de preparación de los documentos legales es aquella en la que ambas partes deben estar más vigilantes sobre todos aquellos aspectos que atañen a la operación.

En esta fase se incorporan profesionales de distintas disciplinas que desconocen los antecedentes de la negociación y que, por tanto, pueden fácilmente interpretar de forma equivocada los acuerdos alcanzados, no entender la naturaleza de las

¹⁰ *Due Diligence* es el análisis sistemático y valoración de una empresa en un contexto contractual para la compra o venta de esa empresa. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Capítulo 22.

negociaciones y originar, como consecuencia, malentendidos que pueden incluso llegar a romper la transacción.

El comprador debe llevar a cabo un concienzudo proceso de *Due Diligence* para verificar la información que se le ha proporcionado, así como para comprobar que no existen mayores contingencias ni litigios abiertos que los previamente conocidos.

El proceso de *Due Diligence* no es sólo una auditoría de estados financieros en el sentido tradicional, ya que se audita en profundidad desde los estados financieros hasta temas de personal, contratos, etc. Probablemente, los resultados del proceso de *Due Diligence* darán lugar a nuevas negociaciones sobre algunos aspectos de la transacción. Por ello, es importante que se mantenga igualmente una fluida comunicación entre las partes, para que todos los asuntos que vayan surgiendo en esta etapa final se identifiquen y solucionen con la máxima antelación.

2.8 Causas de éxito o fracaso de las adquisiciones

Aunque no es posible determinar todos los factores que originan el éxito y el fracaso de las adquisiciones porque cada caso es único, sí pueden enumerarse las causas más comunes¹¹.

El éxito de una operación de compra estará muy ligado a la correcta estructuración de la oportunidad, teniendo en cuenta multitud de factores, tales como los recursos de las empresas, las restricciones legales y regulatorias, el entorno macroeconómico, etc. Resulta crucial analizar la posición competitiva del

¹¹ Zozaya González, N. 2007. Las Fusiones y Adquisiciones como Fórmula de Crecimiento Empresarial (en línea). Madrid, España. Dirección General de Política de la PYME. Consultado 16 ene. 2009. Disponible en <http://www.ipyme.org/NR/rdonlyres/11BC65ED-89B2-4DD9-9436-0129FE003FD8/0/Lasfusionesyadquisicionescomoformuladecrecimientoempresarial.pdf>.

comprador y la empresa objetivo, realizando una valoración objetiva de la operación y contando con agilidad en la negociación. Se deben identificar y analizar las sinergias que se derivarán de la operación y prestar atención a los perfiles de organización y cultura empresariales de ambas empresas, ya que la integración de ambas puede resultar difícil si son contrarias en muchos aspectos.

A medio plazo, el éxito dependerá del tamaño y alcance global de la empresa, de la capacidad y grado de realismo del gestor, y de cómo se integren las empresas sin repercutir en el trabajo del día a día. Sin embargo, atender a todos estos argumentos es una condición necesaria pero no suficiente de éxito.

Por otro lado, el fracaso de una adquisición puede aumentar como consecuencia de una insuficiente investigación de la empresa a adquirir o de no entender suficientemente el negocio de la empresa comprada o porque el motivo que promovió la operación no se basaba en alcanzar sinergias, sino en aprovechar el efectivo de la empresa, en imitar a otras empresas, en no quedarse atrás o en perseguir intereses personales.

Una vez que la operación se ha realizado, su éxito final podría peligrar si se descuida la integración y planificación posteriores, si la empresa se centra demasiado en recortar costes y olvida los negocios del día a día, si se desatiende a clientes, proveedores y empleados por prestar más atención a la nueva estructura esbozada, si se descuida la administración del personal o si se pospone la toma de decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-adquisición o por el surgimiento de conflictos internos.

A corto o medio plazo, los factores que más influyen sobre el fracaso empresarial están relacionados con la incapacidad de superar los retos prácticos, con la negligencia para mantener una comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa, con evidenciar poco respeto hacia la otra empresa, su

gente, su metodología de trabajo o sus logros o con la demora en proveer un liderazgo reconocido, visible y accesible.

2.9 Análisis financiero de la adquisición

El análisis financiero es fundamental en un proceso de adquisición de empresas y determina la conveniencia de realizar la inversión. Por tal motivo dicho análisis debe realizarse minuciosamente, tomando en cuenta todos los aspectos financieros de las organizaciones y utilizando las siguientes herramientas financieras.

2.9.1 Análisis vertical

Es una de las técnicas más sencillas dentro del análisis financiero, consiste en tomar un solo estado financiero y relacionar cada una de sus partes con un total determinado, dentro del mismo estado, el cual se denomina cifra base.

Es un análisis estático, pues estudia la situación financiera en un momento determinado, sin tener en cuenta los cambios ocurridos a través del tiempo, aunque se trata de dinamizar un poco, analizando en los cambios más significativos en los periodos de estudio.

2.9.2 Análisis horizontal

El análisis horizontal, lo que busca es determinar la variación absoluta o relativa que haya sufrido cada partida de los estados financieros en un periodo respecto a otro. Determina cual fue el crecimiento o decrecimiento de una cuenta en un periodo determinado. Este análisis permite determinar si el comportamiento de la empresa en un periodo fue bueno, regular o malo.

2.9.3 Análisis de tendencias

Una tendencia es, por definición, la propensión o dirección seguida por alguna variable, de especial interés. Por ello, el análisis de tendencias tiene en cuenta la situación de uno o más saldos de una empresa y su evolución, en diferentes momentos, con el propósito de identificar el comportamiento o tendencia propiamente dicha, para tomar medidas al respecto o para proyectar posibles resultados futuros.

El procedimiento de cálculo de las tendencias financieras de una empresa es bastante sencillo. Ante todo se selecciona un año representativo en la actividad comercial del ente económico, el cuál constituirá la base para el cálculo de las propensiones. Luego se divide el valor registrado en cada una de las cuentas de los diferentes períodos que se van a estudiar, entre el monto informado en los saldos del año base. El resultado es la tendencia, que puede tomar valores superiores a uno, si se ha presentado crecimiento, o menores a uno si, por el contrario, ha habido decrecimiento o disminución.

2.9.4 Razones financieras

Las razones financieras pueden clasificarse en cinco tipos: liquidez, deuda, rentabilidad, cobertura y valor de mercado. Ninguna razón proporciona información suficiente como para juzgar las condiciones y desempeño financieros de la empresa. Solo cuando se analiza un grupo de razones se puede llegar a conclusiones razonables. El analista debe estar seguro de incluir cualquier característica estacional del negocio. Las tendencias subyacentes pueden ser determinadas sólo mediante una comparación de las cifras absolutas y las razones en la misma época del año.

2.9.4.1 Razones de liquidez

Se utilizan para juzgar la capacidad que tiene una empresa para satisfacer sus obligaciones de corto plazo. A partir de ellas se pueden obtener muchos elementos de juicio sobre la solvencia de efectivo actual de la empresa y su capacidad para permanecer solvente en caso de situaciones adversas.

$$\text{Razón de Circulante} = \text{Activo Corriente} / \text{Pasivo Corriente}$$

$$\text{Razón de la Prueba del Ácido} = (\text{Activo Corriente} - \text{Inventarios}) / \text{Pasivo Corriente}$$

$$\text{Liquidez en Cuentas por Cobrar} = \text{Cuentas por Cobrar} / \text{Ventas Netas}$$

$$\text{Capital de Trabajo Neto} = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$

2.9.4.2 Razones de deuda

Permiten determinar la liquidez de la compañía a largo plazo.

$$\text{Deuda a Capital} = \text{Deuda Total} / \text{Capital Contable}$$

$$\text{Capitalización a Largo Plazo} = \text{Deuda a Largo Plazo} / \text{Total de Capitalización}$$

$$\text{Flujo de Efectivo (EBITDA) a Deuda} = \text{EBITDA} / \text{Pasivo Total}$$

2.9.4.3 Razones de cobertura

Están diseñadas para relacionar los cargos financieros de una compañía con su capacidad para darles servicio. Son utilizadas para conocer la liquidez que tiene la empresa sobre los intereses devengados y determinar la posibilidad de hacer frente a los intereses por pagar.

$$\text{Razón de Cobertura de Intereses: EBITDA} / \text{Cargos por Intereses}$$

2.9.4.4 Razones de rentabilidad

Indican la eficiencia de operación de la compañía, a través de las razones de rentabilidad en relación a las ventas y las razones de rentabilidad en relación con la inversión.

$$\text{Margen de Utilidad Bruta} = \text{Ganancia Bruta} / \text{Ventas Netas}$$

$$\text{Margen de Utilidad Neta} = \text{Ganancia del Período} / \text{Ventas Netas}$$

$$\text{Rendimiento Sobre Capital (ROE)} = \text{Ganancia del Período} / \text{Capital Contable}$$

$$\text{Rendimiento Sobre Activos (ROA)} = \text{Ganancia del Período} / \text{Activos Total}$$

$$\text{Rotación de Activos} = \text{Ventas Netas} / \text{Activos Totales}$$

2.9.4.5 Modelo dupont

Este modelo descompone uno de los ratios de rentabilidad más utilizados, la rentabilidad sobre capital (*ROE*), en varios componentes que ayudan a estudiar de dónde viene la mejor o el deterioro del mismo. El *ROE* puede descomponerse en:

$$\begin{aligned} \text{Ganancia del Período} / \text{Capital Contable} &= \text{Ganancia del Período} / \text{Ventas Netas} * \\ &\quad \text{Ventas Netas} / \text{Activo Total} * \\ &\quad \text{Activo Total} / \text{Capital Contable} \end{aligned}$$

Expresándolo de otro modo:

$$\text{ROE} = \text{Margen de Explotación} * \text{Rotación de Activos} * \text{Apalancamiento Financiero}$$

El estudio de estos componentes a lo largo del tiempo, permite establecer cómo evoluciona el negocio de una compañía, la rentabilidad de sus activos y la gestión de su endeudamiento.

2.9.4.6 Razones de valor en el mercado

Relacionan el valor en el mercado de las acciones de una compañía con la rentabilidad, los dividendos y el capital en libros.

$$\begin{aligned} \text{Razón Precio – Ganancia} &= \text{Precio por Acción} / \text{Ganancias por Acción} \\ \text{Razón de Valor de Mercado a Valor en Libros} &= \text{Precio de la Acción} / \text{Valor en Libros por Acción} \end{aligned}$$

2.9.5 Valoración de empresas

Permite estimar el valor patrimonial de una compañía por medio de cuatro diferentes métodos; los más sólidos desde el punto de vista teórico son aquellos que se basan en el descuento de los flujos de efectivo¹², los otros métodos, aunque con menor fundamento teórico, se utilizan con alguna frecuencia en la práctica.

2.9.5.1 Métodos basados en múltiplos

El múltiplo más utilizado para la valoración de compañías es la relación precio/ganancias (P/G). Para estimar el valor del patrimonio de una empresa mediante la utilización de este múltiplo, se toma la relación conocida (P/G) de una cierta empresa para la que esos valores se desconocen y se multiplica ese indicador por las ganancias de la empresa de interés para obtener un estimado del valor de su capital. Para tener el valor total de la compañía es necesario añadir el valor de mercado de la deuda.

¹² Jenkins Coronas, M. 2005. Métodos de Valoración de Empresas. INCAE Business School. Alajuela, Costa Rica.

La relación P/G depende del costo de oportunidad de los recursos propios aportados por los accionistas de la empresa K_e y del crecimiento g de las ganancias de la empresa, por lo que la relación P/E sería:

$$P/G = (1 + g) / (K_e - g)$$

Otros múltiplos de uso frecuente para la valoración de empresas incluyen $P/EBIT$, $P/Flujo\ de\ Caja\ Neto$ y $P/Ventas$. Estos múltiplos deberían utilizarse para valorar la suma del valor patrimonial y el valor de mercado de la deuda pendiente.

2.9.5.2 Métodos basados en la valoración del patrimonio

La idea de estos métodos consiste en tratar de estimar el valor de mercado de los activos y pasivos de una empresa para determinar, por diferencia, el valor de su patrimonio. El punto de partida de estos métodos es el balance general de la empresa.

La versión más sencilla de estos métodos supone que el valor en libros de una empresa es un buen estimado de su valor de mercado. Sin embargo, es obvio que este valor de mercado dependerá de prácticas contables que no dejan de ser arbitrarias, además que no existe fundamento teórico para afirmar que existe relación entre el valor en libros y el valor de mercado de una compañía. Por el contrario, el valor de mercado de una empresa debiera depender de lo que sucederá en el futuro, es decir, de los ingresos, gastos, ganancias y los flujos de caja.

En un intento para corregir la falta de sustento teórico del valor contable como estimado del valor de mercado, se han propuesto al menos dos variaciones a ese método. La primera llamada valor de liquidación, intenta estimar el valor del patrimonio bajo el supuesto de que la empresa será liquidada. Para ello se parte

de nuevo del balance general de la compañía y se intenta asignar a cada partida de activos y pasivos que allí aparece el valor que podría obtenerse si esa partida tuviera que liquidarse. La diferencia de lo que se obtendría por la venta de los activos y de los pasivos será el valor patrimonial de la empresa, llamado también valor patrimonial ajustado.

La estimación de los valores de liquidación de activos y pasivos no es sencilla. Algunas dificultades que normalmente surgen incluyen, entre otros, la correcta estimación para cuentas incobrables, obsolescencia de inventarios, inventario en proceso, inflación en el valor de ciertos activos, la valoración de activos estratégicos, patentes. Otro punto de discusión está asociado con el grado de liquidez de muchos de estos activos y pasivos.

Puede argumentarse que el valor de liquidación del patrimonio representa el valor mínimo que podría alcanzar una compañía; el valor de la empresa en marcha debería ser mayor o cuando menos, la compañía debería ser liquidada.

La segunda variación del método de valoración contable del patrimonio también parte de la estimación del valor de mercado de cada partida de los activos y pasivos de la empresa, pero al valor del patrimonio ajustado que se calcula por diferencia, se le añade el valor adicional que presumiblemente genera el *goodwill*¹³ de la compañía, es decir, su capacidad de generar valor más allá de lo que el simple valor de mercado de sus activos y pasivos refleja. Las fuentes de valor pueden incluir marcas reconocidas, reputación, tecnología, conocimiento del mercado, mejores prácticas administrativas, operativas u organizativas, localización ventajosa, acceso a recursos escasos, es decir, las fuentes de ventaja competitiva.

¹³ *Goodwill* es el buen nombre o prestigio que tiene una empresa frente a terceros. Es activo de gran valor puesto que le permite obtener clientes, proveedores, créditos, etc. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

Se dice que estos métodos de valoración patrimonial son mixtos porque parten de una valoración estática de la empresa y tratan de conferirle una dimensión dinámica a esa valoración, estimando beneficios futuros provenientes del *goodwill* del que goza la compañía.

Existen varios métodos para estimar el valor atribuible al *goodwill*, entre ellos el método clásico, que asume que el valor añadido por el *goodwill* equivale a cierto número de veces el beneficio neto o a un cierto número de veces las ventas de la empresa.

$$V = P + nB$$

$$V = P + zS$$

Donde P es el valor del patrimonio, B es el beneficio neto, S son las ventas, n es un coeficiente que multiplica el beneficio neto y z representa cierto porcentaje de las ventas.

La expresión que aproxima el *goodwill* a cierto número de veces el beneficio neto es frecuentemente utilizada para empresas industriales, mientras que la otra expresión que estima ese valor como porcentaje de las ventas es comúnmente utilizada para valorar empresas comerciales o distribuidoras.

Otra forma que se ha propuesto para estimar el *goodwill* es el llamado método de la Unión Europea de Expertos Contables, Económicos y Financieros (*UEC*). Este método asume que el *goodwill* es equivalente al valor presente de un superbeneficio anual que se asume proviene de la diferencia entre el beneficio neto de la compañía y el que se obtendría si se invierte el valor ajustado del patrimonio a una cierta tasa de interés.

$$V = (P + a_n B) / (1 + ia_n)$$

En la expresión anterior la i representa la tasa de interés a la que se supone podría ser invertido el valor del patrimonio ajustado y a_n representa el valor presente de una anualidad de una unidad monetaria recibida por cierto número de años n , asumido típicamente entre 5 y 8 años.

Un problema con los métodos de valoración patrimonial que intentan añadir el valor del *goodwill* al valor del patrimonio ajustado es que utiliza valores arbitrarios y sujetos a mucha discusión.

2.9.5.3 Métodos basados en el descuento de flujos de efectivo

Estos métodos consisten en estimar el valor presente de los flujos de caja que el poseedor de las acciones de una compañía recibirá en el futuro. Dichos flujos de efectivos se descuentan a una tasa apropiada según el riesgo asociado con esos flujos, para determinar el valor de la compañía.

$$V = CF_1 / (1 + K) + CF_2 / (1 + K)^2 + \dots + (CF_n + V_n) / (1 + K)^n$$

De acuerdo con esta expresión se necesitan tres elementos para encontrar el valor de una compañía, estos son la tasa de descuento K apropiada de acuerdo al nivel de riesgo de los flujos de efectivo esperados, los flujos de efectivos esperados CF hasta un cierto año n y el valor terminal de la empresa en el año n , V_n .

Los flujos de efectivo son una medida de gestión que involucra un alto número de elementos que son determinantes de la marcha del negocio. Son una buena herramienta para medir el valor de la empresa, ya que toma en cuenta la eficiencia en la gestión de clientes, la capacidad de negociar las condiciones de pago con los acreedores o el nivel de inversión que tiene que efectuar la empresa.

La estimación de la tasa de descuento K apropiada siempre está sujeta a mucha discusión. En principio, debería utilizarse una tasa de descuento que refleje el costo de oportunidad de los recursos, es decir la tasa de rendimiento que se podría conseguir en una inversión con el mismo nivel de riesgo que el que ofrece el negocio que se pretende valorar.

Existen dos fuentes que pueden ser utilizadas para financiar el negocio: deuda de algún tipo D , cuyo costo se puede denominar K_d , y recursos que aportan los accionistas o dueños del negocio C , con un costo de oportunidad que se puede denominar K_e . La tasa de descuento K debería ser el promedio ponderado de las fuentes de financiamiento, es decir, el costo promedio ponderado de capital ($WACC^{14}$), utilizando como factores de ponderación las proporciones de deuda y de recursos de los accionistas.

$$K = WACC = [D / (D + C)] * [K_d * (1 - t)] + [C / (D + C)] * K_e$$

Debido a que la tasa K_d es deducible de impuestos, para el cálculo del costo promedio ponderado de capital se utiliza el costo de la deuda después de impuestos, $[K_d * (1 - t)]$, el cual se calcula multiplicando K_d por 1 menos la tasa fiscal marginal de la empresa, t .

Lo más difícil de estimar es el costo de los recursos propios K_e ; el costo de la deuda K_d es más sencilla de estimar ya que normalmente puede ser directamente obtenida, basta con cotizar en el mercado financiero.

¹⁴ WACC es un acrónimo que significa en inglés “*Weighted Average Cost of Capital*”. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. *Administración Financiera Contemporánea*. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Glosario.

El modelo más empleado para estimar el costo de oportunidad de los recursos propios es el *Capital Asset Pricing Model (CAMP)*¹⁵, el cual parte del supuesto que el rendimiento de cierto activo financiero debería estar en función del riesgo que su tenedor tiene que sobrellevar como poseedor de ese activo. El riesgo que determina ese rendimiento es el riesgo sistemático, beta β , y hacer referencia a la covarianza que el rendimiento de ese activo tenga con el rendimiento de todo el mercado.

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

En esta expresión R_f denota el rendimiento que ofrecería un activo libre de riesgo sistemático y R_m denota el rendimiento esperado de todo el mercado financiero.

Para aplicar el modelo *CAMP* es necesario contar con un estimado del riesgo sistemático al que está expuesta una empresa β , el cual se obtiene mediante técnicas estadísticas; R_f usualmente aproximado por los bonos del tesoro de los Estados Unidos de América, $R_m - R_f$, expresión llamada premio por riesgo, y estimada por el promedio de la diferencia entre el rendimiento de un índice de acciones bien diversificado, como *S&P 500*, y los bonos del tesoro a largo plazo de los Estados Unidos de América.

Una limitación de la aplicación del modelo *CAMP* es que los datos disponibles para utilizar son datos de mercados financieros relativamente desarrollados, frecuentemente Estados Unidos de América, por lo tanto el costo del capital que se logra determinar es una tasa apropiada para inversiones en dicho país. En caso que la empresa que se está intentando valorar no opere en ese mercado puede es necesario ajustar la tasa K_e sumando un premio por el riesgo país.

¹⁵ El modelo *CAMP* es utilizado para determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo, si éste es agregado a un portafolio adecuadamente diversificado. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. *Administración Financiera Contemporánea*. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Capítulo 5.

$$K_e^{Local} = K_e^{USA} + \text{Riesgo País}$$

La estimación de los flujos de caja que se recibirá se hace siempre con base en supuestos que representan el mejor estimado que lo que se espera serán en el futuro las ventas, los costos de ventas, los gastos de operación, las inversiones de capital, los impuestos, entre otros.

Un problema que surge frecuentemente es el de cuáles son los flujos de efectivo que deben calcularse y descontarse para estimar el valor de la compañía. El flujo de caja neto se puede descontar por el costo promedio ponderado de capital (WACC) o por el costo de oportunidad no apalancado, K_e no apalancado, de los recursos aportados por los dueños; en el primer caso se obtendría la suma del valor del patrimonio y de la deuda que la empresa tendría, mientras que en el segundo se obtendría el valor que tendría el patrimonio de la empresa si no tuviese deudas de ninguna especie. El flujo de caja disponible para los accionistas puede ser descontado por el costo de capital apalancado, K_e apalancado, y se obtendría el valor del patrimonio de la empresa. El flujo de fondos de la deuda se descuenta por el costo de mercado de esa deuda K_d , obteniendo el valor actual de la deuda.

El descuento de los tres flujos de caja debe producir resultados consistentes entre sí, es decir, existen tres formas de estimar el valor de una empresa, todas las cuales debería arrojar el mismo resultado si se es consistente con los supuestos implícitos en cada forma.

$$\text{Valor Empresa} = \text{Flujo Caja Neto (WACC)}$$

$$\text{Valor Empresa (APV)} = \text{VA Flujo Caja Neto (} K_e \text{ no apalancado)} + \text{VA Escudos Fiscales Deuda}$$

$$\text{Valor Empresa} = \text{VA Flujo Accionistas (} K_e \text{ apalancado)} + \text{VA Deuda}$$

La debilidad del método *WACC* es suponer que la estructura de capital de la empresa se mantiene inalterada en el tiempo, de otra forma el costo promedio ponderado de los recursos variaría en el tiempo. Por ello algunos autores ha afirmado que el método del valor actual ajustado *APV* que permite incorporar fácilmente estructuras de capital que varían en el tiempo, sustituirá durante los próximos años al método *WACC* como la herramienta fundamental de valoración de empresas.

Una forma usual de estimar el valor terminal consiste en calcular ese valor como una perpetuidad, tomando el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año n y asumiendo en que la empresa continuará creciendo indefinidamente a cierto ritmo.

$$V_n = [CF_n * (1 + g)] / (K_e + g)$$

De esta forma, V_n sería el valor presente de esa serie de flujos de caja, g es el crecimiento asumido a perpetuidad, el cual no debe ser significativamente diferente al crecimiento real de largo plazo de la economía o industria a la cual pertenece la empresa en cuestión.

2.9.5.4 **Método del capitalista de riesgo**

Este método consiste en estimar el valor de la compañía en un momento futuro con base en algún múltiplo, *P/G*, *P/Valor Contable*, *P/EBIT*, para luego descontar ese valor a una tasa que puede variar entre el 40% y el 70% anual. La utilización de tasas de descuento tan altas es justificada por los capitalistas de riesgo por tres razones fundamentales: los capitalistas arguyen que las proyecciones del empresario precursor del negocio siempre son muy optimistas y que se necesitan tasas de descuento altas para balancear ese sesgo; los capitalistas de riesgo argumentan que más allá del financiamiento ellos brindan una serie de servicios

valiosos al negocio en el que invierten y que utilizar altas tasas de descuento es la forma que tienen para recibir una retribución por esos servicios; y finalmente los capitalistas de riesgo argumentan que se hace necesario utilizar tasas de descuento altas para tomar en cuenta el hecho que las acciones en las que ellos estarían invirtiendo no son líquidas y que en el mediano plazo no les será sencillo salir de ellas, lo cual es costoso.

2.9.6 Ventaja neta de la fusión

Los accionistas de una empresa adquirente se pueden beneficiar con una adquisición sólo si las dos empresas valen más combinadas que separadas. Si la empresa adquirente y la adquirida tiene un valor de V_A y V_B en valor de mercado total, respectivamente, en combinación su valor de mercado total sería V_{AB} . La adquirente por lo general les ofrece a los accionistas de la adquirida alguna prima P_B , arriba de V_B para inducirles a vender sus acciones, además de incurrir en varios costos y gastos E . La ventaja neta de la fusión VNF para los accionistas de la adquirente es igual a la diferencia entre el valor de mercado total de la empresa después de la adquisición neta de los costos y gastos, y el valor de mercado total de las empresas antes de la adquisición (Emery y Finnerty, 2000).

$$VNF = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - P_B - E$$

Si la ventaja neta de la fusión es positiva, la adquisición debe incrementar la riqueza de los accionistas de la adquirente. El efecto entre corchetes representa lo que comúnmente se conoce como el efecto sinergista de la adquisición. El todo vale más que la suma de las partes cuando esta expresión es positiva. Bajo el principio de las transacciones bipartitas, la prima P_B representa tanto una ganancia para los accionistas de la empresa adquirida como un costo para los accionistas de la adquirente. Incluso si el efecto sinergista es positivo, los accionistas del

comprador se beneficiarán sólo si la prima P_B y los costos y gastos E no se consumen los beneficios derivados de la sinergia.

Uno de los aspectos más interesantes en el área de las adquisiciones es el volumen de P_B en relación con $V_{AB} - (V_A + V_B)$. Si P_B es lo suficientemente grande, la VNF incluso podría ser negativa. En ese caso el comprador habrá pagado en exceso por la adquisición.

2.10 Teorías y conceptos utilizados en la investigación

2.10.1 Gigantismo empresarial

“Afán desmedido de tamaño de la empresa (generalmente vía fusiones, adquisiciones o integraciones) sin responder a ninguna lógica sólo con el objetivo de ser el más grande”¹⁶. Este crecimiento desmedido ha ocurrido, y seguirá ocurriendo, en muchos sectores de la economía.

Algunas de las causas que provocan el gigantismo es el crecimiento desmedido en apertura de oficinas, posicionamiento en países, lanzamiento de productos, etc.; así como también, el incremento considerable de los gastos de la empresa, las inversiones y los costos fijos.

¹⁶ Alcaide Hernandez, F. 2009. Gigantismo Empresarial (en línea). Consultado el 18 de ago. 2009. Disponible en <http://franciscoalcaide.blogspot.com/2009/04/gigantismo-empresarial.html>.

3. METODOLOGÍA

El problema que se ha planteado la junta directiva de Productos Alimenticios, S. A., requiere de una investigación que, a través del uso de la metodología adecuada, permita determinar si se justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.

A lo largo de esta investigación se realizó un análisis financiero mediante el cual se dio respuesta al problema, alcanzando de esa manera los objetivos planteados y validando la hipótesis propuesta.

3.1 Objetivos

3.1.1 Objetivo general

- Justificar financieramente la adquisición Alimentos de Guatemala, S. A. por Productos Alimenticios, S. A.

3.1.2 Objetivos específicos

- Realizar la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.
- Establecer un precio razonable de adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.
- Determinar las fuentes de financiamiento para la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.
- Preparar la información financiera de la sinergia.
- Estimar la ventaja neta de la fusión de Productos Alimenticios, S. A. con Alimentos de Guatemala, S. A

- Analizar cuantitativa y cualitativamente la decisión de adquirir Alimentos de Guatemala, S. A.

3.2 **Justificación**

Las fusiones representan un medio muy importante para alcanzar el crecimiento empresarial, la diversificación y la eficiencia, más fácilmente que si se generara desde su origen, brindando una sinergia que hace que el todo sea mayor que la suma de las partes, lo cual es un incentivo para emplear esta operación de integración de entidades.

Sin embargo, la decisión de una fusión debe respaldarse con un análisis financiero exhaustivo que demuestre que la adquisición brindará beneficios atractivos para la empresa adquirente.

El principal propósito de esta investigación es justificar financieramente la alta inversión de capital en la que incurrirá Productos Alimenticios, S. A. si adquiere la empresa Alimentos de Guatemala, S. A., así como establecer cuál será el monto de la inversión determinado a través del precio de adquisición.

En esta investigación se realizó un análisis financiero de las empresas, se determinó el valor de mercado de la compañía que se desea adquirir, se establecieron las fuentes de financiamiento a las que se recurrirá para realizar la adquisición, se preparó la información financiera de la sinergia, se analizaron los resultados obtenidos y se fijó un precio razonable de adquisición, atractivo y favorable para ambas empresas. También se analizaron las ventajas y desventajas que la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. presenta, y a partir de ello se determinó la conveniencia de realizar dicha negociación.

El proceso de adquisición involucra muchos riesgos y los fracasos pueden causar experiencias costosas y frustrantes para la entidad adquirente, de allí la importancia de realizar un análisis financiero exhausto, cualitativo y cuantitativo, de los aspectos relevantes relacionados con esta decisión.

Al realizar un proceso de adquisición exitoso se pretende obtener beneficios, entre ellos: creación de valor para la empresa adquirente, logro de eficiencias de operación, economías de escala, obtención de beneficios fiscales, aprovechamiento de excedentes de efectivo disponibles, crecimiento más rápido y más económico, sinergia financiera, disponibilidad de activos con menor costo, abastecimiento más seguro de materias primas y presencia en mercados adicionales para el producto terminado.

3.3 Definición del problema

Entre las opciones contempladas por Productos Alimenticios, S. A. para llevar a cabo su proceso de expansión y crecimiento se encuentra adquisición de una empresa que compite en el mismo sector de la industria, que les permitirá captar una mayor porción del mercado, aprovechar las eficiencias de operación, economías de escala, y obtener beneficios financieros.

El problema que motivó esta investigación radica en determinar si se justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., lo cual es necesario para lograr rentabilidad y alcanzar las metas propuestas por Productos Alimenticios, S. A.

Para resolver el problema fue necesario realizar un análisis financiero de las empresas, determinar los beneficios derivados de la adquisición, establecer las fuentes de financiamiento que se utilizarán y fijar un precio razonable de adquisición, favorable para ambas empresas.

3.3.1 Delimitación del problema

La unidad de análisis para evaluar la conveniencia de adquirir la empresa Alimentos de Guatemala, S. A. por Productos Alimenticios, S. A. son los estados financieros de ambas empresas; a partir de los cuales se determinó el valor de mercado de la empresa que se desea adquirir, se estableció la fuente de financiamiento a utilizar, se preparó la información financiera de la sinergia, se analizaron los resultados obtenidos y se fijó un precio razonable de adquisición.

3.3.2 Pregunta principal

- ¿Se justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. por Productos Alimenticios, S. A.?

3.3.3 Preguntas secundarias

- ¿Cuál es la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.?
- ¿Cuál es el precio razonable de adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?
- ¿Cómo será financiada la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?
- ¿Cuál será el costo del financiamiento utilizado para la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?
- ¿Cuál es la ventaja neta de la fusión de Productos Alimenticios, S. A. con Alimentos de Guatemala, S. A.?
- ¿Crea valor para Productos Alimenticios, S. A. la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?
- ¿Cuáles son las ventajas y desventajas que obtiene Productos Alimenticios, S. A. con la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.?

3.4 Hipótesis

Las hipótesis planteadas como respuesta tentativa al problema son las siguientes:

3.4.1 Hipótesis nula

El resultado obtenido a partir del cálculo de la ventaja neta de la fusión no justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. por Productos Alimenticios, S. A.

3.4.2 Hipótesis alternativa

El resultado obtenido a partir del cálculo de la ventaja neta de la fusión justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. por Productos Alimenticios, S. A.

3.4.3 Variables de la investigación

3.4.3.1 Variables independientes

Valoraciones financieras de las empresas; las cuales establecen el valor patrimonial de la empresa adquirida y de la empresa adquirente, antes y después de la fusión por adquisición.

3.4.3.2 Variable dependiente

Ventaja neta de la fusión, la cual se obtiene a partir de las valoraciones financieras de las empresas, y determina que la fusión por adquisición incrementará la riqueza de los propietarios de la empresa adquirente.

3.5 Método y técnicas

Para realizar esta investigación se utilizó el método científico deductivo, desarrollando una serie de pasos sistemáticos y aplicando los instrumentos necesarios para dar respuesta al problema planteado.

Las técnicas utilizadas para alcanzar los objetivos propuestos fueron las siguientes:

3.5.1 Observación

Se analizaron los estados financieros de las empresas para establecer un precio adecuado de adquisición y determinar si es conveniente o no realizar la negociación.

3.5.2 Entrevista

Se realizaron entrevistas con la junta directiva de Productos Alimenticios, S. A. para conocer las metas y estrategias previstas, y determinar si la adquisición contribuye a alcanzar dichas metas.

3.5.3 Análisis cualitativo

Se evaluaron las ventajas y desventajas que obtendrá Productos Alimenticios, S. A. a partir de la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.

3.5.4 Análisis cuantitativo

Se realizó la valoración financiera de las empresas, se proyectaron flujos de caja, se prepararon estados financieros proforma de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición y se determinó el precio adecuado de adquisición.

3.5.5 Técnicas de presentación de datos

Se utilizaron cuadros para presentar los estados financieros auditados de las empresas y los estados financieros proyectados.

4. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A. Y DE ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.

4.1 Análisis de la situación financiera de Productos Alimenticios, S. A.

4.1.1 Estados financieros

Los estados financieros de Productos Alimenticios, S. A., presentados a continuación en los cuadros 1 y 2, fueron preparados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera, tomando como base de cálculo el costo histórico de los artículos contabilizados.

Cuadro 1

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)**

	2004	2005	2006	2007	2008
ACTIVO					
Caja y Bancos	459	3,928	2,116	5,485	3,422
Cuentas por Cobrar	48,391	59,908	48,701	39,039	58,296
Inventarios	50,341	73,741	66,654	101,907	113,916
Total Activo Corriente	99,190	137,577	117,471	146,430	175,634
Inversiones	994	5,390	5,680	2,111	2,269
Inmuebles, Planta y Equipo	22,918	26,407	25,752	26,269	71,155
Activos Diferidos	29	2,904	2,791	2,681	2,619
Total Activo No Corriente	23,941	34,701	34,222	31,061	76,043
Total Activo	123,131	172,279	151,694	177,491	251,677
PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
Cuentas por Pagar	13,701	53,901	41,412	68,614	145,144
Total Pasivo Corriente	13,701	53,901	41,412	68,614	145,144
Préstamos Bancarios	23,500	23,500	23,500	23,500	23,500
Provisión Para Indemnizaciones	7,580	8,829	8,918	8,306	8,257
Total Pasivo No Corriente	31,080	32,329	32,418	31,806	31,757
Capital Contable	78,350	86,049	77,864	77,071	74,775
Total Patrimonio Neto	78,350	86,049	77,864	77,071	74,775
Total Patrimonio Neto y Pasivo	123,131	172,279	151,694	177,491	251,677

(Fuente: Productos Alimenticios, S. A.)

Los inventarios de productos en proceso y productos terminados se evalúan al costo real de producción; las existencias de materias primas, materiales y suministros se registran al costo promedio; mientras que las inversiones se registran al costo histórico.

Los inmuebles y equipos están registrados al costo y se deprecian bajo el método de depreciación de línea recta en los siguientes porcentajes anuales: Edificios e Instalaciones 5%, Mobiliario y Equipo 20%, Herramientas 25%, Equipo de Computación 30% y Otros 10%. La maquinaria se deprecia de conformidad con la vida útil estimada con base en la evaluación técnica realizada.

La compañía ha adoptado la política de reconocer indemnización a todos sus empleados, incluyendo aquellos que se retiran voluntariamente.

Cuadro 2
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas	224,824	250,065	263,858	317,986	350,882
Costo de Ventas	195,723	214,741	227,274	267,051	292,636
Ganancia Bruta	29,101	35,324	36,584	50,936	58,246
Gastos de Operación	14,219	15,717	16,095	34,171	32,872
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	14,881	19,606	20,489	16,765	25,375
Gastos Financieros	1,939	1,939	1,939	1,939	1,939
Ganancia Antes de Impuestos	12,943	17,668	18,550	14,826	23,436
Impuesto Sobre la Renta	4,012	5,477	5,750	4,596	7,265
Ganancia del Período	8,930	12,191	12,799	10,230	16,171

(Fuente: Productos Alimenticios, S. A.)

La empresa registra sus ingresos y gastos bajo el método de lo devengado¹⁷. Las ventas son reconocidas netas de los impuestos, cuando se ha entregado el bien y se han transferido los riesgos y beneficios inherentes.

4.1.2 Análisis vertical

Cuadro 3

PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2004	2005	2006	2007	2008
ACTIVO					
Caja y Bancos	0%	2%	1%	3%	1%
Cuentas por Cobrar	39%	35%	32%	22%	23%
Inventarios	41%	43%	44%	57%	45%
Total Activo Corriente	81%	80%	77%	82%	70%
Inversiones	1%	3%	4%	1%	1%
Inmuebles, Planta y Equipo	19%	15%	17%	15%	28%
Activos Diferidos	0%	2%	2%	2%	1%
Total Activo No Corriente	19%	20%	23%	18%	30%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
Cuentas por Pagar	11%	31%	27%	39%	58%
Total Pasivo Corriente	11%	31%	27%	39%	58%
Préstamos Bancarios	19%	14%	15%	13%	9%
Provisión Para Indemnizaciones	6%	5%	6%	5%	3%
Total Pasivo No Corriente	25%	19%	21%	18%	13%
Capital Contable	64%	50%	51%	43%	30%
Total Patrimonio Neto	64%	50%	51%	43%	30%
Total Patrimonio Neto y Pasivo	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Elaboración propia)

A pesar de que aproximadamente el 80% de los activos de la empresa son activos corrientes, más de la mitad de éstos se encuentran como inventarios, los cuales

¹⁷ El método de lo devengado es el método contable por el cual las transacciones y otros hechos son reconocidos cuando ocurren y no únicamente cuando se efectúa su cobro o su pago en efectivo. Véase Norma Internacional de Contabilidad No. 1: Presentación de Estados Financieros (Revisada y modificada en 2004). Párrafo 26. Disponible en http://cpn.mef.gob.pe/cpn/Libro3/nics/NIC01_04.pdf.

no son realizables de forma inmediata y limitan la capacidad de la empresa para solventar sus obligaciones a corto plazo. Pues el 75% de los inventarios corresponden a materias primas, el 5% a productos terminados y el resto se encuentra como producción en proceso.

Durante el año 2008, las ampliaciones y mejoras realizadas en las instalaciones de la planta incrementaron la proporción de inmuebles, planta y equipo dentro del total de activos de la empresa. Las ampliaciones fueron necesarias para cubrir la demanda generada por la introducción de nuevos productos al mercado, como lo fue la línea de boquitas con sabor a queso.

En el año 2007 hubo una desinversión correspondiente a valores bancarios, dando como resultado que las inversiones, al final del período, fueran el 1% del total de activos de la empresa.

En el cuadro anterior se puede observar que la tendencia de la empresa se dirige hacia la utilización de un método dinámico de financiamiento de activos¹⁸, lo cual implica un mayor grado de riesgo para la empresa.

Los pasivos corrientes de la empresa están compuestos por cuentas por pagar, las cuales a su vez corresponden a deuda con proveedores; con una participación del 58% sobre el total de pasivo y capital contable para el año 2008.

Mientras que en el 2004 el 64% de los activos fueron financiados por capital contable, en el 2008 el 70% de los activos se financiaron utilizando pasivos. La

¹⁸ El método dinámico de financiamiento de activos utiliza una proporción de deuda a corto plazo relativamente elevada. Las compañías que se sirven de este método deben refinanciar su deuda con mayor frecuencia, lo que incrementa el riesgo de que no puedan obtener el financiamiento que necesitan. Además las posibles fluctuaciones en los gastos por concepto de intereses también elevan el riesgo de la compañía. Este incremento en el riesgo se compensa con el incremento en las utilidades después de impuestos esperadas, que resultan de los costos normalmente menores de la deuda a corto plazo. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Capítulo 15.

participación del capital contable disminuyó como consecuencia del incremento de los pasivos de corto plazo, principalmente por los créditos obtenidos para la compra de materia prima.

Cuadro 4

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)**

	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	87%	86%	86%	84%	83%
Ganancia Bruta	13%	14%	14%	16%	17%
Gastos de Operación	6%	6%	6%	11%	9%
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	7%	8%	8%	5%	7%
Gastos Financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Ganancia Antes de Impuestos	6%	7%	7%	5%	7%
Impuesto Sobre la Renta	2%	2%	2%	1%	2%
Ganancia del Período	4%	5%	5%	3%	5%

(Fuente: Elaboración propia)

La empresa redujo su costo de ventas de 87% en 2004 a 83% en el 2008, a través de mantenimientos preventivos a los equipos y mejor control de la calidad de los procesos, lo cual permitió minimizar la cantidad de producto defectuoso y el desperdicio.

Las medidas implementadas para reducir el costo de ventas, así como los gastos de mercadeo y publicidad, y de combustibles y lubricantes, incurridos para acceder a nuevos mercados en el interior del país, provocaron que el porcentaje de gastos de operación sobre las ventas netas se incrementara durante los últimos 2 años.

En el 2007 la proporción de las ganancias de la empresa estuvo afectada, principalmente por el incremento en el porcentaje de gastos de operación. En el

2008 la ganancia fue el 5% de las ventas netas; proporción que se había mantenido durante los años 2005 y 2006. Lo que contribuyó a incrementar el porcentaje de ganancia en el 2008 fue el mejor control de la ejecución de los gastos de mantenimiento, control de calidad y mercadeo y publicidad, porque ya se tenía conocimiento y experiencia en la aplicación de medidas para minimizar el desperdicio y ya se había ganado participación en el mercado del interior del país.

4.1.3 Análisis horizontal

Cuadro 5

PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
BALANCE GENERAL
ANÁLISIS HORIZONTAL
(MILES DE QUETZALES)

	2005 - 2004		2006 - 2005		2007 - 2006		2008 - 2007	
ACTIVO								
Caja y Bancos	3,470	756%	(1,813)	-46%	3,369	159%	(2,063)	-38%
Cuentas por Cobrar	11,518	24%	(11,207)	-19%	(9,662)	-20%	19,257	49%
Inventarios	23,400	46%	(7,086)	-10%	35,252	53%	12,009	12%
Total Activo Corriente	38,387	39%	(20,106)	-15%	28,959	25%	29,203	20%
Inversiones	4,396	442%	290	5%	(3,569)	-63%	158	7%
Inmuebles, Planta y Equipo	3,490	15%	(656)	-2%	517	2%	44,886	171%
Activos Diferidos	2,875	9879%	(113)	-4%	(109)	-4%	(63)	-2%
Total Activo No Corriente	10,761	45%	(479)	-1%	(3,161)	-9%	44,982	145%
Total Activo	49,148	40%	(20,585)	-12%	25,798	17%	74,186	42%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO								
Cuentas por Pagar	40,201	293%	(12,489)	-23%	27,203	66%	76,530	112%
Total Pasivo Corriente	40,201	293%	(12,489)	-23%	27,203	66%	76,530	112%
Préstamos Bancarios	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Provisión Para Indemnizaciones	1,249	16%	89	1%	(613)	-7%	(48)	-1%
Total Pasivo No Corriente	1,249	4%	89	0%	(613)	-2%	(48)	0%
Capital Contable	7,698	10%	(8,185)	-10%	(792)	-1%	(2,296)	-3%
Total Patrimonio Neto	7,698	10%	(8,185)	-10%	(792)	-1%	(2,296)	-3%
Total Patrimonio Neto y Pasivo	49,148	40%	(20,585)	-12%	25,798	17%	74,186	42%

(Fuente: Elaboración propia)

En el año 2006 hubo una reducción en la mayoría de las cuentas del balance, con respecto al año 2005. En ese año el activo corriente disminuyó en 15% y el total

de activos en 12%; principalmente por la implementación de políticas de crédito más rígidas, a través de las cuales se redujo el plazo de crédito a clientes de 90 a 60 días. También influyó en la disminución de los activos el establecimiento de políticas de producción enfocadas a reducir el inventario de productos terminados, manteniendo en almacén las cantidades necesarias de producto para satisfacer la demanda oportunamente.

Las políticas de producción mencionadas en el párrafo anterior, provocaron una disminución en las cuentas por pagar de la compañía, puesto que se redujo la cantidad de pedidos a proveedores. En el año 2006 también disminuyó el capital de la empresa en 10% debido a que se distribuyeron ganancias por Q8 millones.

Para el 2006, el único rubro que registró incremento fue las inversiones por 5%, correspondientes a valores negociables emitidos por empresas privadas. En los años siguientes los activos de la empresa han tenido crecimiento con respecto al año anterior, especialmente en el 2008. En este año la compañía incrementó el total de sus activos en 42%, principalmente por el aumento de inmuebles, planta y equipo, por ampliaciones realizadas para producir las nuevas líneas de productos.

Las inversiones realizadas en inmuebles, planta y equipo en el 2008 fueron financiadas principalmente por las cuentas por pagar, es decir deuda a corto plazo; pues en este año la empresa no obtuvo ningún préstamo bancario adicional e incrementó sus cuentas por pagar en 112%.

En valor absoluto el capital contable de la empresa se incrementó en el año 2005 debido a que no hubo pago de dividendos; en los años 2006 y 2008 el pago de dividendos fue mayor que las ganancias del período, lo cual hizo disminuir el monto de capital contable con respecto al año anterior.

Cuadro 6
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
ANÁLISIS HORIZONTAL
(MILES DE QUETZALES)

	2005 - 2004		2006 - 2005		2007 - 2006		2008 - 2007	
Ventas Netas	25,240	11%	13,793	6%	54,128	21%	32,896	10%
Costo de Ventas	19,018	10%	12,533	6%	39,777	18%	25,585	10%
Ganancia Bruta	6,223	21%	1,260	4%	14,352	39%	7,311	14%
Gastos de Operación	1,498	11%	378	2%	18,075	112%	(1,299)	-4%
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	4,725	32%	882	4%	(3,723)	-18%	8,610	51%
Gastos Financieros	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ganancia Antes de Impuestos	4,725	37%	882	5%	(3,723)	-20%	8,610	58%
Impuesto Sobre la Renta	1,465	37%	273	5%	(1,154)	-20%	2,669	58%
Ganancia del Período	3,260	37%	609	5%	(2,569)	-20%	5,941	58%

(Fuente: Elaboración propia)

Desde el año 2005, ha habido incremento anual de ventas, fuertemente marcado en el año 2007, las cuales fueron 21% mayores a las del año anterior, incrementando la ganancia bruta en 39%. En este año se tuvo acceso a nuevos mercados en el interior del país, especialmente en la región occidental, lo cual hizo aumentar las ventas.

Para el año 2008, únicamente hubo un incremento en ventas del 10%, a pesar del lanzamiento de la línea de boquitas con sabor a queso; aunque por tratarse de un año afectado por crisis financiera internacional se considera un crecimiento bastante atractivo.

Los gastos de operación también se incrementaron en el 2007; por gastos de mercadeo y publicidad, y combustibles y lubricantes, necesarios para acceder a los nuevos mercados que motivaron el incremento en ventas; también se incurrieron en gastos por la aplicación de medidas para reducir el costo de ventas. Derivado de lo anterior la ganancia del período se redujo en 20%.

Para el año 2008, la ganancia del período se incrementó en Q5.9 millones, equivalente a 58% con respecto al 2007. Dicha ganancia se obtuvo gracias a la reducción del costo de ventas, a la adecuada aplicación de las medidas para minimizar el desperdicio y al mejor control de los gastos de mercadeo y publicidad.

4.1.4 Análisis de tendencias¹⁹

Cuadro 7

PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
BALANCE GENERAL
ANÁLISIS DE TENDENCIAS

	2005 - 2004	2006 - 2004	2007 - 2004	2008 - 2004
ACTIVO				
Caja y Bancos	8.6	4.6	12.0	7.5
Cuentas por Cobrar	1.2	1.0	0.8	1.2
Inventarios	1.5	1.3	2.0	2.3
Total Activo Corriente	1.4	1.2	1.5	1.8
Inversiones	5.4	5.7	2.1	2.3
Inmuebles, Planta y Equipo	1.2	1.1	1.1	3.1
Activos Diferidos	99.8	95.9	92.1	90.0
Total Activo No Corriente	1.4	1.4	1.3	3.2
Total Activo	1.4	1.2	1.4	2.0
PATRIMONIO NETO Y PASIVO				
Cuentas por Pagar	3.9	3.0	5.0	10.6
Total Pasivo Corriente	3.9	3.0	5.0	10.6
Préstamos Bancarios	1.0	1.0	1.0	1.0
Provisión Para Indemnizaciones	1.2	1.2	1.1	1.1
Total Pasivo No Corriente	1.0	1.0	1.0	1.0
Capital Contable	1.1	1.0	1.0	1.0
Total Patrimonio Neto	1.1	1.0	1.0	1.0
Total Patrimonio Neto y Pasivo	1.4	1.2	1.4	2.0

(Fuente: Elaboración propia)

La tendencia de la empresa ha sido incrementar sus activos con respecto al año 2004, teniendo el mayor incremento en el 2008, debido al aumento de inmuebles,

¹⁹ El año base utilizado para determinar la tendencia fue el 2004, y su cálculo se realizó de la siguiente manera: Caja y Bancos (2005 - 2004) = 3,928 / 459 = 8.6.

planta y equipo, por ampliaciones realizadas para producir las nuevas líneas de productos.

En el período analizado la tendencia de las cuentas por pagar ha sido al alza, principalmente por deuda con proveedores de materias primas requeridas para satisfacer la demanda de productos, la cual ha incrementado año tras año.

Cuadro 8

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
ANÁLISIS DE TENDENCIAS**

	2005 - 2004	2006 - 2004	2007 - 2004	2008 - 2004
Ventas Netas	1.1	1.2	1.4	1.6
Costo de Ventas	1.1	1.2	1.4	1.5
Ganancia Bruta	1.2	1.3	1.8	2.0
Gastos de Operación	1.1	1.1	2.4	2.3
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	1.3	1.4	1.1	1.7
Gastos Financieros	1.0	1.0	1.0	1.0
Ganancia Antes de Impuestos	1.4	1.4	1.1	1.8
Impuesto Sobre la Renta	1.4	1.4	1.1	1.8
Ganancia del Período	1.4	1.4	1.1	1.8

(Fuente: Elaboración propia)

Cada año la empresa logra acceder a un mayor número de consumidores a través de sus diferentes canales de distribución, lo cual se ve reflejado en el incremento anual de las ventas netas durante los períodos 2004 – 2008.

La tendencia de los resultados de la empresa en los últimos cinco años fue al alza, derivado del incremento en las ventas y la reducción del costo de ventas; debido al acceso a nuevos mercados en el occidente del país, al lanzamiento de nuevas líneas de productos y a la aplicación de medidas de producción para reducir el desperdicio y mejorar la calidad de los procesos.

Es importante resaltar que la ganancia del año 2007 estuvo afectada por el incremento en los gastos de mercadeo y publicidad, y combustibles y lubricantes necesarios para acceder a los nuevos mercados; así como los gastos incurridos para implementar las medidas de producción anteriormente mencionadas.

4.1.5 Análisis de razones financieras

Cuadro 9

PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
RAZONES FINANCIERAS

	2004	2005	2006	2007	2008
RAZONES DE LIQUIDEZ					
Razón Circulante	7.24	2.55	2.84	2.13	1.21
Razón de la Prueba del Ácido	3.57	1.18	1.23	0.65	0.43
Liquidez en Cuentas por Cobrar	0.22	0.24	0.18	0.12	0.17
Capital de Trabajo Neto (Miles de Quetzales)	85,489	83,676	76,060	77,816	30,489
RAZONES DE DEUDA					
Deuda a Capital	0.57	1.00	0.95	1.30	2.37
Capitalización a Largo Plazo	25.2%	18.8%	21.4%	17.9%	12.6%
Flujo de Efectivo (EBITDA) a Deuda	33.2%	22.7%	27.8%	16.7%	14.3%
RAZONES DE COBERTURA					
Razón de Cobertura de Intereses	7.68	10.11	10.57	8.65	13.09
RAZONES DE RENTABILIDAD					
Margen de Utilidad Bruta	12.9%	14.1%	13.9%	16.0%	16.6%
Margen de Utilidad Neta	4.0%	4.9%	4.9%	3.2%	4.6%
Rendimiento Sobre Capital	11.4%	14.2%	16.4%	13.3%	21.6%
Rendimiento Sobre Activos	7.3%	7.1%	8.4%	5.8%	6.4%
Rotación de Activos	1.83	1.45	1.74	1.79	1.39

(Fuente: Elaboración propia)

Durante los años 2004 a 2006, la situación circulante de la empresa fue buena, especialmente en el 2004 con un índice de 7.24, indicando que por cada quetzal de deuda a corto plazo la empresa tenía más de 7 quetzales para solventar sus obligaciones.

El 2008 mostró el peor índice de circulante con un valor de 1.21, lo cual posicionó a la empresa en una situación de riesgo, tomando en cuenta que contaba con 1.21 quetzales en activo corriente para cubrir cada quetzal de sus obligaciones, de los cuales 0.78 quetzales se encontraban en inventario, lo cual no constituye liquidez inmediata; por lo tanto en el 2008 la empresa únicamente disponía de 0.43 quetzales para cubrir cada quetzal de deuda a corto plazo, tal como lo indica la prueba del ácido.

El capital de trabajo neto de la empresa se redujo de Q85 millones en el 2004 a Q30 millones en el 2008, mostrando la tendencia de la empresa de aumentar la proporción de activos corrientes financiados mediante fondos a corto plazo; principalmente a través de deuda con proveedores de materias primas requeridas para satisfacer el incremento en ventas. Lo anterior se llevó a cabo con el fin de incrementar las ganancias después de impuestos que resultan de los costos menores de la deuda a corto plazo.

La razón deuda a capital ha tenido un alto crecimiento, modificando la estructura de capital de la compañía. En el 2004 la deuda equivalía a 0.57 veces el capital; para el 2008 dicha deuda fue 2.37 veces mayor al capital. El incremento en los activos ha sido financiado con deuda, ya que únicamente en el 2005 se dio un aporte de capital del 10% correspondiente a reservas de capital y a utilidades retenidas; pero en los años siguientes el capital se redujo por distribución de utilidades.

Durante el período de análisis, la capitalización a largo plazo ha disminuido de 25.2% a 12.6%, derivado del incremento en las cuentas por pagar, es decir deuda a corto plazo. La razón de cobertura de intereses ha aumentado de 7.68 a 13.09 veces, lo cual refleja la capacidad de la empresa para hacer frente a los gastos financieros.

El flujo de efectivo antes de intereses e impuestos de la empresa fue para el año 2004 el 33.2% de los pasivos. Aunque el flujo de efectivo generado por las operaciones de la empresa ha aumentado durante los años posteriores, el incremento de la deuda a corto plazo provoca que dicho flujo únicamente sea un 14.3% de los pasivos para el año 2008.

El margen bruto de utilidad de la empresa ha mejorado de 12.9% en el 2004 a 16.6% en el 2008, principalmente por la implementación de medidas de producción enfocadas a reducir el costo de ventas. Dicha reducción no se ha manifestado en los gastos de operación, ya que por el contrario éstos han aumentado a causa de la ampliación de las instalaciones y acceso a nuevos mercados, ubicando el margen de utilidad neta alrededor de 4.6%; con excepción del año 2007 cuando este margen fue de 3.2%, por el alto gasto en mercadeo y publicidad realizado para atraer a un mayor número de consumidores.

El rendimiento sobre el capital en el año 2008 fue de 21.6%; dicho porcentaje fue 5.2 puntos porcentuales mayor que el rendimiento más grande obtenido por la empresa, de 16.4% en el 2006. Este último rendimiento se obtuvo por la disminución de capital derivado del pago de dividendos. Cada año la empresa ha incrementado sus ganancias sin requerir nuevos aportes a capital.

La reducción más acentuada en el rendimiento sobre los activos fue en el año 2007, cuando se ubicó en 5.8%. Para el 2008 el rendimiento fue de 6.4%. La reducción de dicho índice responde al incremento de los activos totales de la empresa, principalmente por la ampliación de las instalaciones.

La empresa redujo su eficiencia en el uso de sus recursos para generar producción, con una rotación de activos de 1.83 en el 2004 a una rotación de 1.39 en el 2008; incrementado sus activos en mayor proporción que el incremento de las ventas.

4.1.6 Modelo dupont

Cuadro 10
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
MODELO DUPONT

	2004	2005	2006	2007	2008
MODELO DUPONT					
Margen de Utilidad Neta (Margen de Explotación)	4.0%	4.9%	4.9%	3.2%	4.6%
Rotación de Activos	1.83	1.45	1.74	1.79	1.39
Apalancamiento Financiero	1.57	2.00	1.95	2.30	3.37
Rendimiento Sobre Capital Contable	11.4%	14.2%	16.4%	13.3%	21.6%

(Fuente: Elaboración propia)

Durante el período de análisis, la empresa incrementó su rendimiento sobre el capital contable, obteniendo su mejor resultado en el año 2008 con un rendimiento de 21.6%. Este resultado fue posible principalmente por el apalancamiento financiero de la empresa, a través del cual se ha incrementado la proporción de activos financiados con deuda.

4.1.7 Análisis de resultados

Productos Alimenticios, S. A., es una empresa con crecimiento sostenido en ventas desde el año 2004. A pesar de dicho crecimiento la empresa no ha logrado mejorar su margen de utilidad neta, debido a que ha tenido dificultades para reducir sus costos de ventas y sus gastos de operación.

La liquidez de la empresa se ha visto afectada debido a que una proporción muy elevada de activos corrientes se encuentran como cuentas por cobrar e inventarios, los cuales no tienen liquidez inmediata y ubican a la empresa en una posición de riesgo si le exigieran el pago inmediato de sus obligaciones.

Los activos de la empresa se han incrementado principalmente por las inversiones realizadas en inmuebles, planta y equipo, necesarias para satisfacer la creciente demanda de productos. Dicho incremento ha sido financiado a través de deuda a corto plazo, la cual ha aumentado hasta ocupar una porción elevada de los pasivos y capital contable.

Los resultados de la empresa dependen en gran medida del costo de ventas y de los gastos de operación, por lo cual es importante que la empresa ejecute las acciones necesarias para evitar que un incremento en estos rubros ponga en problemas su rentabilidad.

4.2 Análisis de la situación financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.

4.2.1 Estados financieros

Los estados financieros de Alimentos de Guatemala, S. A., presentados a continuación en los cuadros 11 y 12, fueron preparados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera.

Cuadro 11

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2004	2005	2006	2007	2008
ACTIVO					
Caja y Bancos	1,655	3,627	6,198	4,391	1,361
Cuentas por Cobrar	21,554	37,788	54,925	55,393	51,595
Inventarios	76,907	40,773	47,857	27,126	26,447
Total Activo Corriente	100,116	82,188	108,980	86,910	79,403
Inversiones	406	3,801	3,877	3,936	4,359
Inmuebles, Planta y Equipo	28,589	35,177	48,917	58,542	50,228
Activos Diferidos	832	929	876	1,514	1,343
Total Activo No Corriente	29,828	39,908	53,669	63,992	55,930
Total Activo	129,943	122,096	162,649	150,902	135,333
PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
Cuentas por Pagar	94,541	81,691	100,620	79,304	30,144
Total Pasivo Corriente	94,541	81,691	100,620	79,304	30,144
Préstamos Bancarios	-	-	15,000	15,000	15,000
Provisión Para Indemnizaciones	3,892	4,022	5,140	6,017	6,568
Total Pasivo No Corriente	3,892	4,022	20,140	21,017	21,568
Capital Contable	31,510	36,383	41,889	50,581	83,621
Total Patrimonio Neto	31,510	36,383	41,889	50,581	83,621
Total Patrimonio Neto y Pasivo	129,943	122,096	162,649	150,902	135,333

(Fuente: Alimentos de Guatemala, S. A.)

Los inventarios de productos terminados se valuaron a costo de producción, menor que el valor del mercado. Las materias primas y demás materiales se registran al costo promedio; mientras que las inversiones se registran al costo histórico.

Los inmuebles y equipos están registrados al costo histórico y se deprecian bajo el método de depreciación de línea recta en las tasas anuales siguientes: Edificios e Instalaciones 5%, Mobiliario y Equipo de Oficina 20%, Vehículos 20%, Maquinaria y Equipo de Fábrica 20%, Herramientas 25%, Equipo de Computación 30%.

La compañía ha adoptado la política de reconocer indemnización a todos sus empleados, incluyendo aquellos que se retiran voluntariamente.

Cuadro 12

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas	172,773	221,174	263,219	286,288	304,269
Costo de Ventas	152,395	204,217	242,446	257,924	274,803
Ganancia Bruta	20,379	16,957	20,773	28,364	29,466
Gastos de Operación	15,709	9,165	10,272	11,267	14,632
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	4,669	7,792	10,502	17,097	14,834
Gastos Financieros	-	-	1,275	1,275	1,275
Ganancia Antes de Impuestos	4,669	7,792	9,227	15,822	13,559
Impuesto Sobre la Renta	1,447	2,415	2,860	4,905	4,203
Ganancia del Período	3,222	5,376	6,366	10,917	9,356

(Fuente: Alimentos de Guatemala, S. A.)

La empresa registra sus ingresos y gastos bajo el método de lo devengado. Las ventas son reconocidas netas de los impuestos, cuando se ha entregado el bien y se han transferido los riesgos y beneficios inherentes.

4.2.2 Análisis vertical

Cuadro 13

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2004	2005	2006	2007	2008
ACTIVO					
Caja y Bancos	1%	3%	4%	3%	1%
Cuentas por Cobrar	17%	31%	34%	37%	38%
Inventarios	59%	33%	29%	18%	20%
Total Activo Corriente	77%	67%	67%	58%	59%
Inversiones	0%	3%	2%	3%	3%
Inmuebles, Planta y Equipo	22%	29%	30%	39%	37%
Activos Diferidos	1%	1%	1%	1%	1%
Total Activo No Corriente	23%	33%	33%	42%	41%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO					
Cuentas por Pagar	73%	67%	62%	53%	22%
Total Pasivo Corriente	73%	67%	62%	53%	22%
Préstamos Bancarios	0%	0%	9%	10%	11%
Provisión Para Indemnizaciones	3%	3%	3%	4%	5%
Total Pasivo No Corriente	3%	3%	12%	14%	16%
Capital Contable	24%	30%	26%	34%	62%
Total Patrimonio Neto	24%	30%	26%	34%	62%
Total Patrimonio Neto y Pasivo	100%	100%	100%	100%	100%

(Fuente: Elaboración propia)

En los últimos 2 años, alrededor del 60% de los activos de la empresa han sido activos corrientes, lo cual contribuye a que la empresa cuente con liquidez para solventar sus obligaciones a corto plazo. El 38% de los activos corresponden a cuentas por cobrar, con un período de recuperación promedio de 40 días, permitiéndole a la empresa mantener su liquidez.

La proporción del inventario dentro del total de activos se redujo de 60% en el 2004 a 20% en el 2008, debido a la implementación de un modelo de producción

que permite determinar la cantidad óptima de insumos que se deben mantener en inventario para cumplir con el programa de producción.

Durante el año 2007, se adquirió maquinaria y equipo para satisfacer el incremento de la producción, derivado del aumento de la demanda de productos. Lo anterior hizo incrementar la participación del rubro de inmuebles, planta y equipo dentro del total de activos de la empresa.

La tendencia de la empresa se dirige hacia la utilización de un método conservador de financiamiento de activos²⁰, incrementando la proporción de deuda a largo plazo dentro del total de pasivos, a través de un préstamo bancario que obtuvo la empresa en el año 2006 por Q15 millones, a 5 años plazo con una tasa de interés de 8.50% anual. Dicho préstamo fue utilizado para la adquisición de maquinaria y equipo necesarios para cumplir oportunamente con la demanda de productos.

Mientras que en el 2004 el 24% de los activos fueron financiados por capital contable, en el 2008 el 38% de los activos se financiaron utilizando pasivos. La participación del capital contable aumentó principalmente por la retención de utilidades y aportes a capital para financiar las inversiones en activos no corrientes y en capital de trabajo neto.

²⁰ El método conservador de financiamiento de activos utiliza una proporción de deuda a corto plazo relativamente baja, lo cual reduce el riesgo de que la compañía se vea imposibilitada de refinanciar su deuda y también reduce el riesgo asociado con las fluctuaciones en las tasas de interés. Sin embargo, este método disminuye los rendimientos esperados a disposición de los accionistas, ya que por lo general el costo de la deuda a largo plazo es superior al de la deuda a corto plazo. Véase Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p. Capítulo 17.

Cuadro 14

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	88%	92%	92%	90%	90%
Ganancia Bruta	12%	8%	8%	10%	10%
Gastos de Operación	9%	4%	4%	4%	5%
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	3%	4%	4%	6%	5%
Gastos Financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia Antes de Impuestos	3%	4%	4%	6%	4%
Impuesto Sobre la Renta	1%	1%	1%	2%	1%
Ganancia del Período	2%	2%	2%	4%	3%

(Fuente: Elaboración propia)

El costo de ventas de la empresa para los años 2005 y 2006 se incrementó a consecuencia del reemplazo del material de empaque por uno que permite mantener por mayor tiempo la calidad de los productos. A partir del año 2007 se hizo una negociación con los proveedores del empaque, consiguiendo una reducción en el precio del mismo y contribuyendo a la disminución del costo de ventas.

En el año 2004 los gastos de operación fueron el 9% de las ventas, principalmente por gastos de investigación y desarrollo requeridos para lanzar al mercado la línea de néctares de frutas.

La ganancia de la empresa durante los años 2004 a 2006 fue el 2% de las ventas netas. En el año 2007 el margen de utilidad neta se incrementó principalmente por la disminución del precio del material de empaque, reflejado en un menor costo de ventas.

4.2.3 Análisis horizontal

Cuadro 15

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
BALANCE GENERAL
ANÁLISIS HORIZONTAL
(MILES DE QUETZALES)

	2005 - 2004		2006 - 2005		2007 - 2006		2008 - 2007	
ACTIVO								
Caja y Bancos	1,972	119%	2,571	71%	(1,807)	-29%	(3,030)	-69%
Cuentas por Cobrar	16,233	75%	17,137	45%	468	1%	(3,798)	-7%
Inventarios	(36,133)	-47%	7,084	17%	(20,731)	-43%	(679)	-3%
Total Activo Corriente	(17,928)	-18%	26,792	33%	(22,070)	-20%	(7,507)	-9%
Inversiones	3,395	836%	75	2%	60	2%	422	11%
Inmuebles, Planta y Equipo	6,588	23%	13,739	39%	9,625	20%	(8,313)	-14%
Activos Diferidos	97	12%	(54)	-6%	639	73%	(172)	-11%
Total Activo No Corriente	10,080	34%	13,761	34%	10,324	19%	(8,063)	-13%
Total Activo	(7,848)	-6%	40,553	33%	(11,747)	-7%	(15,570)	-10%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO								
Cuentas por Pagar	(12,850)	-14%	18,929	23%	(21,316)	-21%	(49,161)	-62%
Total Pasivo Corriente	(12,850)	-14%	18,929	23%	(21,316)	-21%	(49,161)	-62%
Préstamos Bancarios	-	0%	15,000	0%	-	0%	-	0%
Provisión Para Indemnizaciones	129	3%	1,119	28%	877	17%	551	9%
Total Pasivo No Corriente	129	3%	16,119	401%	877	4%	551	3%
Capital Contable	4,873	15%	5,506	15%	8,693	21%	33,040	65%
Total Patrimonio Neto	4,873	15%	5,506	15%	8,693	21%	33,040	65%
Total Patrimonio Neto y Pasivo	(7,848)	-6%	40,553	33%	(11,747)	-7%	(15,570)	-10%

(Fuente: Elaboración propia)

En el año 2007 hubo una fuerte reducción de los inventarios, principalmente por la implementación del modelo de producción que permite mantener en inventario la cantidad necesaria de insumos para cumplir con el programa de producción. El modelo de producción también contribuyó a que las cuentas por pagar de la compañía disminuyeran, como consecuencia de una menor cantidad de pedidos a proveedores.

En el año 2005 se adquirieron valores negociables emitidos por empresas privadas, incrementando el rubro de inversiones en Q3.4 millones. Para el 2006 se aprecia un aumento en los préstamos bancarios, debido a la deuda contraída por Q15 millones.

Durante el período analizado, la empresa incrementó su capital contable a través de la retención de utilidades y aportes a capital, los cuales se utilizaron para financiar las inversiones en inmuebles, planta y equipo requeridos para satisfacer el aumento de la demanda.

Cuadro 16

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
ESTADO DE RESULTADOS
ANÁLISIS HORIZONTAL
(MILES DE QUETZALES)

	2005 - 2004		2006 - 2005		2007 - 2006		2008 - 2007	
Ventas Netas	48,400	28%	42,045	19%	23,069	9%	17,981	6%
Costo de Ventas	51,822	34%	38,229	19%	15,479	6%	16,878	7%
Ganancia Bruta	(3,422)	-17%	3,817	23%	7,590	37%	1,102	4%
Gastos de Operación	(6,544)	-42%	1,106	12%	995	10%	3,365	30%
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	3,122	67%	2,710	35%	6,595	63%	(2,262)	-13%
Gastos Financieros	-	0%	1,275	0%	-	0%	-	0%
Ganancia Antes de Impuestos	3,122	67%	1,435	18%	6,595	71%	(2,262)	-14%
Impuesto Sobre la Renta	968	67%	445	18%	2,045	71%	(701)	-14%
Ganancia del Período	2,154	67%	990	18%	4,551	71%	(1,561)	-14%

(Fuente: Elaboración propia)

La empresa ha incrementado anualmente sus ventas netas, especialmente en los períodos 2005 y 2006, debido al lanzamiento de las diferentes líneas de néctares de frutas.

En el año 2005 hubo una reducción de 42% en los gastos de operación con respecto al 2004, principalmente por la disminución de gastos de investigación y

desarrollo requeridos antes del lanzamiento de las diferentes líneas de néctares de frutas.

En el 2008 la ganancia disminuyó 14%, principalmente por el incremento de los gastos de operación, los cuales aumentaron a consecuencia de la contratación de personal en el área de ventas y del alza en el precio de los combustibles.

4.2.4 Análisis de tendencias²¹

Cuadro 17

**ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
BALANCE GENERAL
ANÁLISIS DE TENDENCIAS**

	2005 - 2004	2006 - 2004	2007 - 2004	2008 - 2004
ACTIVO				
Caja y Bancos	2.2	3.7	2.7	0.8
Cuentas por Cobrar	1.8	2.5	2.6	2.4
Inventarios	0.5	0.6	0.4	0.3
Total Activo Corriente	0.8	1.1	0.9	0.8
Inversiones	9.4	9.5	9.7	10.7
Inmuebles, Planta y Equipo	1.2	1.7	2.0	1.8
Activos Diferidos	1.1	1.1	1.8	1.6
Total Activo No Corriente	1.3	1.8	2.1	1.9
Total Activo	0.9	1.3	1.2	1.0
PATRIMONIO NETO Y PASIVO				
Cuentas por Pagar	0.9	1.1	0.8	0.3
Total Pasivo Corriente	0.9	1.1	0.8	0.3
Préstamos Bancarios				
Provisión Para Indemnizaciones	1.0	1.3	1.5	1.7
Total Pasivo No Corriente	1.0	5.2	5.4	5.5
Capital Contable	1.2	1.3	1.6	2.7
Total Patrimonio Neto	1.2	1.3	1.6	2.7
Total Patrimonio Neto y Pasivo	0.9	1.3	1.2	1.0

(Fuente: Elaboración propia)

²¹ El año base utilizado para determinar la tendencia fue el 2004, y su cálculo se realizó de la siguiente manera: Caja y Bancos (2005 - 2004) = 3,627 / 1,655 = 2.2.

Las cuentas por cobrar muestran una tendencia al alza, principalmente por el incremento en ventas y por la concesión de más crédito a los clientes.

Desde el año 2004, la tendencia de la empresa se dirige hacia la disminución del inventario, manteniendo únicamente la cantidad requerida de materias primas para cumplir con el programa de producción, y de esta forma evitar incurrir en gastos innecesarios de almacenamiento de inventario. Lo anterior también ha contribuido a disminuir el monto de las cuentas por pagar, puesto que se ha realizado una menor cantidad de pedidos a proveedores.

El capital contable de la empresa muestra una tendencia al alza, debido a la retención de utilidades, la política de no pago de dividendos y aportes a capital, para financiar las inversiones realizadas en activos no corrientes y capital de trabajo neto, principalmente en los rubros de inmuebles, planta y equipo y en cuentas por cobrar, necesarias para satisfacer la creciente demanda de productos.

Cuadro 18

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A. ESTADO DE RESULTADOS ANÁLISIS DE TENDENCIAS

	2005 - 2004	2006 - 2004	2007 - 2004	2008 - 2004
Ventas Netas	1.3	1.5	1.7	1.8
Costo de Ventas	1.3	1.6	1.7	1.8
Ganancia Bruta	0.8	1.0	1.4	1.4
Gastos de Operación	0.6	0.7	0.7	0.9
Ganancia Antes de Intereses e Impuestos	1.7	2.2	3.7	3.2
Gastos Financieros				
Ganancia Antes de Impuestos	1.7	2.0	3.4	2.9
Impuesto Sobre la Renta	1.7	2.0	3.4	2.9
Ganancia del Período	1.7	2.0	3.4	2.9

(Fuente: Elaboración propia)

Las ventas y la ganancia del período muestran una tendencia ascendente, derivado del incremento en la demanda de productos y de los esfuerzos realizados para llegar a un mayor número de consumidores, a través de sus diferentes canales de distribución.

4.2.5 Análisis de razones financieras

Cuadro 19

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
RAZONES FINANCIERAS

	2004	2005	2006	2007	2008
RAZONES DE LIQUIDEZ					
Razón Circulante	1.06	1.01	1.08	1.10	2.63
Razón de la Prueba del Ácido	0.25	0.51	0.61	0.75	1.76
Liquidez en Cuentas por Cobrar	0.12	0.17	0.21	0.19	0.17
Capital de Trabajo Neto (Miles de Quetzales)	5,575	497	8,360	7,606	49,259
RAZONES DE DEUDA					
Deuda a Capital	3.12	2.36	2.88	1.98	0.62
Capitalización a Largo Plazo	3.0%	3.3%	12.4%	13.9%	15.9%
Flujo de Efectivo (EBITDA) a Deuda	4.7%	9.1%	8.7%	17.0%	28.7%
RAZONES DE COBERTURA					
Razón de Cobertura de Intereses			8.24	13.41	11.63
RAZONES DE RENTABILIDAD					
Margen de Utilidad Bruta	11.8%	7.7%	7.9%	9.9%	9.7%
Margen de Utilidad Neta	1.9%	2.4%	2.4%	3.8%	3.1%
Rendimiento Sobre Capital	10.2%	14.8%	15.2%	21.6%	11.2%
Rendimiento Sobre Activos	2.5%	4.4%	3.9%	7.2%	6.9%
Rotación de Activos	1.33	1.81	1.62	1.90	2.25

(Fuente: Elaboración propia)

Durante los años 2004 a 2007, la situación circulante de la empresa fue muy riesgosa, ya que la empresa únicamente contaba con el monto necesario para cumplir con sus deudas a corto plazo. En el año 2008 la situación de la empresa mejoró gracias a la disminución de las cuentas por pagar, derivado de una menor cantidad de pedidos de materia prima a proveedores.

El capital de trabajo neto de la empresa se incrementó de Q5.6 millones en el 2004 a Q49 millones en el 2008, mostrando la tendencia de la empresa de disminuir la proporción de activos corrientes financiados mediante fondos de corto plazo.

La razón de deuda a capital ha disminuido modificando la estructura de capital de la compañía. En el 2004 la deuda equivalía a 3.12 veces el capital y para el 2008 dicha deuda se contrajo a un 0.62 del capital, permitiendo reducir los gastos financieros y el riesgo asociado con las fluctuaciones en la tasa de interés. El incremento en los activos ha sido financiado principalmente con capital contable, correspondiente a utilidades retenidas.

La capitalización a largo plazo se incrementó a partir del año 2006, debido a la obtención del préstamo bancario por Q15 millones. La razón de cobertura de intereses ha aumentado de 8.24 a 11.63 veces, lo cual refleja la capacidad de la empresa para hacer frente a los gastos financieros.

Para el año 2004, el flujo de efectivo antes de intereses e impuestos de la empresa fue el 4.7% de los pasivos, incrementándose a 28.7% para el 2008. El flujo de efectivo generado por las operaciones de la empresa durante este período se incrementó a consecuencia de la reducción de la deuda a corto plazo y del aumento en las ventas.

El margen bruto de utilidad de la empresa ha empeorado de 11.8% en el 2004 a 9.7% en el 2008, a consecuencia del aumento en el costo de ventas, por el cambio del material de empaque de los productos. Por otra parte los gastos de operación mostraron reducción durante el período de análisis, principalmente en el área de mercadeo y publicidad.

El rendimiento sobre el capital contable se incrementó durante el período de análisis, a excepción del año 2008 debido al aumento utilidades retenidas y aportes a capital.

El rendimiento sobre los activos se incrementó durante los años 2007 y 2008, con rendimientos de 7.2% y 6.9%, respectivamente. El aumento de dicho índice responde a la reducción de los inventarios durante esos períodos, que provocó una disminución en los activos totales de la empresa.

La empresa mejoró su eficiencia en el uso de sus recursos para generar producción, con una rotación de activos de 1.33 en el 2004 a una rotación de 2.25 en el 2008. Esta mejora en el índice se debe a que las ventas se han incrementado en mayor proporción que el incremento de los activos.

4.2.6 Modelo dupont

Cuadro 20
ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
MODELO DUPONT

	2004	2005	2006	2007	2008
MODELO DUPONT					
Margen de Utilidad Neta (Margen de Explotación)	1.9%	2.4%	2.4%	3.8%	3.1%
Rotación de Activos	1.33	1.81	1.62	1.90	2.25
Apalancamiento Financiero	4.12	3.36	3.88	2.98	1.62
Rendimiento Sobre Capital Contable	10.2%	14.8%	15.2%	21.6%	11.2%

(Fuente: Elaboración propia)

Durante el período de análisis, la empresa incrementó su rendimiento sobre el capital contable, obteniendo su mejor resultado en el 2007 con un rendimiento de 21.6%. En este año el margen de utilidad neta se ubicó en 3.8%, siendo el más alto obtenido durante los últimos 5 años, principalmente por la reducción del costo de ventas.

4.2.7 Análisis de resultados

Durante el periodo analizado, Alimentos de Guatemala, S. A., ha tenido crecimiento sostenido en ventas y ha mejorando sus resultados financieros, medidos a través de los indicadores de rentabilidad.

La empresa ha sido ineficiente en la ejecución de sus procesos productivos, lo cual se refleja en el elevado costo de ventas que ha incrementado aún más por la necesidad de mantener la calidad de sus productos (ver cuadro 14).

El activo de la empresa no ha tenido variaciones significativas durante el período de análisis; sin embargo, se ha modificado su estructura de capital a causa de la reducción de las cuentas por pagar y el incremento del capital contable. En el 2008 el 62% de los activos fueron financiados con capital contable, correspondiente a utilidades retenidas y aportes a capital.

Los resultados de la empresa dependen principalmente del costo de ventas, por lo cual es importante ejecutar las acciones necesarias para disminuirlo y alcanzar una mayor rentabilidad.

5. VALORACIÓN FINANCIERA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A. Y ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.

La valoración financiera de las empresas se realizó a través del método basado en el descuento de flujos de efectivo por ser el más extendido actualmente, con mayor fundamento metodológico y desde el punto de vista teórico, el método más sólido.

Las empresas Productos Alimenticios, S. A. y Alimentos de Guatemala, S. A., brindaron las proyecciones de flujo de efectivo para los próximos 5 años (2009 – 2013). Dichas proyecciones fueron utilizadas en la determinación de la valoración financiera de la empresa.

5.1 Valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A.

Para realizar la valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A., se determinó la tasa de descuento de la empresa, a través del método de costo ponderado de capital, que utiliza para su cálculo la composición y costo de las fuentes de financiamiento utilizadas por la empresa.

En el año 2008, Productos Alimenticios, S. A., poseía una deuda por un monto de Q23.5 millones, con un costo antes de impuestos de 8.25%. El costo del capital contable es el rendimiento que han exigido los propietarios sobre las inversiones que realizaron durante los últimos 3 años, y está determinado en un valor de 13.75%. El capital contable de la empresa asciende a Q74.8 millones.

5.1.1 Flujo de caja proyectado

A continuación se presenta la proyección del flujo de caja neto para los años 2009 – 2013, preparado por el departamento financiero de Productos Alimenticios, S. A., con base a las siguientes estimaciones:

1. Se espera que las ventas se incrementen a razón de 20% anual, por el incremento de consumidores, acceso a nuevos mercados y el lanzamiento de nuevos productos en las líneas de boquitas y galletas.
2. Se mantendrá un costo de ventas del 79%, a través de la aplicación de métodos de producción más eficientes.
3. Los gastos de distribución y ventas constituyen un 8% de las ventas, por políticas financieras de la organización.
4. Los gastos de administración se mantienen alrededor de 2% de las ventas, conforme a las políticas financieras de la organización.
5. Los pagos realizados a proveedores son 8% de las ventas, de acuerdo con las negociaciones realizadas con proveedores.

Cuadro 21
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
FLUJO DE CAJA PROYECTADO
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2009	2010	2011	2012	2013
INGRESOS					
Ventas Netas	406,148	482,415	582,125	698,550	838,261
Ingresos Financieros	113	113	113	113	113
Total Ingresos	406,261	482,528	582,239	698,664	838,374
EGRESOS					
Costo de Ventas	321,669	382,073	461,043	553,252	663,902
Gastos de Distribución y Ventas	32,233	38,723	46,512	55,858	67,073
Gastos de Administración	8,099	9,809	11,862	14,325	17,281
Pagos a Proveedores	30,266	38,723	46,512	55,858	64,605
Gastos Financieros	681	681	681	681	681
Pago de Préstamos Bancarios	-	-	-	-	-
Total Egresos	392,948	470,010	566,610	679,974	813,543
Flujo de Caja	13,313	12,518	15,629	18,690	24,831
Impuesto Sobre la Renta	4,127	3,881	4,845	5,794	7,698
Flujo de Caja Neto	9,186	8,638	10,784	12,896	17,134
Saldo Inicial de Caja	3,422	12,608	21,246	32,029	44,925
Saldo Final de Caja	12,608	21,246	32,029	44,925	62,059

(Fuente: Productos Alimenticios, S. A.)

5.1.2 Costo promedio ponderado de capital (WACC)

La estructura de capital de la empresa en el año 2008 se compone de 76% de capital contable y 24% de deuda, de acuerdo con el siguiente cuadro:

Cuadro 22
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
ESTRUCTURA DE CAPITAL

FUENTE DE FINANCIAMIENTO	MONTO	COMPOSICIÓN	COSTO ANTES DE IMPUESTOS	COSTO DESPUÉS DE IMPUESTOS
Capital Contable	74,775	76%	13.75%	13.75%
Deuda	23,500	24%	8.25%	5.69%
COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL WACC				11.82%

(Fuente: Elaboración propia)

La tasa impositiva de la empresa es de 31%, la cual se utiliza para determinar el costo de la deuda después de impuestos.

A partir de esta estructura de capital se obtiene un costo ponderado de capital de 11.82%²². Al utilizar este método para determinar la tasa de descuento de Productos Alimenticios, S. A. se asume que la estructura de capital de la empresa se mantendrá inalterada en el tiempo.

5.1.3 Valor terminal

El valor terminal de la empresa se estimó tomando el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año 2013 y asumiendo que la empresa continuará creciendo indefinidamente. El ritmo de crecimiento utilizado será igual al promedio de crecimiento de la ganancia del período durante los últimos 4 años (2005 – 2008), el cual fue de 20%.

Cuadro 23

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
PROMEDIO DEL CRECIMIENTO ANUAL DE LA GANANCIA DEL PERÍODO
(MILES DE QUETZALES)**

CONCEPTO	2004	2005	2006	2007	2008
Ganancia del Período	8,930	12,191	12,799	10,230	16,171
Crecimiento		36.5%	5.0%	-20.1%	58.1%
PROMEDIO DEL CRECIMIENTO DE LA GANANCIA DEL PERÍODO					19.87%

(Fuente: Elaboración propia)

A partir de lo anterior se obtiene un valor terminal de Productos Alimenticios, S. A. de Q64.8 millones²³.

²² Costo promedio ponderado de capital = $(76\% * 13.75\%) + \{24\% * [8.25\% * (1 - 31\%)]\} = 11.82\%$.

²³ Valor terminal = $[17,134 * (1 + 19.87\%)] / (11.82\% + 19.87\%) = 64,796$

5.1.4 Valoración financiera

Utilizando las herramientas mostradas en los incisos anteriores: flujo de caja neto, costo promedio ponderado de capital y valor terminal de la empresa; se determinó la valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A.

Cuadro 24

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
VALORACIÓN FINANCIERA
(MILES DE QUETZALES)**

CONCEPTO	2009	2010	2011	2012	2013
Flujo de Caja Libre	9,186	8,638	10,784	12,896	17,134
Valor Terminal					64,796
Total Flujo de Caja	9,186	8,638	10,784	12,896	81,930
Valor Presente	8,215	6,908	7,712	8,247	46,858
VALORACIÓN FINANCIERA					77,940

(Fuente: Elaboración propia)

La valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A., es de Q77.9 millones²⁴.

5.2 Valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.

La valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A., también requiere la determinación de la tasa de descuento de la empresa, a través del método de costo ponderado de capital.

La deuda obtenida en el año 2006, por un monto de Q15.0 millones, tiene un costo antes de impuestos de 8.50%. El costo del capital contable de Alimentos de Guatemala, S. A., está determinado en un valor de 14.30%; dicho rendimiento lo han fijado los propietarios de la empresa para evaluar sus proyectos de inversión. Al año 2008 el capital contable de la empresa fue de Q83.6 millones.

²⁴ Valoración financiera = Σ valor presente de los flujos de caja
 Valoración financiera = $[9,186 / (1 + 11.82\%)^1] + [8,638 / (1 + 11.82\%)^2] + [10,784 / (1 + 11.82\%)^3] + [12,896 / (1 + 11.82\%)^4] + [81,930 / (1 + 11.82\%)^5] = 77,940$

5.2.1 Flujo de caja proyectado

A continuación se presenta el flujo de caja neto proyectado para los años 2009 – 2013, preparado por el departamento financiero de Alimentos de Guatemala, S. A., con base a las siguientes estimaciones:

1. Se espera que las ventas se incrementen a razón de 16% anual, por el aumento de los consumidores y el lanzamiento de nuevos productos.
2. Se mantendrá un costo de ventas del 88%, a través de la mejora en los procesos productivos y negociaciones con proveedores para reducir el precio de las materias primas.
3. Los gastos de distribución y ventas constituyen un 3% de las ventas, conforme a las políticas financieras de la empresa.
4. Los gastos de administración se mantienen alrededor de 1% de las ventas, por políticas financieras de la empresa.
5. Los pagos realizados a proveedores son 3% de las ventas, de acuerdo a negociaciones con proveedores.

Cuadro 25
ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
FLUJO DE CAJA PROYECTADO
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2009	2010	2011	2012	2013
INGRESOS					
Ventas Netas	332,094	386,059	449,769	522,856	607,821
Ingresos Financieros	218	218	218	218	218
Total Ingresos	332,312	386,277	449,987	523,074	608,039
EGRESOS					
Costo de Ventas	293,239	340,504	397,146	464,819	537,313
Gastos de Distribución y Ventas	9,071	10,544	12,264	14,343	16,781
Gastos de Administración	3,997	4,649	5,416	6,323	7,397
Pagos a Proveedores	6,620	10,020	11,674	13,729	15,946
Gastos Financieros	558	558	558	-	-
Pago de Préstamos Bancarios	-	-	15,000	-	-
Total Egresos	313,485	366,276	442,057	499,214	577,438
Flujo de Caja	18,827	20,002	7,930	23,861	30,601
Impuesto Sobre la Renta	5,836	6,200	2,458	7,397	9,486
Flujo de Caja Neto	12,991	13,801	5,471	16,464	21,115
Saldo Inicial de Caja	1,361	14,352	28,153	33,624	50,088
Saldo Final de Caja	14,352	28,153	33,624	50,088	71,203

(Fuente: Alimentos de Guatemala, S. A.)

5.2.2 Costo promedio ponderado de capital (WACC)

La estructura de capital de Alimentos de Guatemala, S. A., en el año 2008 estuvo compuesta por 85% de capital contable y 15% de deuda, de acuerdo con el siguiente cuadro:

Cuadro 26
ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
ESTRUCTURA DE CAPITAL

FUENTE DE FINANCIAMIENTO	MONTO	COMPOSICIÓN	COSTO ANTES DE IMPUESTOS	COSTO DESPUÉS DE IMPUESTOS
Capital Contable	83,621	85%	14.30%	14.30%
Deuda	15,000	15%	8.50%	5.87%
COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL WACC				13.02%

(Fuente: Elaboración propia)

La tasa impositiva de la empresa es de 31%, la cual se utiliza para determinar el costo de la deuda después de impuestos.

A partir de esta estructura de capital se obtiene un costo ponderado de capital de 13.02%²⁵. Al utilizar este método para determinar la tasa de descuento se asume que la estructura de capital de la empresa se mantendrá inalterada en el tiempo.

5.2.3 Valor terminal

El valor terminal de la empresa se estimó tomando el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año 2013 y asumiendo que la empresa continuará creciendo indefinidamente. El ritmo de crecimiento utilizado será igual al promedio de crecimiento de la ganancia del período durante los últimos 4 años (2005 – 2008), el cual fue de 35.62%.

²⁵ Costo promedio ponderado de capital = $(85\% * 14.30\%) + \{15\% * [8.50\% * (1 - 31\%)]\} = 13.02\%$

Cuadro 27

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
PROMEDIO DEL CRECIMIENTO ANUAL DE LA GANANCIA DEL PERÍODO
(MILES DE QUETZALES)

CONCEPTO	2004	2005	2006	2007	2008
Ganancia del Período	3,222	5,376	6,366	10,917	9,356
Crecimiento		66.9%	18.4%	71.5%	-14.3%
PROMEDIO DEL CRECIMIENTO DE LA GANANCIA DEL PERIODO					35.62%

(Fuente: Elaboración propia)

A partir de lo anterior se obtiene un valor terminal de Alimentos de Guatemala, S. A., de Q58.9 millones²⁶.

5.2.4 Valoración financiera

Utilizando el flujo de caja neto, el costo promedio ponderado de capital y el valor terminal de la empresa; se determinó la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.

Cuadro 28

ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.
VALORACIÓN FINANCIERA
(MILES DE QUETZALES)

CONCEPTO	2009	2010	2011	2012	2013
Flujo de Caja Libre	12,991	13,801	5,471	16,464	21,115
Valor Terminal					58,878
Total Flujo de Caja	12,991	13,801	5,471	16,464	79,993
Valor Presente	11,495	10,805	3,790	10,091	43,384
VALORACIÓN FINANCIERA					79,565

(Fuente: Elaboración propia)

La valoración financiera de la empresa es de Q79.6 millones²⁷.

²⁶ Valor terminal = $[21,115 * (1 + 35.62\%)] / (13.02\% + 35.62\%) = 58,878$

²⁷ Valoración financiera = Σ valor presente de los flujos de caja
 Valoración financiera = $[12,991 / (1 + 13.02\%)^1] + [13,801 / (1 + 13.02\%)^2] + [5,471 / (1 + 13.02\%)^3] + [16,464 / (1 + 13.02\%)^4] + [79,993 / (1 + 13.02\%)^5] = 79,565$

6. DETERMINACIÓN DEL PRECIO DE ADQUISICIÓN DE ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.

El precio de adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., está dado por la valoración financiera de la empresa más una prima de adquisición atractiva, que motive a los propietarios de la empresa objetivo a realizar la venta.

El precio no puede determinarse de forma exacta a través del análisis financiero, puesto que es un punto de acuerdo entre el vendedor y el comprador que se establece durante el proceso de negociación, por tanto incluye en sus componentes un valor teórico – técnico y un valor de expectativas de negocio.

6.1 Prima de adquisición

Una prima de 10% a 20% sobre la valoración de la empresa se considera como una oferta mínima²⁸, puesto que la evidencia muestra que las primas de adquisición negociadas generalmente suman un promedio entre el 30% y 50% de la valoración de la empresa²⁹. Dicha prima representa una ganancia para los propietarios de la empresa adquirida y un costo para la empresa adquirente.

Partiendo de la anterior, la junta directiva de Productos Alimenticios, S. A., ha acordado ofrecer una prima de 40% sobre la valoración financiera de Alimentos de Guatemala, S. A., correspondiente a un monto de Q31.8 millones³⁰. Dicha prima corresponde al valor medio de los porcentajes que generalmente se ofrecen y satisface las siguientes cuestiones:

²⁸ Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. p. 734.

²⁹ Emery, D. y Finnerty, J. 2000. Administración Financiera Corporativa. 1ª. Edición. México. Editorial Prentice Hall. p. 915.

³⁰ Prima de adquisición = 79,565 * 40% = 31,826

- a. Es una prima de adquisición atractiva para animar a los propietarios de la empresa objetivo a realizar la venta.
- b. Protege los intereses de los propietarios de la adquirente y no supone una dilución del valor de su riqueza ni del beneficio que venían obteniendo con anterioridad a la operación.
- c. Mantiene la solvencia necesaria para el pago de la anualidad de la deuda si la adquisición es financiada total o parcialmente con recursos ajenos.

Por lo tanto el precio de adquisición de la empresa objetivo será de Q111.4 millones³¹.

6.2 Fuentes de financiamiento de la adquisición

La adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., se realizará a través de una compra apalancada³², financiando el 19% del precio de adquisición con aportes a capital, correspondiente a Q21.4 millones. El otro 81% se cancelará a través de una deuda a largo plazo con una entidad bancaria, en la cual se dispone de una línea de crédito, por un monto equivalente a Q90 millones.

El costo de los recursos propios será equivalente al rendimiento requerido, por los propietarios de Alimentos de Guatemala, S. A., sobre las inversiones realizadas durante los últimos 3 años, con un valor de 13.75%.

El costo de los recursos ajenos tendrá un valor antes de impuestos de 8.25%, correspondiente al costo de la línea de crédito que tiene la empresa en uno de los bancos del sistema.

³¹ Precio de adquisición = 79,565 + 31,826 = 111,392

³² Las adquisiciones apalancadas consisten en la compra de una empresa, con la peculiaridad que los inversores únicamente aportan una pequeña parte del precio de compra, entre un 10% y un 15%, mientras que el resto se materializa en deuda a largo plazo. Véase Galindo Lucas A. Fundamentos de Valoración de Empresas (en línea). Málaga, España. Eumednet de la Universidad de Málaga. Disponible en <http://www.eumed.net/libros/2005/agl/agl.pdf>. Capítulo 8.

7. ESTIMACIÓN DE LA VENTAJA NETA DE LA FUSIÓN

Para estimar la ventaja neta de la fusión es necesario contar con la valoración financiera de las empresas antes de la fusión, la valoración financiera de la sinergia y con el monto de los gastos asociados con la fusión.

7.1 Gastos de transacción

Además de la prima que se pagará sobre la valoración de la empresa adquirida, existen otros gastos de transacción, correspondientes a gastos de reestructuración de la empresa, gastos jurídicos, gastos de planeación para la integración.

Según estimaciones realizadas por la empresa adquirente, Productos Alimenticios, S. A., los gastos de transacción serán los siguientes:

- a. Gastos de reestructuración física: Por traslado de áreas de producción para unificar procesos de producción, Q750,000.
- b. Gastos de reestructuración tecnológica: Por adaptación de la tecnología existente a los procesos productivos y administrativos, Q2,000,000.
- c. Gastos jurídicos: Pago de patentes, títulos de propiedad y otros documentos relacionados con la adquisición, Q500,000.
- d. Gastos de planeación para la integración: Q275,000
- e. Gastos por indemnizaciones: Q2,500,000

El total de gastos de transacción asciende a Q6,025,000.

7.2 Método contable de adquisición

El método contable utilizado en la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., será el método de adquisición³³, cuya aplicación se regula en la Norma Internacional de Información Financiera No. 3 relativa a las combinaciones de negocios, en su versión revisada y modificada al 31 de marzo de 2004.

Según este método, los gastos de transacción se registran dentro del estado de resultados, al igual que otros beneficios y costos que se obtendrán a partir de la adquisición.

Los activos y pasivos identificables adquiridos se reconocen en el balance general, así como cualquier plusvalía o minusvalía comprada, resultante de la adquisición.

7.3 Balance general de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición

En el activo se incluye la suma de los activos de las dos empresas más el valor de la plusvalía comprada, correspondiente al exceso de costo pagado sobre el valor en libros de la empresa o capital contable, el cual es de Q83.6 millones. La plusvalía se registra en el rubro de fondo de comercio y equivale a Q27.8 millones³⁴.

Los pasivos se integran por la suma de los pasivos de las dos empresas más el préstamo bancario por Q90 millones para adquirir a Alimentos de Guatemala, S. A.

³³ En el método de adquisición el valor total pagado o negociado por la compañía adquirida se registra en los libros de la empresa compradora. Véase Norma Internacional de Información Financiera No. 3: Combinaciones de Negocios (Revisada y modificada en 2004). Párrafo 15. Disponible en http://cpn.mef.gob.pe/cpn/Libro3/niiif/NIIF3_04.pdf.

³⁴ Plusvalía = precio de adquisición - valor en libros de la empresa = 111,392 – 83,621 = 27,770

En el capital se incluye el capital que tenía la empresa adquirente más los aportes que realizaron los propietarios para adquirir la empresa objetivo.

Cuadro 29
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
BALANCE GENERAL DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN
(MILES DE QUETZALES)

	PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.		ALIMENTOS DE GUATEMALA, S. A.		PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A. DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN	
ACTIVO						
Caja y Bancos	3,422	1%	1,361	1%	4,783	1%
Cuentas por Cobrar Netas	58,296	23%	51,595	38%	109,891	26%
Inventarios	113,916	45%	26,447	20%	140,363	34%
Total Activo Corriente	175,634	70%	79,403	59%	255,036	61%
Inversiones	2,269	1%	4,359	3%	6,628	2%
Inmuebles, Planta y Equipo Neto	71,155	28%	50,228	37%	121,384	29%
Activos Diferidos	2,619	1%	1,343	1%	3,961	1%
Fondo de Comercio					27,770	7%
Total Activo No Corriente	76,043	30%	55,930	41%	159,743	39%
Total Activo	251,677	100%	135,333	100%	414,780	100%
PATRIMONIO NETO Y PASIVO						
Cuentas por Pagar	145,144	58%	30,144	22%	175,288	42%
Total Pasivo Corriente	145,144	58%	30,144	22%	175,288	42%
Préstamos Bancarios	23,500	9%	15,000	11%	128,500	31%
Provisión Para Indemnizaciones	8,257	3%	6,568	5%	14,825	4%
Total Pasivo No Corriente	31,757	13%	21,568	16%	143,325	35%
Capital Contable	74,775	30%	83,621	62%	96,167	23%
Total Patrimonio Neto	74,775	30%	83,621	62%	96,167	23%
Total Patrimonio Neto y Pasivo	251,677	100%	135,333	100%	414,780	100%

(Fuente: Elaboración propia)

7.4 Valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición

La valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A., requiere de la estimación de la tasa de descuento, el flujo de caja proyectado y el valor terminal de la empresa, después de la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.

7.4.1 Flujo de caja proyectado de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición

Se preparó el flujo de caja proyectado de la adquisición, incluyendo los beneficios, costos y gastos obtenidos a partir de la unión de las empresas. Las estimaciones realizadas para estos rubros son:

1. Las ventas se estiman como la suma de las ventas proyectadas de las empresas.
2. Reducción de costos por unificación de procesos de producción e implementación de prácticas de producción más eficientes. El costo de ventas se ubicará en 76%.
3. La proyección de gastos de distribución y ventas de Productos Alimenticios, S. A., antes de la adquisición, mejorará de 8% a 5%, por aumento de eficiencia en el uso de los recursos y por unificación de rutas y canales de distribución con la empresa adquirida.
4. En el año 2009 se incluye el desembolso de los gastos de transacción, para adquirir Alimentos de Guatemala, S. A.
5. Los gastos financieros se incrementarán por el pago de los intereses de la deuda adquirida para la compra de Alimentos de Guatemala, S. A.

Cuadro 30
PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
FLUJO DE CAJA PROYECTADO DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE
(MILES DE QUETZALES)

	2009	2010	2011	2012	2013
INGRESOS					
Ventas Netas	738,242	868,474	1,031,894	1,221,407	1,446,081
Ingresos Financieros	331	331	331	331	331
Total Ingresos	738,573	868,805	1,032,226	1,221,738	1,446,413
EGRESOS					
Costo de Ventas	561,064	660,040	784,240	928,269	1,099,022
Gastos de Distribución y Ventas	29,378	34,665	41,370	49,270	58,694
Gastos de Administración	12,095	14,458	17,277	20,648	24,678
Pagos a Proveedores	36,885	48,744	58,186	69,587	80,551
Gastos de Transacción	6,025	-	-	-	-
Gastos Financieros	8,664	8,664	8,664	8,106	8,106
Pago de Préstamos Bancarios	-	-	15,000	-	-
Total Egresos	654,112	766,571	924,737	1,075,880	1,271,051
Flujo de Caja	84,461	102,234	107,488	145,858	175,362
Impuesto Sobre la Renta	26,183	31,693	33,321	45,216	54,362
Flujo de Caja Neto	58,278	70,542	74,167	100,642	120,999
Saldo Inicial de Caja	4,783	63,061	133,602	207,769	308,411
Saldo Final de Caja	63,061	133,602	207,769	308,411	429,411

(Fuente: Elaboración propia)

7.4.2 Costo promedio ponderado de capital de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición (WACC)

La deuda de Productos Alimenticios, S. A., después de la adquisición, estará compuesta por Q113.5 millones con un costo antes de impuestos de 8.25% y Q15.0 millones con un costo antes de impuestos de 8.50%, 88% y 12% de deuda, respectivamente.

Cuadro 31

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
COSTO DE LA DEUDA DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN**

DEUDA	MONTO	COMPOSICIÓN	COSTO ANTES
Productos Alimenticios, S. A.	113,500	88%	8.25%
Alimentos de Guatemala, S. A.	15,000	12%	8.50%
COSTO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS			8.28%

(Fuente: Elaboración propia)

La tasa impositiva de la empresa es de 31%, la cual se utiliza para determinar el costo de la deuda después de impuestos.

La estructura de capital de la empresa después de la adquisición estará compuesta por 57% de capital contable con un costo de 13.75%, y 43% de deuda con un costo antes de impuestos de 8.28%³⁵.

Cuadro 32

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
ESTRUCTURA DE CAPITAL DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN**

FUENTE DE FINANCIAMIENTO	MONTO	COMPOSICIÓN	COSTO ANTES DE IMPUESTOS	COSTO DESPUÉS DE IMPUESTOS
Capital Contable	96,167	57%	13.75%	13.75%
Deuda	128,500	43%	8.28%	5.71%
COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL WACC				10.31%

(Fuente: Elaboración propia)

A partir de esta estructura de capital se obtiene un costo ponderado de capital de 10.32%³⁶. Al utilizar este método para determinar la tasa de descuento de Productos Alimenticios, S. A., se asume que la estructura de capital de la empresa se mantendrá inalterada en el tiempo.

³⁵ Costo de la deuda antes de impuestos = $(88\% * 8.25\%) + (12\% * 8.50\%) = 8.28\%$

³⁶ Costo promedio ponderado de capital = $(57\% * 13.75\%) + \{43\% * [8.25\% * (1 - 31\%)]\} = 10.32\%$

7.4.3 Valor terminal de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición

El valor terminal de la empresa se estimó tomando el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año 2013 y asumiendo que la empresa continuará creciendo indefinidamente. El ritmo de crecimiento utilizado es igual al promedio de crecimiento de los flujos de caja proyectados para los años 2009 – 2013, el cual será de 19%.

Cuadro 33

**PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
PROMEDIO DE LOS CRECIMIENTOS ANUALES DEL FLUJO DE CAJA PROYECTADO
(MILES DE QUETZALES)**

CONCEPTO	2009	2010	2011	2012	2013
Flujo de Caja Neto	61,154	70,313	73,938	100,413	120,771
Crecimiento		15.0%	5.2%	35.8%	20.3%
PROMEDIO DE CRECIMIENTO DEL FLUJO DE CAJA					19.05%

(Fuente: Elaboración propia)

A partir de lo anterior se obtiene un valor terminal de Productos Alimenticios, S. A., después de la adquisición, de Q472.9 millones³⁷.

7.4.4 Valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición

Utilizando las herramientas mostradas en los incisos anteriores: flujo de caja neto, costo promedio ponderado de capital y valor terminal de la empresa; se determinó la valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A., después de la adquisición.

³⁷ Valor terminal = $[120,999 * (1 + 19.05\%)] / (10.32\% + 19.05\%) = 472,937$

Cuadro 34

PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
VALORACIÓN FINANCIERA DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN
(MILES DE QUETZALES)

CONCEPTO	2009	2010	2011	2012	2013
Flujo de Caja Libre	58,278	70,542	74,167	100,642	120,999
Valor Terminal					472,937
Total Flujo de Caja	58,278	70,542	74,167	100,642	593,937
Valor Presente	52,831	57,972	55,255	67,971	363,641
VALORACIÓN FINANCIERA					597,670

(Fuente: Elaboración propia)

La valoración financiera de la empresa es de Q597.6 millones³⁸.

7.5 Ventaja neta de la fusión

La ventaja neta que obtendrá Productos Alimenticios, S. A., a partir de la fusión por adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., se calculó utilizando los siguientes parámetros: las valoraciones financieras de las empresas antes de la adquisición, la valoración financiera de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición, los gastos de transacción y la prima de adquisición pagada por la compra de Alimentos de Guatemala, S. A.

Cuadro 35

PRODUCTOS ALIMENTICIOS, S. A.
VENTAJA NETA DE LA FUSIÓN
(MILES DE QUETZALES)

CONCEPTO	VALOR
Valoración Financiera de Productos Alimenticios, S. A. después de la adquisición	597,670
Valoración Financiera de Productos Alimenticios, S. A.	77,940
Valoración Financiera de Alimentos de Guatemala, S. A.	79,565
Prima de Adquisición	31,826
Gastos de Transacción	6,025
VENTAJA NETA DE LA FUSIÓN	402,313

(Fuente: Elaboración propia)

³⁸ Valoración financiera = Σ valor presente de los flujos de caja
 Valoración financiera = $[58,278 / (1 + 10.32\%)^1] + [70,542 / (1 + 10.32\%)^2] + [74,167 / (1 + 10.32\%)^3] + [100,642 / (1 + 10.32\%)^4] + [593,937 / (1 + 10.32\%)^5] = 597,670$

La fusión por adquisición generará una ventaja neta para Productos Alimenticios, S. A., equivalente a Q402.3 millones³⁹, lo cual justifica financieramente la operación de compra de Alimentos de Guatemala, S. A.

³⁹ Ventaja neta de la fusión = $[597,670 - (77,940 + 79,565)] - 31,826 - 6,025 = 402,313$

8. ANÁLISIS CUANTITATIVO Y CUALITATIVO DE LA ADQUISICIÓN

La adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., presenta una ventaja financiera para Productos Alimenticios, S. A. Pero además de esta ventaja financiera, existen ventajas y desventajas de otra índole que influyen en la decisión de realizar la transacción.

A continuación se incluyen los aspectos cualitativos y cuantitativos relacionados con el proceso de adquisición que se ha evaluado a lo largo de los capítulos anteriores.

8.1 Análisis cualitativo

8.1.1 Ventajas

- Finalizará la rivalidad y la competencia entre las empresas.
- Mejor utilización de los instrumentos de producción, puesto que se reorganizarán las instalaciones de las plantas para ubicar en un mismo espacio los procesos de producción similares.
- Combinación de las herramientas de producción y capacidades para mejorar la eficiencia de los procesos.
- La empresa adquirente se convertirá en una sociedad más sólida desde el punto de vista financiero, productivo y mercadológico.
- La centralización de la administración permitirá que los esfuerzos de todos los colaboradores estén dirigidos hacia el logro de la estrategia corporativa.
- El negocio existente y aprobado generalmente representa menos riesgo que desarrollar uno nuevo.
- Fortalecimiento de la relación comercial con clientes y proveedores.

8.1.2 Desventajas

- Si no se mantiene el control de la organización pueden aumentar las dificultades inherentes al gigantismo empresarial.
- Puede crear pánico y confusiones en los empleados, consumidores y competencia; lo cual puede impactar en los precios, el volumen de producción y la calidad de los productos.
- Las diferencias culturales entre los negocios pueden tener un impacto negativo en el comportamiento de los empleados, resultando en prácticas contra producentes, baja moral, descontento en el trabajo, tensiones, conflictos y estrés, convirtiéndose en una limitante que disminuye las posibilidades de realizar una integración adecuada.
- Las pérdidas de personal no previstas inicialmente, resultado de la duplicidad de cargos y funciones, impacta fuertemente en el gasto por el pago de indemnizaciones; además dichas pérdidas son consideradas como injustas y disminuyen la lealtad de los trabajadores a la nueva empresa.

8.2 Análisis cuantitativo

8.2.1 Ventajas

- Productos Alimenticios, S. A., incrementará su presencia en el mercado de jugos y de boquitas, en 11% y 17% respectivamente; alcanzando una participación de 28% en el mercado de jugos, 41% en el mercado de boquitas y 13% en el mercado de galletas.
- Se reducirán los costos de ventas por unificación de procesos de producción e implementación de prácticas de producción más eficientes. El costo de ventas se ubicará en 76%, 3.2 puntos porcentuales menor al costo de ventas de Productos Alimenticios, S. A. antes de la adquisición.

- Los gastos de ventas y distribución de la empresa adquirente se reducirán 3%, por aumento de eficiencia en el uso de los recursos y por unificación de rutas y canales de distribución con la empresa adquirida.
- Aumento de la capacidad de endeudamiento y mayor acceso a crédito comercial.
- A largo plazo, reducción de gastos de salarios por reorganización de los puestos de trabajo y optimización de procesos.
- Mejora la estructura de capital de la empresa, al reducir su costo de capital de 11.82% a 10.32%.
- Se obtiene una ventaja neta de la fusión de Q402.3 millones, lo cual justifica financieramente la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A.

8.2.2 Desventajas

- Se adquiere una deuda bancaria por Q15.0 millones, con la cual ya contaba Alimentos de Guatemala, S. A. Dicha deuda fue adquirida en el año 2006 y debe ser cancelada en el 2011.
- Aumento de los préstamos bancarios y requerimiento de aportes a capital para financiar la adquisición.
- Incremento en gastos financieros, derivados de la deuda adquirida para comprar Alimentos de Guatemala, S. A.

CONCLUSIONES

1. Productos Alimenticios, S. A., es una empresa sólida que ha alcanzado un buen posicionamiento en el mercado de boquitas, jugos y galletas, lo cual la ha llevado a alcanzar atractivas ganancias y a cumplir con las expectativas de sus propietarios.
2. Alimentos de Guatemala, S. A., también presenta una buena situación financiera e importante presencia en el mercado. Es una empresa que ha tenido un atractivo crecimiento durante los últimos años, pero no ha podido mejorar su eficiencia en el uso de sus recursos, lo que ha provocado que sus ganancias sean un bajo porcentaje con relación a las ventas.
3. La valoración financiera de las empresas se realizó a través del método de descuento de flujos de efectivo, por ser el de mayor fundamento metodológico y desde el punto de vista teórico, el método más sólido. Las valoraciones de Productos Alimenticios, S. A. y Alimentos de Guatemala, S. A., fueron Q77.9 millones y Q79.6 millones, respectivamente.
4. El precio de adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., equivalente a Q111.4 millones, incluye una prima de adquisición de Q31.8 millones para animar a los propietarios de la empresa a realizar la venta. Dicha prima también protege los intereses de los propietarios de Productos Alimenticios, S. A., al no poner en riesgo el valor de su riqueza ni el beneficio que obtenían con anterioridad a la operación.
5. La adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A. se realizará a través de una compra apalancada, financiando el 19% del precio de adquisición con aportes a capital y restante 81% con deuda a largo plazo.

6. El flujo de caja proyectado de la sinergia muestra que la empresa estará en capacidad de realizar aportes a capital, con la finalidad de reducir el monto de la deuda obtenida para la adquisición y disminuir los gastos financieros.
7. A pesar de los inconvenientes y desventajas que conlleva la adquisición de Alimentos de Guatemala, S. A., el análisis financiero demuestra que los beneficios obtenidos son atractivos y por lo tanto motiva a Productos Alimenticios, S. A. a llevar a cabo la negociación.
8. La fusión por adquisición les permitirá a las empresas continuar con su crecimiento y mantenerse a la vanguardia de la tecnología en el desarrollo de nuevos productos, adaptándose a las necesidades de los consumidores.
9. Los riesgos de competencia que presenta el sector donde se desenvuelve Productos Alimenticios, S. A., se verán disminuidos al realizar la adquisición, puesto que se unirán esfuerzos, capacidades, clientes y procesos, que propiciarán la expansión, optimizarán el uso de los recursos y favorecerán la introducción a nuevos mercados.
10. La combinación de recursos, capacidades y herramientas de producción permitirán la optimización de los procesos y la consecuente reducción en los costos de producción.
11. A partir de la adquisición, la empresa mejorará sus resultados financieros y obtendrá una ventaja neta de la fusión de Q402.3 millones lo cual, considerando los requerimientos de los propietarios, justifica financieramente la operación de compra de Alimentos de Guatemala, S. A.

RECOMENDACIONES

1. En un proceso de fusión, es importante realizar un análisis de la situación financiera de las empresas que intervienen, para determinar su crecimiento, liquidez, rentabilidad, ventajas competitivas, oportunidades de mejora; y establecer una estrategia de fusión que permita ampliar el potencial del negocio y obtener beneficios sinérgicos.
2. Para valorar correctamente una empresa se deben conocer los métodos disponibles, sus supuestos más importantes, sus limitaciones conceptuales y los problemas que pueden surgir durante su aplicación; y seleccionar el más apropiado de acuerdo a las características de cada situación.
3. El precio de adquisición de una empresa debe incluir una prima de adquisición atractiva que motive a sus propietarios a realizar la venta. Dicha prima también debe proteger los intereses de los propietarios de la empresa adquirente, al no poner en riesgo el valor de su riqueza ni el beneficio que obtenían con anterioridad a la operación.
4. En una compra apalancada es importante determinar la capacidad de la empresa para hacer frente a las obligaciones de la deuda y los efectos financieros derivados del cambio en su estructura de capital.
5. Una fusión se debe llevar a cabo únicamente si los beneficios obtenidos por las empresas fusionadas son mayores a los que podrían generar las empresas separadas, es decir, si se obtiene un efecto sinérgico de la operación.
6. Una vez completado el proceso de fusión, se deben realizar las reestructuraciones, modificaciones e implementaciones necesarias para

aprovechar las economías de escala, los beneficios fiscales, la combinación de capacidades y otras ventajas que estas operaciones ofrecen.

7. Los procesos de fusión también conllevan inconvenientes y desventajas, los cuales se deben analizar con el fin de minimizarlos y convertirlos en oportunidades para la organización.
8. Es importante calcular la ventaja neta de la fusión para justificar financieramente la operación. Si el resultado es positivo, la adquisición incrementará la riqueza de los accionistas de la empresa adquirente, en caso contrario la operación no debe realizarse.

BIBLIOGRAFÍA

1. Alcaide Hernandez, F. 2009. Gigantismo Empresarial (en línea). Consultado el 18 de ago. 2009. Disponible en <http://franciscoalcaide.blogspot.com/2009/04/gigantismo-empresarial.html>.
 2. Análisis Horizontal (en línea). Gerencie.com. Consultado 26 mar. 2009. Disponible en <http://www.gerencie.com/analisis-horizontal.html>.
 3. Artículos Informativos USA. La Fusiones y Adquisiciones (en línea). Boston, USA. Consultado 21 ene. 2009. Disponible en http://www.articulosinformativos.com/Las_fusiones_y_adquisiciones-a876050.html.
- Blanco, L., González, L. y Ayala, J. Valoración de Empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de Ratios y Estimación del Valor Terminal por Múltiplos (en línea). La Rioja, España. Ayala Calvo, J. C. y Grupo de Investigación FEDRA. Consultado 3 abr. 2009. Disponible en http://dialnet.unirioja.es/servlet/fichero_articulo?codigo=2232566&orden=75035
4. Cisneros, C. y Jimenez, M. 2003. Análisis Comparativo de las Fusiones y Adquisiciones en los Planes Estratégicos de las Empresas Mexicanas (en línea). Licenciatura en Contaduría y Finanzas. Puebla, México. Universidad de las Américas Puebla. Consultado el 1 may. 2009. Disponible en http://caterina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/cisneros_t_c/capitulo1.pdf
 5. Emery, D. y Finnerty, J. 2000. Administración Financiera Corporativa. 1ª. Edición. México. Editorial Prentice Hall. 620 p.

6. Galindo Lucas, A. 2005. Fundamentos de Valoración de Empresas (en línea). Málaga, España. Eumednet de la Universidad de Málaga. Consultado 2 feb. 2009. Disponible en <http://www.eumed.net/libros/2005/agl/agl.pdf>.
7. IASB (Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad). Norma Internacional de Contabilidad No. 1: Presentación de Estados Financieros. Revisada y modificada al 31 mar. 2004. Consultado el 2 may. 2009. Disponible en http://cpn.mef.gob.pe/cpn/Libro3/nics/NIC01_04.pdf
8. IASB (Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad). Norma Internacional de Información Financiera No. 3: Combinaciones de Negocios. Revisada y modificada al 31 mar. 2004. Consultado el 2 may. 2009. Disponible en http://cpn.mef.gob.pe/cpn/Libro3/niif/NIIF3_04.pdf
9. Jenkins Coronas, M. 2005. Métodos de Valoración de Empresas. INCAE Business School. Alajuela, Costa Rica.
10. León Valdés, C. Análisis e Interpretación de Estados Financieros (en línea). Bogotá, Colombia. Temas de clase. Consultado 26 mar. 2009. Disponible en <http://www.temasdeclase.com/libros%20gratis/analisis/capuno/portada.htm>.
11. Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. 2005. Administración Financiera Contemporánea. 9ª. Edición. México. Editorial Thomson. 819 p.
12. Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J. 2000. Finanzas Corporativas. 5ª. Edición. México. Editorial McGraw Hill. 1049 p.
13. Tápies, J., Gallo, M., Estapé, M. y Romances, J. Los Procesos de Fusión y Adquisición en Empresas Familiares (en línea). Navarra, España. IESE Business School, Cátedra de Empresa Familiar. Consultado 21 ene. 2009. Disponible en http://www.iese.edu/es/files/5_25063.pdf.

14. Zozaya González, N. 2007. Las Fusiones y Adquisiciones como Fórmula de Crecimiento Empresarial (en línea). Madrid, España. Dirección General de Política de la PYME. Consultado 16 ene. 2009. Disponible en <http://www.ipyme.org/NR/rdonlyres/11BC65ED-89B2-4DD9-9436-0129FE003FD8/0/Lasfusionesyadquisicionescomoformuladecrecimientoempresarial.pdf>.

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro	No. Página
01 – Balance General Productos Alimenticios, S. A.	45
02 – Estado de Resultados Productos Alimenticios, S. A.	46
03 – Análisis Vertical Balance General Productos Alimenticios, S. A.	47
04 – Análisis Vertical Estado de Resultados Productos Alimenticios, S. A.	49
05 – Análisis Horizontal Balance General Productos Alimenticios, S. A.	50
06 – Análisis Horizontal Estado de Resultados Productos Alimenticios, S. A.	52
07 – Análisis de Tendencias Balance General Productos Alimenticios, S. A.	53
08 – Análisis de Tendencias Estado de Resultados Productos Alimenticios, S. A.	54
09 – Razones Financieras Productos Alimenticios, S. A.	55
10 – Modelo Dupont Productos Alimenticios, S. A.	55
11 – Balance General Alimentos de Guatemala, S. A.	60
12 – Estado de Resultados Alimentos de Guatemala, S. A.	61
13 – Análisis Vertical Balance General Alimentos de Guatemala, S. A.	62
14 – Análisis Vertical Estado de Resultados Alimentos de Guatemala, S. A.	64
15 – Análisis Horizontal Balance General Alimentos de Guatemala, S. A.	65
16 – Análisis Horizontal Estado de Resultados Alimentos de Guatemala, S. A. ..	66
17 – Análisis de Tendencias Balance General Alimentos de Guatemala, S. A.....	67
18 – Análisis de Tendencias Estado de Resultados Alimentos de Guatemala, S. A.	68
19 – Razones Financieras Alimentos de Guatemala, S. A.	69
20 – Modelo Dupont Alimentos de Guatemala, S. A.	71
21 – Flujo de Caja Proyectado Productos Alimenticios, S. A.	75
22 – Estructura de Capital Productos Alimenticios, S. A.	75
23 – Promedio del Crecimiento Anual de la Ganancia de Período Productos Alimenticios, S. A.	76

24 – Valoración Financiera Productos Alimenticios, S. A.	77
25 – Flujo de Caja Proyectado Alimentos de Guatemala, S. A.	79
26 – Estructura de Capital Alimentos de Guatemala, S. A.	80
27 – Promedio del Crecimiento Anual de la Ganancia del Período Alimentos de Guatemala, S. A.	81
28 – Valoración Financiera Alimentos de Guatemala, S. A.	81
29 – Balance General después de la Adquisición	87
30 – Flujo de Caja Proyectado después de la Adquisición.....	89
31 – Costo de la Deuda después de la Adquisición	90
32 – Estructura de Capital después de la Adquisición	90
33 – Promedio del Crecimiento Anual del Flujo de Caja Proyectado	91
34 – Valoración Financiera después de la Adquisición	92
35 – Ventaja Neta de la Fusión	92