



VALORACIÓN PRODUCTOS FERNÁNDEZ S.A.
Mediante Método de Flujos de Caja Descontado

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Franks Pérez Cabello
Profesor Guía: Marcelo González Araya

Santiago, Enero 2017

Tabla de Contenido:

Resumen Ejecutivo	5
1. Metodología	6
2. Descripción de la Empresa e Industria.....	9
2.1 La industria	9
2.2 Descripción de la empresa.....	10
2.2.1 Tipo de Operación:	10
2.2.2 Filiales:.....	12
2.2.3 Competencia.....	12
2.2.4 Empresas comparables	13
3. Descripción del Financiamiento de la empresa.....	15
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	16
4.1 Deuda Financiera.....	16
4.2 Patrimonio Económico	16
4.3 Estimación de la Estructura de Capital	17
5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	18
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	18
5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa	29
6. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	30
6.1 Estados Financieros:.....	30
6.2 Análisis de Crecimiento.....	31
6.3 Análisis de Costo de Operación.....	32
6.4 Análisis de Cuentas no operacionales.....	33
6.5 Análisis de Activos	34
7. Proyección de EERR	35
7.1 Proyección de Ingresos de Operación:.....	35
7.2 Proyección de Costos de Operación.....	39
7.3 Proyección de Resultado No Operacional	40
7.4 Estado de Resultado proyectado.....	41
8. Proyección de Flujos de Caja Libre	43

8.1	Flujo de Caja Bruto	43
8.2	Estimación de Inversión en Reposición	44
8.3	Estimación de CAPEX	45
8.4	Estimación de Inversión en Capital de Trabajo.....	46
8.5	Activos Prescindibles	47
8.6	Deuda Financiera.....	48
8.7	Cálculo de Flujo de Caja Libre	49
9.	Valoración Económica de la empresa.....	50
10.	Conclusión.....	52
11.	Bibliografía.....	53
12.	Anexos.....	54
	Anexo 1: Notas de Estados Financieros de Maple Foods Leaf.....	54
	Anexo 2: Balance Maple Leaf Foods Inc.	56

Índice de ilustraciones y tablas:

Ilustraciones:

Ilustración 1: Composición del PIB por industria	9
Ilustración 2: Evolución Estructura de Capital	17
Ilustración 3: Betas calculados por periodo.....	20
Ilustración 4: Evolución de precios unitarios por línea de negocio.....	37
Ilustración 5: Evolución volúmenes de venta (kg)	38

Tablas:

Tabla 1: Extracto de precios y retornos Maple y TSX	19
Tabla 2: Resultados regresión Maple vs TSX	19
Tabla 3: Beta Industria Alimentos Procesados según Damodaran	21
Tabla 4: Ejemplos de betas de empresas de la Industria a nivel mundial.....	21
Tabla 5: Estructura de Financiamiento Maple Leaf Foods Inc.	22
Tabla 6: Patrimonio Total Maple Leaf Foods.....	22
Tabla 7: Estructura Capital Maple Leaf Inc.	23
Tabla 8: Ratios Estructura de Capital.....	23
Tabla 9: EERR PF Alimentos 2012 a junio 2016.....	30
Tabla 10: Crecimiento ingresos por línea de negocio	31
Tabla 11: Crecimiento de la industria en términos reales	31
Tabla 12: Detalle de costo de la operación	32
Tabla 13: Cuentas No Operacionales	33
Tabla 14: Porcentaje de crecimiento proyectado	35
Tabla 15: Precio (UF/Kg) por línea de negocio	36
Tabla 16: Evolución de volúmenes de venta por línea de negocio	37
Tabla 17: Proyección de ingresos (UF).....	38
Tabla 18: Tasa de costo respecto a ingresos.....	39
Tabla 19: Proyección de costos de operaciones.....	40
Tabla 20: Proyección Resultado No Operacional.....	40
Tabla 21: Detalle proyección y real año 2016	42
Tabla 22: Ajustes al Estado de Resultado.....	43
Tabla 23: Porcentaje de Inversión en Reposición	44
Tabla 24: Cálculo RCTON.....	46
Tabla 25: Variación de Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON).....	47
Tabla 26: Activos Prescindibles	47
Tabla 27: Deuda Financiera	48
Tabla 28: Resumen resultados de Valoración.....	51

Resumen Ejecutivo

El presente documento tiene por objetivo valorizar económicamente la empresa Productos Fernández S.A. (PF Alimentos) utilizando la metodología de Flujos de Caja Descontado, considerando un horizonte de 5 años y luego se asume perpetuidad.

PF Alimentos es una empresa conocida principalmente por su línea de cecinas, constituida como sociedad anónima cerrada, lo que hace más compleja su valoración al no tener un benchmark en el mercado. Para estimar los flujos futuros se consideraron los estados financieros desde el año 2012 a junio 2016 y las proyecciones de ingreso de la compañía, poniendo principal énfasis en la línea de cecinas que reporta un 70% del ingreso total.

Otra de las tareas complejas para descontar los flujos futuros fue estimar el costo de capital mediante WACC, para lo cual era necesario conocer la tasa de costo patrimonial, que al no ser una empresa abierta en bolsa no existen precios para estimar el beta. Para esto, se buscaron empresas a nivel mundial y se encontró la empresa Maple Leaf Foods Inc. en Canadá, la que se utilizó como comparable para obtener el beta de la industria. Además de las líneas de negocio, ambas empresas coincidían en tener deuda baja menor al 10%.

Finalmente, con los flujos proyectados en el EERR, ajustando las partidas que no mueven efectivo y descontando la última línea con la tasa WACC encontrada, se pudo llegar a la primera valoración que se ha realizado a PF Alimentos, que como podremos ver en el desarrollo del informe, llegó a ser el 73% del patrimonio contable.

1. Metodología

La metodología utilizada para esta valoración es conocida como método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.¹

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

¹ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

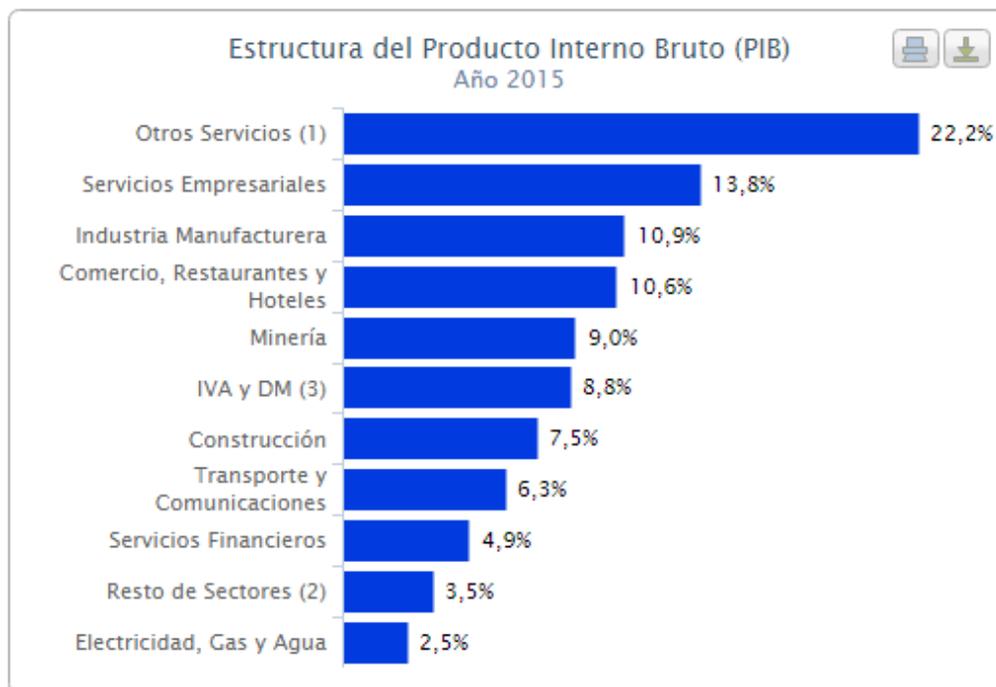
2. Descripción de la Empresa e Industria

2.1 La industria

La industria de alimentos ha estado en constantes cambios y adaptaciones en el último periodo principalmente por cambios en la regulación de etiquetados de alimentos, la que ha traído necesariamente una evaluación de recetas y adecuaciones para cumplir con la normativa impuesta por el ejecutivo.

A nivel general, el aporte de la industria al PIB alcanza un 2,7% aproximadamente (dato año 2015) según muestra el gráfico publicado por la Sofofa. La industria de alimentos es un 26% de la Industria Manufacturera.

Ilustración 1: Composición del PIB por industria



(1): Incluyen los servicios de vivienda, personales y administración pública.

(2): Incluye Agropecuario-silvícola y pesca.

(3): IVA y Incluye Derechos de importaciones.

Fuente: SOFOFA con cifras del Banco Central de Chile

Fuente: Sofofa, www.sofofa.cl

2.2 Descripción de la empresa

Razón Social: Productos Fernández S.A.

Rut: 91.004.000-6

Nemotécnico: N/A

Industria: Consumo (Alimentos)

Regulación: Ministerio de Salud, Medio Ambiente, SAG, SII, Inspección del trabajo.



2.2.1 Tipo de Operación:

PF Alimentos, es una es una empresa de la industria alimenticia con presencia nacional, administrada por su dueños (tercera generación) y premiada hace poco por ser una empresa regionalista, que a pesar de su crecimiento, sigue radicada en su ciudad de origen, Talca. En esta ciudad tiene sus 5 plantas productivas que abastecen a todo el territorio nacional, haciendo de la logística un factor fundamental y diferenciador.

Nace el año 1903 de la mano de Manuel Fernández Álvarez, inmigrante español que se radica en la ciudad de Talca. El año 2010, con la creación de la Planta 3, Productos Fernández S.A. amplía su línea de negocio y se transforma en una empresa productora de alimentos, los que son comercializados actualmente bajo diferentes marcas entre las que destaca su línea Premium Receta del Abuelo.



La ampliación de oferta considera las siguientes líneas de negocio:

- **Cecinas:** Es la principal línea de negocio con cerca de un 70% de ingresos del negocio total, con productos como vienesas, mortadelas, jamones, etc.
- **Elaborados cárnicos:** reporta alrededor de un 20% de los ingresos con productos como hamburguesas, churrascos, empanizados, cortes varios.
- **Lácteos:** se comercializan bajo la marca “Lácteos del Maule”, su principal producto son quesos. Esta línea no tiene producción y todos los productos que se comercializan son importados.
- **Vegetarianos:** línea menor en ventas, sus principales productos son hortalizas que se comercializan bajo la marca “Mister”.
- **Platos Preparados:** platos de comida tradicional elaborados en España, como porotos caseros, paella, lasaña, etc. Se comercializan bajo la “marca PF Listo”.
- **Pizza:** línea emergente, hasta hace unos meses la principal producción se importaba desde España. En julio 2016 comenzó a operar nueva planta con capacidad de 10 veces la actual.

2.2.2 Filiales:

Productos Fernández S.A. tiene 3 filiales que en orden de importancia son:

- **Comercial Cerrillos S.A.:** empresa fundada el año 1978, es una empresa importadora y comercializadora de materias primas para la Industria de Alimentos del país. Está presente como proveedor de la industria en rubros tan importantes como el Cárnico, Pesquero, Lácteo, Bakery, etc utilizando la representación exclusiva de las principales marcas a nivel mundial. Opera bajo la modalidad comercial de Just in Time lo que le permite mantener una alta frecuencia de contactos, esta modalidad se basa en que cuenta con la confianza de sus clientes, situación que ha sido consolidada a través de los años.

Está certificada por la norma ISO 9001:2008 y posee una moderna infraestructura para almacenaje, logística, transporte y distribución en todo el territorio nacional.

- **Alimentos MonteBaeza S.A. (AMB):** es una empresa de elaborados cárnicos, su planta productiva se encuentra en uno de los complejos productivos de Productos Fernández S.A. quien es su único cliente.
- **Servicios Generales Ltda. (Sergen):** empresa de servicios varios como aseo, sanitación de plantas productivas, etc. además, cuenta con servicio de “rotiseros”, es decir, el personal que trabaja en la sección de rotisería de los principales supermercados. Al igual que AMB, su único cliente es Productos Fernández S.A.

2.2.3 Competencia

La principal competencia de PF Alimentos es el grupo de empresas CIAL Alimentos, quienes concentran las marcas San Jorge, La Preferida y Winter entre otras abarcando un 51% del mercado, contra un 42% de PF Alimentos en la línea Cecinas.

2.2.4 Empresas comparables

En la Bolsa de Santiago existen 7 empresas que cotiza pertenecientes a la industria de consumo, estas son:

- Embotelladora Andina S.A.
- Compañía Pesquera Camanchaca S.A.
- Compañía Cervecerías Unidas S.A.
- Viña Concha y Toro S.A.
- Coca-Cola Embonor S.A.
- Empresas Iansa S.A.
- Vina San Pedro Tarapaca S.A.

Dado que al revisar sus líneas de negocios no existen formas similares de generar ingreso, es preferible no utilizarlas como comparables y buscar empresas con líneas de negocio similares enfocadas principalmente a la línea de cecinas como PF Alimentos.

En esta búsqueda, encontramos en Canadá la empresa Maple Leaf Foods Inc., que se dedica a la elaboración de productos cárnicos y derivados. Sus principales marcas de comercialización son:



La ficha de Maple es la siguiente:

Nombre de la Empresa	Maple Leaf Foods Inc
Nemo (Bloomberg)	MFI CN
Clase de Acción	No existe más de una clase de acciones
Derechos de cada Clase	Sus 135.058.974 acciones son comunes, sin preferencia.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Toronto
Descripción de la Empresa (profile)	Maple Leas Foods Inc. Es una empresa Canadiense que fabrica y vende diversos productos alimenticios, que incluyen carnes frescas y preparadas, embutidos, cecinas, productos alimenticios congelados, pastas, mariscos, etc.
Sector e Industria	Alimentos envasados
Negocios en que se encuentra	<p>tiene 2 líneas de negocio que son:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Productos cárnicos: Se compone de dos marcas nacionales líderes, Maple Leaf y Schneiders y Maple Leaf Prime Naturally, además de una variedad de marcas domésticas como Shopsy's, Mitchell's Gourmet Foods, Larsen, Parma y por último Hygrade. Las líneas de productos incluyen carnes procesadas y envasadas, productos listos para cocinar y servir, cerdo, aves y pavos frescos. Esta línea reporta el 99,5% de los ingresos. - Agrícola: incluyen la producción porcina que respalda las necesidades y especificaciones de los Alimentos Maple Leaf frescos y procesados.

3. Descripción del Financiamiento de la empresa

Históricamente, la empresa se ha caracterizado por ser una empresa conservadora, una de las políticas donde se puede notar esta definición es la baja deuda que posee, privilegiando siempre el financiamiento de proyectos con capital de trabajo.

En la actualidad, la empresa posee sólo deuda bancaria, nunca ha realizado una emisión de bonos. El costo de la deuda bancaria actual es de un 6,25% nominal anual.

4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Con los datos de los balances recopilados desde el año 2012 a junio 2016, se obtuvo los siguientes datos para el cálculo de la estructura de capital. Notar que como la compañía es empresa cerrada, el patrimonio económico no se puede obtener.

4.1 Deuda Financiera

Productos Fernández S.A. financia sus inversiones principalmente con caja, sólo en ocasiones puntuales solicita financiamiento bancario. Actualmente, dada la fuerte inversión en Planta Pizza y nuevo Centro de Distribución Talca, ha aumentado su financiamiento bancario.

PASIVOS	2012	2013	2014	2015	2016
	UF	UF	UF	UF	UF
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros, corrientes	3.747	178	14.885	133.563	69.252
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros, no corrientes	0	0	56.013	48.347	129.143

DEUDA FINANCIERA	3.747	178	70.898	181.910	198.395
-------------------------	--------------	------------	---------------	----------------	----------------

*al 30 de Junio.

4.2 Patrimonio Económico

El patrimonio económico se obtuvo del patrimonio contable al no cotizar en bolsa y no tener un precio de la acción:

	2012	2013	2014	2015	2016
	UF	UF	UF	UF	UF
PATRIMONIO TOTALES	984.353	1.064.484	1.080.987	1.140.082	1.183.449

*al 30 de Junio.

4.3 Estimación de la Estructura de Capital

Con los datos anteriores, la estructura de capital queda de la siguiente forma:

	2012 UF	2013 UF	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
Deuda Financiera	3.747	178	70.898	181.910	198.395
Patrimonio Totales	984.353	1.064.484	1.080.987	1.140.082	1.183.449
Valor de la Empresa	988.100	1.064.663	1.151.885	1.321.992	1.381.844

Los ratios calculados son:

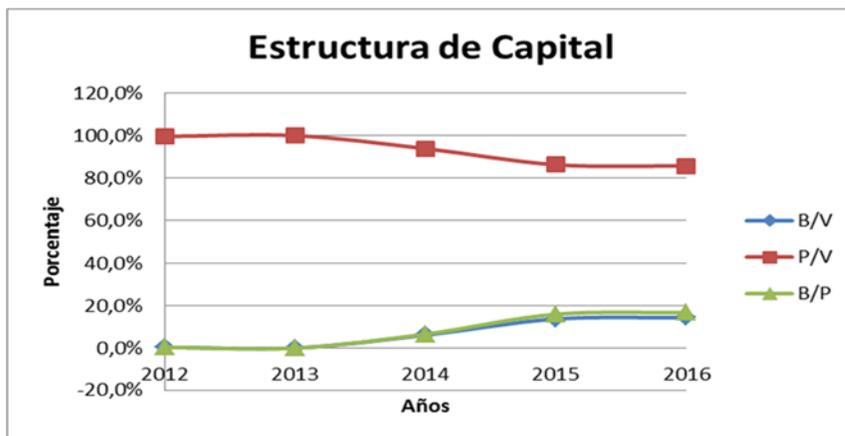
	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
B/V	0,4%	0,0%	6,2%	13,8%	14,4%	7,0%
P/V	99,6%	100,0%	93,8%	86,2%	85,6%	93,1%
B/P	0,4%	0,0%	6,6%	16,0%	16,8%	7,9%

Los estadísticos principales para estos ratios son:

	Mínimo	Máximo	Mediana	Des. Est.	Varianza	Promedio
B/V	0,0%	14,4%	6,2%	6,9%	0,5%	7,0%
P/V	85,6%	100,0%	93,8%	6,9%	0,5%	93,1%
B/P	0,0%	16,8%	6,6%	8,1%	0,7%	7,9%

El promedio de deuda sobre patrimonio es un 7,9%, no obstante, el ratio objetivo fijado por la compañía es de un 10%.

Ilustración 2: Evolución Estructura de Capital



Fuente: Elaboración propia

5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

Para obtener el costo patrimonial, debemos utilizar la siguiente ecuación:

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_p^{C/D} + \text{Prima por Liquidez}$$

Donde:

k_p : Costo Patrimonial

r_f : Tasa libre de riesgo

$[E(R_m) - r_f]$: Prima por riesgo de mercado (PRM)

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda

Prima por Liquidez: Castigo sociedad anónima cerrada, equivalente a un 3%.

En el beta patrimonial con deuda no es tan directo de cálculo para el caso de PF Alimentos como con aquellas empresas que cotizan en bolsa, debido a que no existen datos de precios de acción para correlacionarlos con el mercado chileno. Debido a esto, se recurrirá primero a la empresa comparable Maple Leaf Foods Inc. para encontrar su beta y luego desapalancarlo y apalancarlo a la estructura de PF Alimentos:

5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Como se indicaba anteriormente, para este cálculo se recurre a los datos de precios semanales de Maple (MFI CN) desde el año 2012 a junio 2016, los precios corresponden al cierre del día viernes de cada semana. Como Maple transa en la bolsa de Toronto, se descargan también los precios del índice S&P/TSX, índice diseñado para medir la actividad del mercado de acciones cotizadas en la bolsa de Toronto (TSX). En la siguiente tabla se puede ver un extracto de los datos recopilados:

Tabla 1: Extracto de precios y retornos Maple y TSX

Date	MAPLE	TSX	r_MAPLE	r_TSX
02-07-2010	8,73	11.196,06		
09-07-2010	9,00	11.570,45	3,05%	3,29%
16-07-2010	8,90	11.569,65	-1,12%	-0,01%
23-07-2010	9,65	11.714,21	8,09%	1,24%
30-07-2010	9,21	11.713,43	-4,67%	-0,01%
06-08-2010	8,97	11.799,97	-2,64%	0,74%

El cálculo de los retornos se hizo con la aproximación logarítmica entre el precio n y el precio $n-1$.

Para correlacionar ambos precios y obtener el beta de Maple se realizó una regresión considerando datos de 2 años desde 2012 a junio 2016, es decir, se realizaron 5 regresiones con 5 betas, de la siguiente forma:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$$

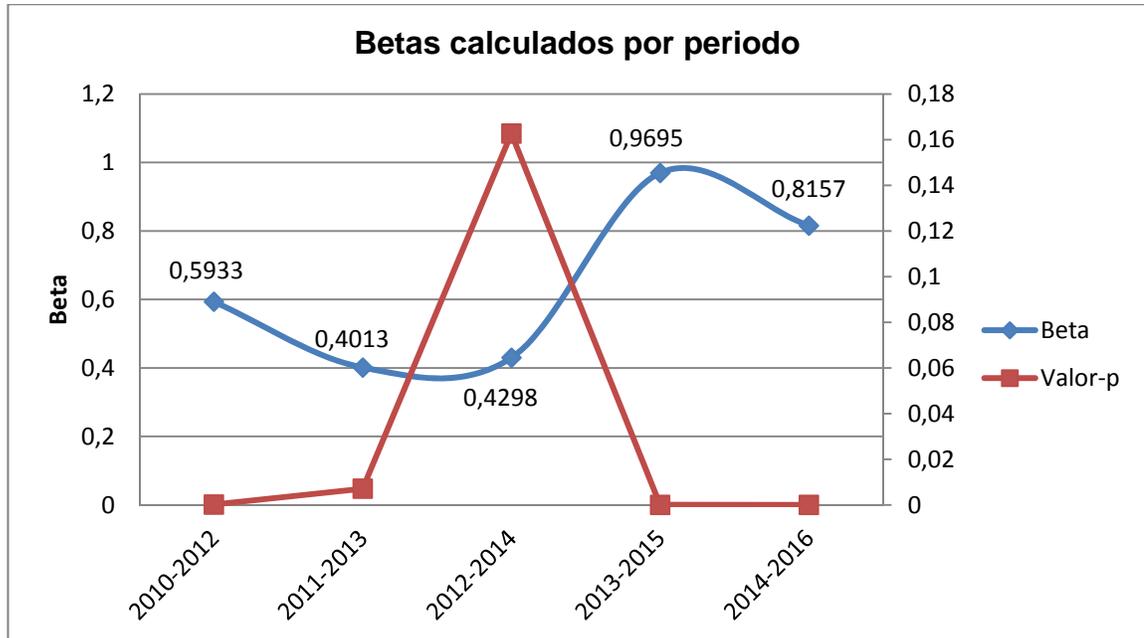
Los resultados de la regresión son los siguientes:

Tabla 2: Resultados regresión Maple vs TSX

Periodo	Maple Leaf Foods	
	Beta	Valor-p
2010-2012	0,5933	0,00017
2011-2013	0,4013	0,00710
2012-2014	0,4298	0,16270
2013-2015	0,9695	4,63E-05
2014-2016	0,8157	1,39E-07

Gráficamente, los resultados de obtenidos de beta y valor-p se muestran en la siguiente figura:

Ilustración 3: Betas calculados por periodo



Fuente: Elaboración propia

Hasta el 2014 el beta se comporta estable entre 0,4 y 0,5. Luego de esto aumenta, al doble. Además, el último beta previo al aumento, arroja que es estadísticamente no significativo. Esto no es impedimento para utilizarlo, debido a que los 3 primeros betas son diferentes debido a que la línea de negocio principal de Maple era el pan y derivados. El año 2014 liquidó esta línea y se dedicó a los elaborados cárnicos, que es la línea comparable con Productos Fernández.

Por esta razón, los betas a utilizar es el resultante de los precios desde el año 2014 a 2016 de 0,9695 y 0,8157, es decir, **0,8926**.

Validación del Beta obtenido

De modo de validar el beta obtenido se revisó el beta publicado por Damodarán, que en el caso de Food Processing es 0,82 (beta con deuda):

Tabla 3: Beta Industria Alimentos Procesados según Damodaran

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta
Food Processing	1228	0,82	24,02%	16,50%	0,68

Fuente: Damoraran

Para complementar, se revisaron algunas compañías dentro de la industria consideradas por Damodarán para los resultados mostrados anteriormente. Estas empresas son:

Tabla 4: Ejemplos de betas de empresas de la Industria a nivel mundial

País Origen	Empresa	Nemo (Bloomberg)	Línea Negocio	Beta (apalancado)	D/E Ratio
Estados Unidos	Tyson Foods Inc	TSN US	Alimentos cárnicos	0,77	65,40%
Estados Unidos	Coffee Holding Company, Inc.	JVA US	Producción café	0,94	23,10%
Suiza	Nestlé S.A.	NESN VX	Lácteos	0,86	34,10%
Arabia Saudita	Saudi Fisheries Company	SFICO AB	Pescado procesado	1,25	42,90%
Estados Unidos	Mondelez International Inc.	MDZL US	Alimentos y bebidas	1,01	55,00%
Japón	Kadoya Sesame Mills In	2612 JP	Semillas de Sésamo	0,52	0,00%
Brasil	Minerva S.A.	BEEF3 BZ	Carne y derivados	0,65	0,00%
Chile	Watt's S.A.	WATTS CI	Comida y bebestibles	0,26	92,10%
Argentina	Molinos Juan Semino S.A.	SEMI AR	Productos derivados de trigo	0,75	6,30%
India	Flex Foods Ltd.	FLXF IN	Productos congelados	1,19	28,60%
España	Deoleo S.A.	OLE SM	Aceite de oliva	0,90	111,80%
España	Ebro Foods S.A.	EBRO SM	Arroz, pasta y salsas	0,61	32,50%
Alemania	Sachsenmilch AG	NLM GR	Platos preparados	0,43	29,30%
Italia	Valsoia SpA (BIT:VLS)	VLS IM	Productos a base de soya	0,70	15,30%
Holanda	Astarta Holding NV	AST PW	Remolacha	0,37	84,80%
Inglaterra	Produce Investments PLC	PIL LN	Comercialización de papas	0,39	37,20%
Australia	Bellamy's Australia Limited	BAL AU	Alimentos orgánicos	0,63	0,20%
Canadá	Saputo Inc.	SAP CN	Lácteos y abarrotes	0,82	40,80%
Nueva Zelanda	Sanford Ltd.	SAN NZ	Alimentos marinos	0,70	31,80%

Fuente: Damodaran

Se puede observar que la tendencia es que la industria tiene betas (apalancados) inferiores a 1 con muy baja deuda, los mismos resultados obtenidos para el caso de Maple Leaf Foods Inc. por lo que se afirma que el beta con deuda de Maple es **0,8926**.

Estructura de Financiamiento de Maple Leaf Foods Inc.

Para continuar con el proceso de desapalancar el beta obtenido de la empresa comparable Maple Leaf Foods Inc. Se debe conocer la estructura de financiamiento de esta empresa, como el beta utilizamos los últimos 2 años, se deben obtener los datos de los mismos años para utilizarlos en los cálculos siguientes.

- Deuda Financiera Maple Leaf Foods Inc.:

Tabla 5: Estructura de Financiamiento Maple Leaf Foods Inc.

PASIVOS	2014	2015	2016
	MCAD	MCAD	MCAD
CURRENT LIABILITIES			
Current portion of long-term debt	472	813	729
PASIVOS NO CORRIENTES			
Long-term debt	10.017	9.843	9.766
DEUDA FINANCIERA	10.489	10.656	10.495

- Patrimonio Económico:

	2014	2015	2016
	CAD	CAD	CAD
Nro Acciones	142.955.989	135.058.974	134.673.089
Precio Acción	19,47	23,76	27,59
PATRIMONIO TOTALES	2.783.353.106	3.209.001.222	3.715.630.526

Ajustado a miles de dólares canadienses (MCAD):

Tabla 6: Patrimonio Total Maple Leaf Foods

	2013	2014	2015	2016
	MCAD	MCAD	MCAD	MCAD
PATRIMONIO TOTALES	2.354.905	2.783.353	3.209.001	3.715.631

- Estructura de Capital:

Por lo tanto, la estructura de Capital queda de la siguiente forma:

Tabla 7: Estructura Capital Maple Leaf Inc.

	2014 MCAD	2015 MCAD	2016 MCAD
DEUDA FINANCIERA	10.489	10.656	10.495
PATRIMONIO TOTALES	2.783.353	3.209.001	3.715.631
VALOR DE LA EMPRESA	2.793.842	3.219.657	3.726.126

Los ratios descriptivos de la estructura son:

Tabla 8: Ratios Estructura de Capital

	2014	2015	2016	Promedio
B/V	0,38%	0,33%	0,28%	0,33%
P/V	99,62%	99,67%	99,72%	99,67%
B/P	0,38%	0,33%	0,282%	0,33%

Por lo tanto, la estructura de capital objetivo será **B/V = 0,33%**, que corresponde al promedio de los años utilizados para el cálculo de beta patrimonial.

Cálculo Beta desapalancado:

Para este cálculo y los siguientes, se consideraron los siguientes datos:

Datos de Canadá:

Rf = 1,716% (Canada Bond 30 yr), fuente Bloomberg.

PRM = 6%, fuente Damodaran.

Taxes= 21,03%

Según Estado Resultado 2015 de Maple Leaf Foods Inc., el impuesto pagado fue un 21,03%, calculado como sigue:

	2015 MCAD
Earnings (loss) before income taxes	52.651
Income taxes expense (recovery)	11.071
TAXES	21,03%

Datos Chile:

Inflación (π) = 4,2% (mayo 2015 a junio 2016, 12 meses). Fuente INE.

Impuesto perpetuidad = 27%

PRM = 8,17% (nominal). Fuente Damodaran

Rf = 1,92% (real).

Debido a que la deuda de Maple Leaf Foods Inc. es riesgosa, utilizaremos la fórmula de Rubinstein para desapalancar el beta:

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_d \frac{B}{P}$$

Donde:

t_c : Tasa de impuesto. 21,03% para Canadá.

$\frac{B}{P}$: Tasa de deuda financiera sobre patrimonio económico. Para Maple 0,33%

β_d : Beta de la deuda, este dato no lo tenemos y hay que obtenerlo de la siguiente forma:

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_d$$

k_b : Costo de la deuda. Para Maple es un 4,5%, según nota en memoria (*ver anexo 1*).

r_f : Tasa libre de riesgo. Para Canadá 1,716% fuente Bloomberg.

$[E(R_m) - r_f]$ = 6% para Canadá según Damodaran.

Al despejar el beta de la deuda la fórmula queda como:

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{[E(R_m) - r_f]}$$

Reemplazando los valores en cada parámetro se obtiene:

$$\beta_d = \frac{0,045 - 0,01716}{0,06}$$

$$\beta_d = 0,464$$

Despejando la fórmula anterior se obtiene que el beta de la deuda de Maple es **0,464**.

Con este dato, reemplazando en la fórmula para desapalancar:

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_d \frac{B}{P}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{\beta_P^{C/D} + (1 - t_c) \beta_d \frac{B}{P}}{\left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right]}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{0,8926 + (1 - 0,2103) * 0,464 * 0,0033}{[1 + (1 - 0,2103) * 0,0033]}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{0,8926 + (1 - 0,2103) * 0,464 * 0,0033}{[1 + (1 - 0,2103) * 0,0033]}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{0,8926 + 0,001209}{[1 + (1 - 0,2103) * 0,0033]}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{0,8926 + 0,001209}{[1 + 0,002606]}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{0,89381}{1,002606}$$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{0,89381}{1,002606}$$

$$\beta_P^{S/D} = 0,89149$$

El beta sin deuda es **0,89149** este beta de Maple corresponde a la industria, por lo tanto, será el beta que utilizaremos para el cálculo de beta con deuda de PF Alimentos.

Cálculo beta con deuda de PF Alimentos

Para apalancar el beta encontrado anteriormente **0,89149**, es necesario encontrar primero el beta de la deuda de PF Alimentos

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f]\beta_d$$

k_b : Costo de la deuda. Para PF Alimentos es un 6,25% nominal, 1,9674% real anual.

$$i_{real} = \frac{(1 + i_{nominal})}{(1 + inflación)} - 1 = \frac{(1 + 0,0625)}{(1 + 0,042)} - 1 = 0,0019674$$

r_f : Tasa libre de riesgo. Para Chile 1,92% usando BCU-30.

$[E(R_m) - r_f] = 8,17\%$ para Chile según Damodaran.

Es decir:

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{[E(R_m) - r_f]}$$

$$\beta_d = \frac{0,019674 - 0,0192}{0,0817}$$

$$\beta_d = \frac{0,000474}{0,0817}$$

$$\beta_d = 0,005798$$

Al despejar encontramos que el beta de la deuda de PF Alimentos es **0,005798**. Con este dato ahora sí podemos apalancar el beta patrimonial:

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_d \frac{B}{P}$$

$$\beta_P^{S/D} = 0,8915$$

$$\frac{B}{P} = 10\%$$

$$t_c = 27\%$$

Es decir:

$$\beta_P^{C/D} = 0,8915 * [1 + (1 - 0,27) * 0,1] - (1 - 0,27) * 0,005798 * 0,1$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,9865795 - 0,0004233$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,9561$$

Por lo que para PF Alimentos el beta patrimonial con deuda es **0,9561**

Cálculo costo patrimonial PF Alimentos

Por último, con los datos obtenidos anteriormente, podemos encontrar el costo patrimonial de la siguiente forma:

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_p^{C/D} + \text{Premio por Liquidez}$$

$$R_f = 1,92\%$$

$$PRM = 8,17\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,9561$$

$$\text{Premio por Liquidez} = 3\%$$

Reemplazando:

$$k_p = 0,0192 + 0,0817 * 0,9561 + 0,03$$

$$k_p = 0,1273$$

Es decir, el costo patrimonial de PF Alimentos es de **12,73%** real anual.

5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Como ya tenemos datos de costo patrimonial de PF Alimentos ($k_p = 12,73\%$), podemos utilizar la fórmula de WACC para calcular la tasa de costo de capital de la empresa, mediante la fórmula:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

Donde:

$$k_p = 12,73\%$$

$$\frac{P}{V} = 90,91\%$$

$$k_b = 1,9674\%$$

$$t_c = 27\%$$

$$\frac{B}{V} = 9,09\%$$

Al reemplazar los valores en la fórmula anterior queda de la siguiente forma:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$k_0 = 0,1273 * 0,9091 + 0,019674 * (1 - 0,27) * 0,0909$$

Por lo tanto:

$$k_0 = 11,7\%$$

Es decir, la tasa de costo de capital de PF Alimentos es un **11,7%** real anual.

6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Para realizar el análisis operacional, los números mostrados en los estados financieros de PF Alimentos fueron modificados en un factor uniforme para guardar la privacidad de los mismos.

6.1 Estados Financieros:

El estado de resultado de PF Alimentos desde el año 2012 a junio 2016 en UF, es el siguiente:

Tabla 9: EERR PF Alimentos 2012 a junio 2016

	2012 UF	2013 UF	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
RESULTADO OPERACIONAL					
Ingreso de la Explotación	2.613.025	2.834.443	3.008.512	3.005.202	1.410.582
Costo Directo de la explotación	(1.819.389)	(1.975.182)	(2.104.242)	(2.020.759)	(982.544)
Margen de la explotación	793.636	859.261	904.270	984.443	428.038
Costo de la función venta	(543.681)	(612.186)	(668.106)	(694.461)	(315.862)
Costo de la función administración	(102.524)	(106.430)	(110.584)	(99.445)	(49.370)
RESULTADO OPERACIONAL	147.431	140.645	125.580	190.537	62.806
RESULTADO NO OPERACIONAL					
Ingresos Financieros	1.330	1.918	2.107	3.412	1.158
Otros ingresos fuera de la explotación	13.198	13.660	13.636	11.435	9.247
Gastos financieros	(2.422)	(295)	(1.758)	(3.959)	(2.673)
Resultado por unidades de reajuste	1.356	1.134	947	(17)	124
RESULTADO NO OPERACIONAL	13.462	16.418	14.932	10.872	7.856
Resultado antes de impuesto a la renta	160.893	157.063	140.512	201.408	70.662
Impuesto a la renta	(31.907)	(28.791)	(20.342)	(39.823)	(16.483)
GANANCIA DEL EJERCICIO	128.986	128.271	120.171	161.586	54.178

6.2 Análisis de Crecimiento

En términos reales, las tasas de crecimiento por línea de negocio de PF Alimentos son:

Tabla 10: Crecimiento ingresos por línea de negocio

	2012-2013	2013-2014	2014-2015
Ingreso de la Explotación	8,5%	6,1%	-0,1%
Cecinas	6,6%	9,1%	2,0%
Carnes	-1,7%	-1,7%	2,0%
Elaborados	20,9%	3,8%	-4,3%
Pizza	33,1%	10,8%	6,0%
Lácteos	21,1%	-8,2%	-14,0%
Vegetales	-6,3%	-6,3%	19,0%
Platos Preparados		40,9%	-9,8%
Otros	0,7%	7,3%	-12,9%

El crecimiento de la industria en términos reales ha sido el siguiente

Tabla 11: Crecimiento de la industria en términos reales

Periodo	Alimentos (MM\$)	Alimentos (MM UF)	%
2012	3.282.881	143,729107	
2013	3.606.630	154,727504	7,65%
2014	4.023.042	163,358321	5,58%
2015	4.180.800	163,127137	-0,14%

Fuente: Banco Central. Producto interno bruto por clase de actividad económica, a precios corrientes, referencia 2008 (millones de pesos)

Comparados con los crecimientos reales de PFSA se ve que están en línea con el PIB, inclusive mantiene un punto porcentual sobre esta última:

Periodo	% Crecimiento PFSA
2013	8,5%
2014	6,1%
2015	-0,1%

6.3 Análisis de Costo de Operación

Las principales partidas de costo de operación de PF Alimentos consisten en:

- **Costo Directo de la Explotación:** contiene tanto los costos directos de la producción separados por línea de negocio y costos indirectos de producción como gastos de servicios, energía, suministros, mantención de maquinaria, bodegaje, etc.
- **Costo de la Función Venta:** contiene remuneraciones de venta, logística, gastos de comercialización, marketing, mermas, etc.
- **Costo de la Función Administración:** contiene remuneraciones administrativas, directorio, impuestos y patentes, etc.

Los montos de cada partida son los siguientes:

Tabla 12: Detalle de costo de la operación

	2012 UF	2013 UF	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
Costo Directo de la Explotación	1.819.389	1.975.182	2.104.242	2.020.759	982.544
<i>Costo Explotación</i>	1.886.958	2.046.633	2.173.904	2.095.135	1.019.009
<i>Depreciación Costo Directo</i>	(67.569)	(71.451)	(69.662)	(74.376)	(36.465)
Costo de la Función Venta	543.681	612.186	668.106	694.461	315.862
<i>Costo Función Venta</i>	543.681	612.186	679.777	707.537	322.890
<i>Depreciación Función Venta</i>	0	0	(11.671)	(13.076)	(7.272)
Costo Función Administración	102.524	106.430	110.584	99.445	49.370
<i>Costo Función Administración</i>	116.972	119.455	114.241	103.168	51.109
<i>Depreciación Función Administración</i>	(14.448)	(13.025)	(3.657)	(3.723)	(1.984)

6.4 Análisis de Cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales de PF Alimentos son:

Tabla 13: Cuentas No Operacionales

	2012 UF	2013 UF	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
RESULTADO NO OPERACIONAL					
Ingresos Financieros	1.330	1.918	2.107	3.412	1.158
Otros ingresos fuera de la explotación	13.198	13.660	13.636	11.435	9.247
Gastos financieros	(2.422)	(295)	(1.758)	(3.959)	(2.673)
Resultado por unidades de reajuste	1.356	1.134	947	(17)	124
RESULTADO NO OPERACIONAL	13.462	16.418	14.932	10.872	7.856

Todas las cuentas del resultado No Operacional son recurrentes y se componen de:

- **Ingresos Financieros:** Intereses de inversión de saldo de caja.
- **Otros ingresos fuera de la explotación:** contiene arriendos, deuda recuperada y servicios de transporte a empresas relacionadas.
- **Gasto financieros:** intereses y comisiones bancarias.

6.5 Análisis de Activos

Los activos de la compañía fueron clasificados en Operacionales y No Operacionales según el resumen de la siguiente tabla:

ACTIVOS	jun-16 UF	Tipo de Activo
ACTIVOS CORRIENTES		
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	53.711	Operacional
Otros activos financieros, corrientes	41.488	Operacional
Otros activos no financieros, corrientes	33.949	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	407.595	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	12.933	Operacional
Inventarios	187.361	Operacional
Activos por impuestos, corrientes	0	Operacional
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	737.037	
ACTIVOS NO CORRIENTES		
Otros activos no financieros, no corrientes	8.831	Operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	313,8628	No Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	35.819	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	7.269	No Operacional
Propiedades, Planta y Equipo	1.177.385	Operacional
ACTIVOS NO CORRIENTES TOTALES	1.229.618	
ACTIVOS TOTALES	1.966.655	

La explicación de los activos clasificados como No Operacionales es la siguiente:

- **Derechos por cobrar, no corrientes:** contiene acciones y derechos en empresa no relacionada al grupo.
- **Activos intangibles distintos de la plusvalía:** contiene derechos de marca e implementaciones en programas computacionales.

7. Proyección de EERR

Los estados financieros en PF Alimentos son proyectados tomando en cuenta principalmente el comportamiento de los últimos 2 años de cada partida. En cuanto a los ingresos, se consideran las proyecciones de crecimiento de la economía chilena y metas de venta entregadas al área comercial de la compañía por línea de negocio.

7.1 Proyección de Ingresos de Operación:

Basados en años anteriores, y política de expansión de la empresa, los crecimientos esperados por línea de negocio para los próximos 5 años son:

Tabla 14: Porcentaje de crecimiento proyectado

	2013	2014	2015	2016 ^E	2017	2018	2019	2020
Ingreso de la Explotación	8,5%	6,1%	-0,1%	2,9%	3,3%	4,0%	4,0%	2,9%
Cecinas	6,6%	9,1%	2,0%	0,54%	2,53%	3,15%	3,28%	2,62%
Carnes	-1,7%	-1,7%	2,0%	4,04%	0,23%	0,15%	0,10%	0,06%
Elaborados	20,9%	3,8%	-4,3%	14,47%	4,80%	4,43%	4,11%	3,09%
Pizza	33,1%	10,8%	6,0%	17,31%	30,65%	40,11%	29,05%	13,52%
Lácteos	21,1%	-8,2%	-14,0%	6,00%	4,29%	2,37%	1,03%	1,00%
Vegetales	-6,3%	-6,3%	19,0%	14,81%	15,31%	16,86%	15,00%	12,00%
Platos Preparados		40,9%	-9,8%	1,00%	15,23%	12,15%	13,25%	12,78%
Otros	0,7%	7,3%	-12,9%	0,00%	-3,00%	-3,00%	-3,00%	-3,00%

- **Ingreso Cecinas:** El mercado de Cecinas en un mercado maduro y la participación de Productos Fernández S.A. es cada vez más complejo de aumentar manteniendo un nivel de riesgo de cliente acotado, la baja en términos reales de 2015 y 2016 obedece principalmente a ajustes de precio por bajo crecimiento económico del país. Se espera que los ingresos en este ítem sean del orden del año 2015.
- **Ingreso Carnes:** Línea que últimamente ha repuntado pero que no se ven incentivos para crecer más de lo alcanzado al cierre de este año.

- **Ingreso Elaborados:** Esta línea ha sido incentivada a con la incorporación de nuevos productos y fortalecimiento de planta productiva.
- **Ingreso Pizzas:** Línea que mayores exigencias de crecimiento tiene, este año 2016 se inauguró planta productiva y el 100% de la venta será producida en esta planta. Existen campañas comerciales y de marketing para el potenciamiento de esta línea de negocio.
- **Ingresos vegetales:** Desde el año 2015 se ha comenzado a potenciar esta línea con nuevos productos y campañas principalmente en canal supermercados y se espera mantener el último crecimiento al incorporar venta en canal tradicional y canal foodservice.
- **Ingreso platos preparados:** Línea importante en este cambio corporativo que deja a PF como empresa de Alimentos y no sólo de Cecinas. Desde el 2017 se esperan crecimientos constantes entorno a un 15%.
- **Otros:** Corresponde a líneas especiales por solicitud de algunos clientes, principalmente con canastas de productos. Por tal razón, no se proyecta crecimiento en esta línea.

El detalle de ingresos por línea de negocio, en términos de precio y volumen de venta es el siguiente:

Precio UF/Kg

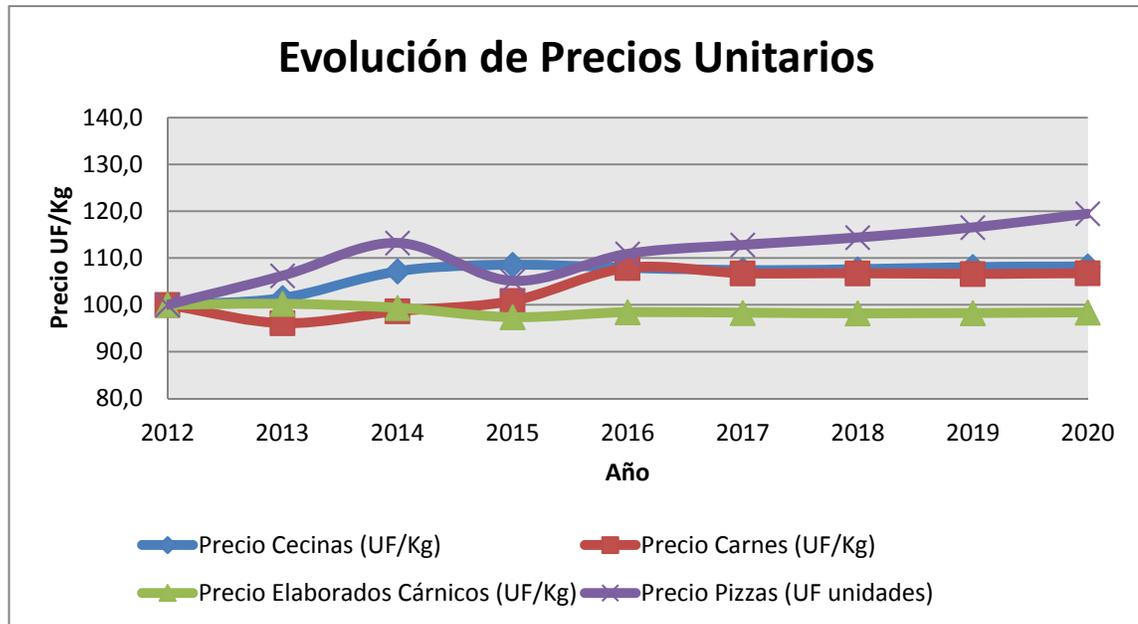
Los precios mostrados a continuación están en base 100 al año 2012.

Tabla 15: Precio (UF/Kg) por línea de negocio

Precio (UF/Kg)	2012	2013	2014	2015	2016 ^(E)	2017	2018	2019	2020
Precio Cecinas (UF/Kg)	100,0	101,5	107,2	108,6	107,9	107,4	107,6	108,1	108,2
Precio Carnes (UF/Kg)	100,0	96,1	98,6	100,9	107,9	106,7	106,7	106,6	106,8
Precio Elaborados Cárnicos (UF/Kg)	100,0	100,2	99,4	97,4	98,4	98,3	98,2	98,2	98,4
Precio Pizzas (UF unidades)	100,0	106,2	113,2	105,1	110,9	112,8	114,4	116,5	119,5
Precio Lácteos (UF/Kg)	100,0	99,5	107,6	103,8	101,5	105,6	105,2	105,4	105,9
Precio Vegetales (UF/Kg)	100,0	106,3	110,0	108,4	118,7	119,4	118,9	119,3	119,5
Precio Platos Preparados (UF/unid.)		100,0	122,4	114,3	119,5	124,8	125,8	129,9	134,6
Precio Otras Líneas Negocio (UF/Kg)	100,0	92,5	101,8	94,4	89,2	92,6	94,0	94,5	95,7

Gráficamente, la proyección de ingresos de las 4 líneas línea de negocios más importantes se ve de la siguiente forma:

Ilustración 4: Evolución de precios unitarios por línea de negocio



Fuente: Elaboración propia

Volumen de venta (Kg)

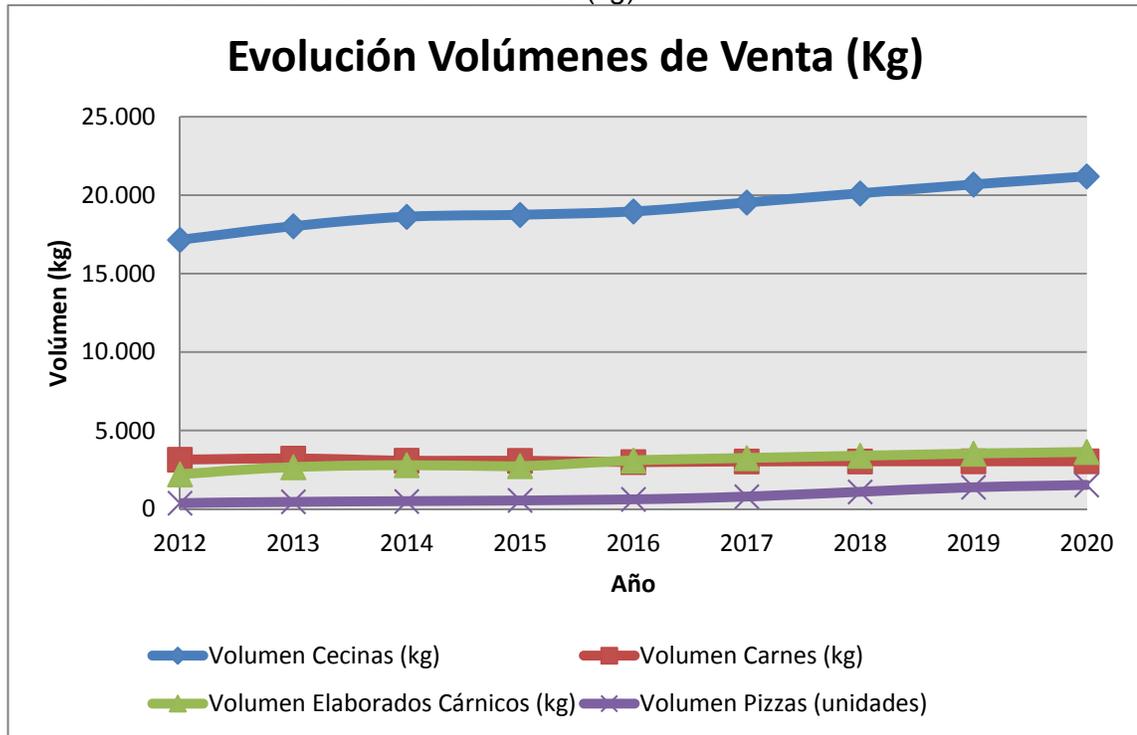
Siendo consecuentes con la transformación de precios mostrada anteriormente y los ingresos monetarios, los volúmenes de venta son los siguientes:

Tabla 16: Evolución de volúmenes de venta por línea de negocio

Volumen Venta (Kg - Unid)	2012	2013	2014	2015	2016 ^(E)	2017	2018	2019	2020
Precio Cecinas (UF/Kg)	17.156	18.027	18.628	18.752	18.965	19.534	20.120	20.684	21.201
Precio Carnes (UF/Kg)	3.147	3.218	3.081	3.075	2.990	3.029	3.034	3.041	3.039
Precio Elaborados Cárnicos (UF/Kg)	2.216	2.672	2.798	2.734	3.095	3.249	3.395	3.533	3.638
Precio Pizzas (UF unidades)	373	468	486	555	617	792	1.094	1.387	1.535
Precio Lácteos (UF/Kg)	1.760	2.143	1.820	1.622	1.759	1.763	1.811	1.827	1.836
Precio Vegetales (UF/Kg)	320	282	255	309	323	371	435	499	558
Precio Platos Preparados (UF/unid.)		186	214	207	200	221	246	269	293
Precio Otras Líneas Negocio (UF/Kg)	1.159	1.262	1.231	1.157	1.224	1.144	1.092	1.054	1.010

Gráficamente la evolución de volúmenes de venta de las 4 principales líneas de negocio es:

Ilustración 5: Evolución volúmenes de venta (kg)



Fuente: Elaboración propia

De esta forma, la proyección de ingresos por línea de negocio es la siguiente:

Tabla 17: Proyección de ingresos (UF)

Ingreso Venta UF	2016	2017	2018	2019	2020
Cecinas	2.046.924	2.098.626	2.164.683	2.235.629	2.294.191
Carnes	322.621	323.370	323.855	324.181	324.390
Elaborados Cárnicos	304.667	319.289	333.429	347.133	357.871
Pizzas (unidades)	68.396	89.358	125.199	161.570	183.422
Lácteos	178.505	186.164	190.569	192.541	194.466
Vegetales	38.403	44.283	51.748	59.511	66.652
Platos Preparados (unidades)	23.894	27.533	30.879	34.971	39.442
Otras Líneas de Negocio	109.190	105.914	102.737	99.655	96.665
Total Ingresos UF	3.092.601	3.194.537	3.323.099	3.455.191	3.557.100

7.2 Proyección de Costos de Operación

Los costos directos se comportan estables frente al ingreso, por lo que para la proyección se toma el promedio de los últimos 2 años (2014 y 2015) como tendencia para los años venideros. La proyección en UF queda de la siguiente forma:

Tabla 18: Tasa de costo respecto a ingresos

	2012 UF	2013 UF	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
Costo Directo de la explotación	69,6%	69,7%	69,9%	67,2%	69,7%
<i>Cecinas</i>	55,9%	55,4%	58,0%	55,0%	58,9%
<i>Carnes</i>	96,2%	96,9%	97,1%	95,1%	92,9%
<i>Elaborados</i>	88,5%	87,1%	83,4%	86,2%	83,9%
<i>Pizza</i>	93,2%	82,7%	77,5%	89,4%	87,6%
<i>Lácteos</i>	97,7%	101,1%	98,2%	92,0%	89,2%
<i>Vegetales</i>	79,4%	77,2%	76,0%	77,7%	79,1%
<i>Platos Preparados</i>		83,6%	76,7%	77,3%	84,7%
<i>Otros</i>	112,2%	114,9%	114,0%	115,7%	115,6%
Costo de la función venta	20,8%	21,6%	22,2%	23,1%	22,4%
Costo de la función administración	3,9%	3,8%	3,7%	3,3%	3,5%

Considerando el promedio de tasa de costo por línea de negocio de 2014 y 2015, los costos de operación proyectados son los siguientes:

Tabla 19: Proyección de costos de operaciones

	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
Costo Directo de la explotación	2.124.692	2.195.356	2.283.899	2.373.722	2.441.678
<i>Cecinas</i>	1.156.170	1.185.373	1.222.684	1.262.757	1.295.835
<i>Carnes</i>	310.034	310.754	311.220	311.533	311.734
<i>Elaborados</i>	258.347	270.746	282.735	294.356	303.462
<i>Pizza</i>	57.100	74.600	104.522	134.886	153.129
<i>Lácteos</i>	169.773	177.057	181.246	183.122	184.953
<i>Vegetales</i>	29.510	34.029	39.766	45.731	51.218
<i>Platos Preparados</i>	18.396	21.197	23.773	26.923	30.366
<i>Otros</i>	125.362	121.601	117.953	114.415	110.982
Costo de la función venta	700.719	723.815	752.945	782.874	805.965
Costo de la función administración	108.006	111.566	116.056	120.669	124.228

7.3 Proyección de Resultado No Operacional

Todas las partidas no operacionales se proyectan constantes e iguales al promedio de los 2 últimos años reales (2014 y 2015):

Tabla 20: Proyección Resultado No Operacional

	2016	2017	2018	2019	2020
RESULTADO NO OPERACIONAL					
Ingresos Financieros	2.759	2.759	2.759	2.759	2.759
Otros ingresos fuera de la explotación	12.536	12.536	12.536	12.536	12.536
Gastos financieros	(2.858)	(2.858)	(2.858)	(2.858)	(2.858)
Resultado por unidades de reajuste	465	465	465	465	465
RESULTADO NO OPERACIONAL	12.902	12.902	12.902	12.902	12.902

7.4 Estado de Resultado proyectado

Con las partidas de ingreso y costos proyectados anteriormente, el estado de resultado proyectado es el siguiente:

	2016 ^E UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
RESULTADO OPERACIONAL					
Ingreso de la Explotación	3.092.601	3.194.537	3.323.099	3.455.191	3.557.100
Costo Directo de la explotación	(2.124.692)	(2.195.356)	(2.283.899)	(2.373.722)	(2.441.678)
Margen de la explotación	967.909	999.181	1.039.200	1.081.469	1.115.422
Costo de la función venta	(700.719)	(723.815)	(752.945)	(782.874)	(805.965)
Costo de la función administración	(108.006)	(111.566)	(116.056)	(120.669)	(124.228)
RESULTADO OPERACIONAL	159.184	163.800	170.199	177.925	185.229
RESULTADO NO OPERACIONAL					
Ingresos Financieros	2.759	2.759	2.759	2.759	2.759
Otros ingresos fuera de la explotación	12.536	12.536	12.536	12.536	12.536
Gastos financieros	(2.858)	(2.858)	(2.858)	(2.858)	(2.858)
Resultado por unidades de reajuste	465	465	465	465	465
RESULTADO NO OPERACIONAL	12.902	12.902	12.902	12.902	12.902
Resultado antes de impuesto a la renta	172.086	176.702	183.101	190.827	198.131
Impuesto a la renta	(42.161)	(44.175)	(49.437)	(51.523)	(53.495)
GANANCIA DEL EJERCICIO	129.925	132.526	133.664	139.304	144.636

Notar que el año 2016 la proyección incluye el primer semestre real (desde el 01/01/2016 al 30/06/2016) y el segundo semestre proyectado (desde 01/07/2016 al 31/12/2016).

El desglose de lo descrito anteriormente se detalla a continuación:

Tabla 21: Detalle proyección y real año 2016

	1er Sem 2016 UF	2do Sem 2016 UF	Total 2016 ^E UF
RESULTADO OPERACIONAL			
Ingreso de la Explotación	1.410.582	1.682.019	3.092.601
Costo Directo de la explotación	(982.544)	(1.142.148)	(2.124.692)
Margen de la explotación	428.038	539.871	967.909
Costo de la función venta	(315.862)	(384.857)	(700.719)
Costo de la función administración	(49.370)	(58.636)	(108.006)
RESULTADO OPERACIONAL	62.806	96.378	159.184
RESULTADO NO OPERACIONAL			
Ingresos Financieros	1.158	1.601	2.759
Otros ingresos fuera de la explotación	9.247	3.289	12.536
Gastos financieros	(2.673)	(185)	(2.858)
Resultado por unidades de reajuste	124	341	465
RESULTADO NO OPERACIONAL	7.856	5.046	12.902
Resultado antes de impuesto a la renta	70.662	101.424	172.086
Impuesto a la renta	(16.483)	(25.678)	(42.161)
GANANCIA DEL EJERCICIO	54.179	75.746	129.925

8. Proyección de Flujos de Caja Libre

Para obtener los flujos de caja libre se deben realizar los siguientes ajustes al estado de resultado obtenido:

8.1 Flujo de Caja Bruto

Primero se debe sumar la depreciación implícita en el estado de resultado. Para esto, se asume depreciación constante considerando la alcanzada el año 2016, que se estima en **UF 91.442**. Luego, invertir las partidas No Operacionales. En resumen, los ajustes son:

Tabla 22: Ajustes al Estado de Resultado

	2016 ² UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
GANANCIA DEL EJERCICIO	75.746	132.526	133.664	139.304	144.636
Ajustes					
Depreciación y Amortización	45.721	91.442	91.442	91.442	91.442
Ingresos Financieros (después impuesto)	(1.217)	(2.070)	(2.014)	(2.014)	(2.014)
Otros ingresos fuera de explotación (desp. impto)	(2.500)	(9.402)	(9.151)	(9.151)	(9.151)
Gastos financieros (después impuesto)	141	2.144	2.087	2.087	2.087
Resultado por unidades de reajuste	(341)	(465)	(465)	(465)	(465)
FLUJO DE CAJA BRUTO	117.550	214.175	215.561	221.202	226.534

² Contiene sólo los flujos proyectados, es decir, desde el 01/07/2016 al 31/12/2016

8.2 Estimación de Inversión en Reposición

Para esta estimación, se revisaron las partidas de depreciación e incorporación de activo fijo desde el 2014 en adelante, con esto se obtiene el porcentaje de depreciación que se utiliza para renovar activo fijo:

Tabla 23: Porcentaje de Inversión en Reposición

	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
Depreciación y Amortización Intangible	84.990	91.174	45.721
Incorporación Activo Fijo	45.663	47.091	22.251
% Inversión en Reposición	53,7%	51,6%	48,7%
		PROMEDIO	51,35%

La inversión en reposición será un **51,35%** de la depreciación, es decir, **UF 46.995**, valor constante para los años de proyección. En perpetuidad, este valor aumenta al 100% de la depreciación, es decir, **UF 91.442**.

8.3 Estimación de CAPEX

La compañía ha establecido que la inversión en CAPEX para los próximos años es la siguiente:

	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
Planta 1	4.041	15.357	0	0	0
Remodelación de Planta	4.041	15.357	0	0	0
Planta 2	0	4.041	8.082	0	0
Ampliación de planta Salame	0	4.041	8.082	0	0
Planta 3	3.233	8.082	20.206	0	0
Nuevas instalaciones sala Respel	3.233	0	0	0	0
Construcción Complejo deportivo	0	8.082	20.206	0	0
Planta 4	0	8.082	12.124	24.247	32.330
Ampliación capacidad de planta	0	8.082	12.124	0	0
Construcción Oficinas Administrativas	0	0	0	24.247	32.330
Planta Pizza	24.247	0	0	0	0
Saldo Construcción y maquinaria	24.247	0	0	0	0
Centros de Distribución	23.439	20.206	0	0	0
Saldos Construcción y maquinaria CDT	16.165	0	0	0	0
Remodelación CDS	0	0	0	0	0
Ampliación CD Concepción	7.274	0	0	0	0
Construcción CD Calama	0	12.124	0	0	0
Construcción CD Coyhaique	0	8.082	0	0	0
CAPEX	54.961	55.769	40.412	24.247	32.330

8.4 Estimación de Inversión en Capital de Trabajo

Para estimar la inversión en capital de trabajo, se calculó el CTON para cada año desde 2012 en adelante y se comparó con el ingreso de cada periodo.

Tabla 24: Cálculo RCTON

ACTIVOS	2012 UF	2013 UF	2014 UF	2015 UF	Jun 2016 UF
ACTIVOS CORRIENTES					
Deudores comerciales y otras ctas a cobrar, corrientes	476.379	467.562	520.861	422.374	407.595
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	12.833	7.953	19.721	12.656	12.933
Inventarios	141.352	152.666	202.283	218.757	187.361
PASIVOS CORRIENTES					
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	298.894	268.682	323.747	263.829	228.810
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, corrientes	154.538	163.473	196.958	226.758	227.454
	0	0	0	0	0
CTON	177.132	196.025	222.160	163.199	151.626
	0	0	0	0	0
Ingreso de la Explotación	2.613.025	2.834.443	3.008.512	3.005.202	3.092.601
RCTON (%)	6,78%	6,92%	7,38%	5,43%	4,90%
RCTON (Días)	24	25	27	20	18
				PROM.	7,03%
				PROM.	23

El promedio que se obtuvo de RCTON (**7,03%**), considera los años 2012 a 2014. El año 2015 comienza la construcción de nueva planta productiva, Planta Pizza, por lo que se altera el balance causando una reducción de esta tasa, que de incluirla en el promedio haría subestimar la necesidad de Capital de Trabajo. Esta nueva planta productiva causa una contracción en la caja debido a que las primeras producciones son para llenar inventarios.

La proyección de aumento o disminución de CTON, estará dado por la diferencia entre el CTON entre un año y otro, es decir, RCTON calculado (7,03%) multiplicado los ingresos del periodo:

Tabla 25: Variación de Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON)

	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
Ingreso de la Explotación	3.092.601	3.194.537	3.323.099	3.455.191	3.557.100
CTON ³	217.410 ⁴	224.576	233.614	242.900	250.064
Aumento (dismin.) de CTON	3.583⁴	9.038	9.286	7.164	0

El año 2016 es la mitad de la diferencia de CTON debido a que ese año se proyecta desde el 01/07/2016 en adelante (medio año). En perpetuidad, no existe variación de CTON.

Por otra parte, para el año 2016 existirá un déficit de CTON de UF 65.671, esto debido a que CTON calculado al 30/06/2016 en balance es de UF151.626, versus el CTON calculado en base al ingreso al 31/12/2016 de UF 217.410, existe un gap a cubrir de **UF 65.784**.

8.5 Activos Prescindibles

La clasificación de activos prescindibles realizada al 30 de junio de 2016 es la siguiente:

Tabla 26: Activos Prescindibles

ACTIVOS	jun-16 UF	Tipo de Activo
Derechos por cobrar, no corrientes	313,9	No Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	7.269	No Operacional
TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES	7.583	

³ Capital de Trabajo Operativo Neto, es un 7,03% de los ingresos anuales.

⁴ Corresponde a la mitad de la diferencia entre ingresos del año 2017 y 2016 debido a que es medio año el proyectado 2016.

8.6 Deuda Financiera

La deuda financiera registrada por la compañía es la siguiente:

Tabla 27: Deuda Financiera

PASIVOS	Jun 2016 UF
PASIVOS CORRIENTES	
Otros pasivos financieros, corrientes	69.252
PASIVOS NO CORRIENTES	
Otros pasivos financieros, no corrientes	129.143
DEUDA FINANCIERA	
	198.395

8.7 Cálculo de Flujo de Caja Libre

Con los cálculos de ajustes realizados anteriormente, podemos llegar a la estimación total de flujos de la compañía, esto es:

	2016 ⁵ UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021- Perpetad UF
Ingreso de la Explotación	1.682.019	3.194.537	3.323.099	3.455.191	3.557.100	3.557.100
Costo Directo de la explotación	(1.142.148)	(2.195.356)	(2.283.899)	(2.373.722)	(2.441.678)	(2.441.678)
Margen de la Explotación	539.871	999.181	1.039.200	1.081.469	1.115.422	1.115.422
Costo de la función venta	(384.857)	(723.815)	(752.945)	(782.874)	(805.965)	(805.965)
Costo de la función administración	(58.636)	(111.566)	(116.056)	(120.669)	(124.228)	(124.228)
Ingresos Financieros	1.601	2.759	2.759	2.759	2.759	2.759
Otros ingresos fuera de la explotación	3.289	12.536	12.536	12.536	12.536	12.536
Gastos financieros	(185)	(2.858)	(2.858)	(2.858)	(2.858)	(2.858)
Resultado por unidades de reajuste	341	465	465	465	465	465
Resultado antes de impuesto a la renta	101.424	176.702	183.101	190.827	198.131	198.131
Impuesto a la renta	(25.678)	(44.175)	(49.437)	(51.523)	(53.495)	(53.495)
GANANCIA DEL EJERCICIO	75.746	132.526	133.664	139.304	144.636	144.636

Ajustes

Depreciación y Amortización	45.721	91.442	91.442	91.442	91.442	91.442
Ingresos Financieros (después impto.)	(1.217)	(2.070)	(2.014)	(2.014)	(2.014)	(2.014)
Otros ingr. fuera explot. (desp. Impto)	(2.500)	(9.402)	(9.151)	(9.151)	(9.151)	(9.151)
Gastos financieros (después impuesto)	141	2.144	2.087	2.087	2.087	2.087
Resultado por unidades de reajuste	(341)	(465)	(465)	(465)	(465)	(465)
FLUJO DE CAJA BRUTO	117.550	214.175	215.561	221.202	226.534	226.534
Inversión en reposición	(23.478)	(46.955)	(46.955)	(46.955)	(46.955)	(91.442)
Inversión en capital físico	(27.480)	(55.769)	(40.412)	(24.247)	(32.330)	0
Aumentos (dismin.) de CTON	(3.583)	(9.038)	(9.286)	(7.164)	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	63.009	102.413	118.908	142.835	147.248	135.092

Si bien el año 2020 hay inversión en capital físico, los ingresos el año 2011 permanecen constantes, esto debido a que dicha inversión es sólo oficinas administrativas, lo que no genera nuevos ingresos.

⁵ Segundo semestre 2016

9. Valoración Económica de la empresa

Con los flujos obtenidos en el punto anterior, se debe traer todo a valor presente, es decir, 30 de junio de 2016. Lo primero que haremos es traer al año 2020 la perpetuidad como sigue:

$$FCL_{2020} = \frac{FCL_{perpetuidad}}{K_0}$$

$$FCL_{2020} = \frac{135.092}{0,117}$$

$$FCL_{2020} = 1.154.158$$

	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021- Perpetad UF
GANANCIA DEL EJERCICIO	129.925	132.526	133.664	139.304	144.636	144.636
Ajustes						
FLUJO DE CAJA BRUTO	211.450	214.175	215.561	221.202	226.534	226.534
FLUJO DE CAJA LIBRE	103.450	103.694	120.215	143.917	147.568	135.092
Valor Presente (2020) Flujo Perpetuo					1.154.158	
FCL + Flujo (2020) Perpetuidad	63.009	102.413	118.908	142.835	1.301.406	

Luego, se traen al 31/12/2016 todos los flujos de la siguiente forma:

$$FCL_{31/12/16} = FCL_{2do Sem 2016} + \frac{FCL_{2017}}{(1 + K_0)^1} + \frac{FCL_{2018}}{(1 + K_0)^2} + \frac{FCL_{2019}}{(1 + K_0)^3} + \frac{FCL_{2020}}{(1 + K_0)^4}$$

$$FCL_{31/12/16} = 63.009 + \frac{102.413}{(1 + 0,117)^1} + \frac{118.908}{(1 + 0,117)^2} + \frac{142.835}{(1 + 0,117)^3} + \frac{147.568 + 1.154.158}{(1 + 0,117)^4}$$

$$FCL_{31/12/16} = UF 1.188.680$$

Como la valoración es al 30/06/2016, el valor obtenido al 31/12/2016 se debe traer medio periodo:

$$FCL_{30/06/16} = 1.124.704$$

Por lo que el Flujo de Caja Libre al 30 de junio de 2016 es de **UF 1.124.704**.

Finalmente, para llegar a la valoración final, se deben considerar lo Activos Prescindibles, Exceso (déficit) de CTON y Deuda Financiera. Todos al 30 de junio de 2016.

Tabla 28: Resumen resultados de Valoración

RESULTADOS	En UF
Valor de los Activos Operacionales (al 31/12/2016)	1.188.680
Valor de los Activos Operacionales (al 30/06/2016)	1.124.704
Activos Prescindibles (al 30/06/2016)	7.583
Exceso (-Déficit) en Capital de Trabajo Neto (al 30/06/2016)	-65.784
Valor Total de la Empresa (al 30/06/2016)	1.066.503
Deuda Financiera (al 30/06/2016)	-198.395
Patrimonio Económico (al 30/06/2016)	868.108
Patrimonio Contable (al 30/06/2016)	1.183.449

Por lo tanto, El Valor de PF Alimentos al 30 de junio de 2016 es de **UF 868.108**, es decir, **73%** del patrimonio Contable de la empresa a la misma fecha.

10. Conclusión

A nivel mundial, la industria de alimentos tiene una correlación menor a 1 con el mercado y se repite en muchas empresas que su nivel de endeudamiento es bajo, sobretodo en compañías de menor volumen administradas por sus dueños.

A nivel de ingresos, PF Alimentos es una empresa que basa su venta en la línea que dio origen a su negocio que es cecinas, si bien, esta línea tiene un mercado maduro y cada vez es más complejo aumentar participación de mercado a la competencia, tiene ciertos aumentos en venta ligados a competencia deportivas, principalmente fútbol donde se puede aprovechar aumento de volumen a buen precio de venta. Este fenómeno fue uno de los principales factores que hicieron del año 2015 un buen año a nivel de utilidades.

La estructura de costo se mantiene estable en el tiempo, es común que cuando los precios de materia prima están altos a nivel local, se puede encontrar mejores condiciones en el mercado extranjero. En este ítem, se debe tener la precaución de realizar una buena cobertura de tipo de cambio.

Hasta ahora, no se había realizado un trabajo de valoración de la compañía en términos económicos, principalmente porque la administración sigue en manos de la familia y no tiene muchos cambios en la estructura accionaria, no obstante, se aprecia el tener una idea de cuánto vale la compañía, que según este trabajo, corresponde al 84% de su patrimonio contable.

11. Bibliografía

- Damodaran, Aswath. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. Editorial Wiley Finance, 2002.
- Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”. Editorial Andrés Bello, 2013.
- Memorias de Productos Fernández S.A.

12. Anexos

Anexo 1: Notas de Estados Financieros de Maple Foods Leaf.

13. LONG-TERM DEBT

	As at December 31,	
	2015	2014
Current portion of long-term debt	\$ 813	\$ 472
Long-term debt	9,843	10,017
Long-term debt	\$ 10,656	\$ 10,489

On February 3, 2015, the Company amended its existing \$200.0 million revolving credit facility by extending the maturity of the facility to June 30, 2016 under similar terms and conditions using the same syndicate of Canadian, U.S., and international institutions. The facility bears interest based on short-term interest rates. The facility is intended to meet the Company's funding requirements for general corporate purposes, and to provide appropriate levels of liquidity. As at December 31, 2015, the Company had drawn only letters of credit of \$60.3 million (2014: \$21.6 million) on this facility.

The revolving term facility requires the maintenance of certain covenants. As at December 31, 2015, the Company was in compliance with all of these covenants.

On August 6, 2014, the Company entered into an uncommitted credit facility for issuing up to a maximum of \$120.0 million letters of credit. As at December 31, 2015, \$79.4 million of letters of credit had been issued thereon (2014: \$82.3 million). These letters of credit have been collateralized with cash, as further described in Note 4 of the consolidated financial statements.

The Company has various government loans on specific projects, with interest rates ranging from non-interest bearing to 2.9% per annum. These facilities are repayable over various terms from 2022 to 2025. As at December 31, 2015, \$10.7 million (2014: \$10.5 million) was outstanding. All of these facilities are committed.

The Company's estimated average effective cost of borrowing for 2015 was approximately 4.5%, which excludes any impact of interest rate hedges (2014: 7.0% after taking into account the impact of interest rate hedges). Required repayments of long-term debt are as follows:

2016	\$ 1,123
2017	1,040
2018	1,040
2019	1,040
2020	1,040
Thereafter	7,055
Total long-term debt	\$ 12,338

In 2014, the Company repaid notes payable for an amount of US\$360.5 million (CDN\$395.5 million) and CDN\$400.0 million, comprising US\$318.0 million (CDN\$348.8 million) and CDN\$354.5 million of principal, US\$36.7 million (CDN\$38.7 million) and CDN\$37.6 million of early repayment premium, and US\$5.8 million (CDN\$6.4 million) and CDN\$7.9 million of accrued interest.

The notes were issued in various tranches in both U.S. and Canadian dollar-denominations, with maturity dates from 2014 to 2021 and bearing interest at fixed coupon rates between 4.9% and 6.2%.

In 2014, the Company amended its existing revolving credit facility to include additional shorter-term financing with a non-revolving component. Upon the closing of the sale of Canada Bread on May 23, 2014, the non-revolving component of the facility expired and the revolving component was reduced to \$200.0 million expiring on March 31, 2015 (Note 20). The facility was subsequently amended and extended to June 30, 2016 as described above.

14. OTHER CURRENT LIABILITIES

	<i>Notes</i>	As at December 31,	
		2015	2014
Derivative instruments	18	\$ 13,662	\$ 13,932
Liability for share-based compensation	24	—	6,469
Obligation for repurchase of shares	17	12,574	—
Other		3,401	3,982
		\$ 29,637	\$ 24,383

15. OTHER LONG-TERM LIABILITIES

	<i>Note</i>	As at December 31,	
		2015	2014
Derivative instruments	18	\$ 6,480	\$ 7,748
Step rent and lease inducements		9,545	8,521
Other		4,876	4,630
		\$ 20,901	\$ 20,899

Anexo 2: Balance Maple Leaf Foods Inc.

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS | 2015 | MAPLE LEAF FOODS INC.

<i>(In thousands of Canadian dollars)</i>	As at December		As at December	As at June	As at June
	31,	2015	31,	30,	30,
	Notes		2014	2016	2015
ASSETS					
Current assets					
Cash and cash equivalents	4	\$ 292.269	\$ 496.328	312.757	409.923
Accounts receivable	5	57.958	60.396	70.014	55.419
Notes receivable	25	103.706	110.209	103.115	109.862
Inventories	6	257.671	270.401	282.258	280.082
Biological assets	7	103.877	105.743	105.568	79.912
Prepaid expenses and other assets		14.946	20.157	36.599	23.359
Assets held for sale		130	1.107	4.842	484
		\$ 830.557	\$ 1.064.341	\$ 915.153	\$ 959.041
Property and equipment	8	1.082.360	1.042.506	1.078.100	1.057.526
Investment property		7.336	3.312	2.073	7.493
Employee benefits	9	66.519	88.162	52.359	73.744
Other long-term assets		10.791	9.881	6.796	11.740
Deferred tax asset	21	66.911	74.986	49.799	76.738
Goodwill	10	428.236	428.236	428.236	428.236
Intangible assets	11	138.155	165.066	131.021	147.145
Total assets		\$ 2.630.865	\$ 2.876.490	\$ 2.663.537	\$ 2.761.663

LIABILITIES AND EQUITY

Current liabilities

Accounts payable and accruals		\$ 256.473	\$ 275.249	248.173	277.806
Provisions	12	32.531	60.443	19.517	36.037
Current portion of long-term debt	13	813	472	729	729
Income taxes payable	21	9.670	26.614	8.127	17.319
Other current liabilities	14	29.637	24.383	14.375	38.737
		\$ 329.124	\$ 387.161	\$ 290.921	\$ 370.628
Long-term debt	13	9.843	10.017	9.766	9.990
Employee benefits	9	203.241	196.482	237.892	170.670
Provisions	12	14.622	17.435	13.755	16.370
Other long-term liabilities	15	20.901	20.899	16.959	21.849
Total liabilities		\$ 577.731	\$ 631.994	\$ 569.293	\$ 589.507
Shareholders' equity					
Share capital	17	\$ 882.770	\$ 936.479	\$ 884.431	\$ 921.438
Retained earnings		1.172.864	1.228.815	1.197.816	1.214.585
Contributed surplus		—	79.652	12.314	36.300
Accumulated other comprehensive income (loss) associated with continuing operations	16	-414	-226	7.332	105
Treasury stock	17	-2.086	-224	-7.649	-272
Total shareholders' equity		\$ 2.053.134	\$ 2.244.496	\$ 2.094.244	\$ 2.172.156
Total liabilities and equity		\$ 2.630.865	\$ 2.876.490	\$ 2.663.537	\$ 2.761.663