

C.A. Ron Santa Teresa

C.A. Ron Santa Teresa se constituyó en el año 1955 con el objeto de dedicarse a la explotación de la industria licorera en todas sus formas, específicamente en la actividad de la fabricación y comercialización de ron y otras bebidas alcohólicas. Es una empresa de capital nacional, cotizada en la Bolsa de Caracas y en la actualidad, C.A. Ron Santa Teresa se mantiene como uno de los principales fabricantes y distribuidores de ron, tanto en Venezuela como en el mercado internacional, con participación importante en Europa y América Latina. Es la segunda marca en el mercado doméstico con Diageo de líder, además de ser distribuidor de vinos, champañas y otros licores.

Recomendación de Inversión: Market Underperform (RST)

Ultima Negociación	07/10/2008
Precio de Cierre	32,00
Precio de Apertura	30,90
Precio Máximo	32,00
Precio Mínimo	32,00

- Nuestro precio para los próximos 12 meses es 36,27 Bs/acción. versus un precio de mercado de 32 Bs/Acción.

Resultados Valoración RST

Flujos Descontados (MBs)	17.467
Flujos a Perpetuidad(MBs)	59.143
Crecimiento esperado perpetuidad	5,00%
WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital)	26,04%
Valor del Escudo Fiscal(MBs)	4.925
Valor de Perpetuidad Escudo Fiscal	6.251
VALOR DE EMPRESA	87.785
Valor de la Deuda (2008)	39.775
Valor de Patrimonio (MBs)	48.010
No Acciones (M)	1.323.385
Precio x Acción (Bs)	36,2784

Breve descripción de la empresa:

Sede: El Consejo, Edo. Aragua

Actividad: Explotación de la industria licorera en todas sus formas, específicamente en la actividad de la fabricación y comercialización de ron y otras bebidas alcohólicas.

Principales productos: Ron Santa Teresa 1796, Selecto Bicentenario, Selecto, Gran Reserva, Santa Teresa Blanco, Rhum Orange Liqueur y Araku.

Analistas:

María Cristina Arenas
Neri Fernández
Daniel Bernárdez
José De Sousa

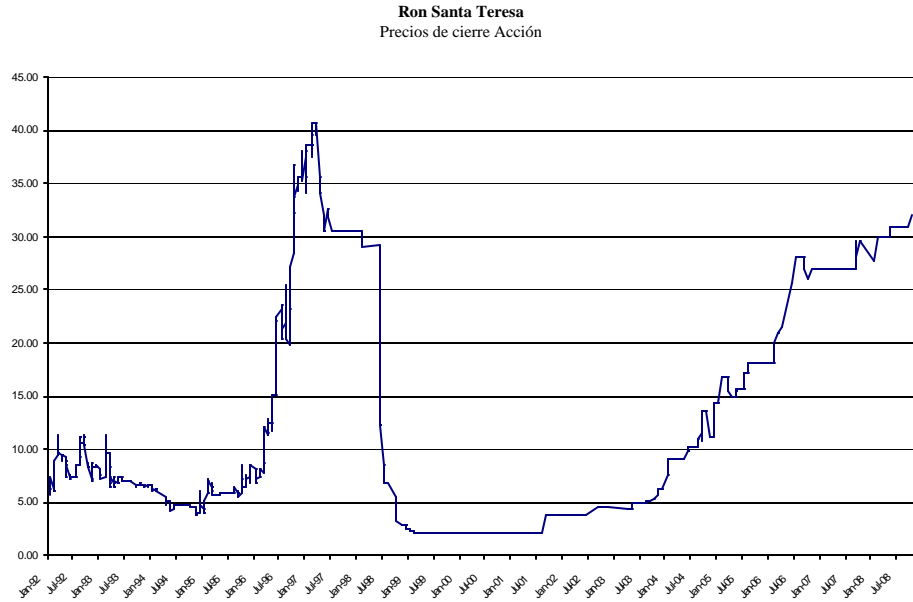
Director de Investigación

Henrique Gherzi

**MOVIMIENTOS
DEL PRECIO DE
LA ACCIÓN**

Figure 1: Precios históricos de la acción de los últimos 16 años.

(1992 – 2008)



Fuente: Mercantil Merinvest, C.A.

Durante el período evaluado, Enero 1992 a Julio 2008, se aprecia ciertos ciclos en la evolución del precio de la acción de C.A. Ron Santa Teresa. Básicamente, pueden distinguirse varias fases en la evolución del precio: **I fase** que va desde el año 1992 hasta el año 1995 donde el precio de la acción osciló en un promedio de 7.24Bs./acción y llegó a alcanzar un máximo de 11.36Bs./acción (expresado en moneda actual, bolívares fuertes). Este período fue un período de altos ingresos nacionales donde el consumo ron fue menospreciado ante el consumo de whiskey; una **II fase**, que va desde el año 1996 hasta 1998, donde el precio promedio de la acción fue de 22.23Bs./Acción. En este periodo la empresa lanza al mercado varios de sus productos, el Ron Súper Premium en el año 1996 y Rhum Orange en el año 1997. **III fase**, de 1999 a 2001, el precio promedio fue de 2.38 Bs./acción. Esta fase tiene características similares a la I Fase, altos ingresos nacionales y alto consumo de whiskey. **IV Fase**, que va desde el 2001 hasta el presente, donde el precio promedio ha estado en 15,49 Bs./acción. Durante esta fase se destaca, el lanzamiento de Arakú en el año 2001, la aprobación de la denominación de origen del Ron de Venezuela en el año 2003 y la internacionalización de la marca.

Nota: Es importante destacar que a partir del primero de enero de 2008, en función del decreto de reconversión monetaria la compañía realizó un cambio de valor nominal de Bs. 110,00 a Bs. 11.000,00 cambiando 100 acciones con un valor nominal de Bs. 110,00 por una (1) acción con valor nominal de Bs. 11.000,00, ajustándose así a los nuevos parámetros de presentación en la bolsa de valores.

El último precio de la acción según la última negociación en bolsa

(07/10/2008) fue de 32 Bs.F./Acción.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Ron Santa Teresa se presenta como una empresa en expansión, que mantiene una estructura financiera sana que le permite optar a financiamiento, respaldada además por el hecho de poder contar con préstamos a la tasa agrícola. Por la parte de sus proyecciones de ventas, Ron Santa Teresa se caracteriza por tener una tasa de crecimiento de ventas por encima del crecimiento estimado del mercado venezolano en bebidas alcohólicas.

Además, dada la adquisición del certificado de origen para los rones venezolanos, Ron Santa Teresa apunta a la exportación y desarrollar nuevos mercados, particularmente el europeo. En los últimos años la compañía se ha convertido en líder de mercado en rones *premium* y apunta a liderar el mercado de exportaciones en esta área. Ante todo estos argumentos, la acción pareciera estar subvaluada en el mercado, proponiéndose un precio de 36,27 Bs/acción versus un precio de mercado de 32 Bs/Acción.

TESIS DE INVERSIÓN

Ron Santa Teresa se encuentra en una fase de indiscutible expansión, caracterizado por:

1. Sólida estructura financiera que le da la flexibilidad necesaria para incrementar su apalancamiento financiero. Además de resaltar con ello, las competitivas tasas a la que accede a la banca comercial.
2. Capacidad productiva capaz de abastecer el mercado.
3. Aval del Certificado de Origen de Ron de Venezuela que permite proyectar un crecimiento en ventas, tanto a nivel nacional como internacional. Es de mencionar, que el sector ha desarrollado un movimiento para mejorar la imagen del producto, dándole una categoría Premium que lo haga competitivo con el Whiskey y que además le permita crear métodos innovadores de difusión que contrarresten las regulaciones estatales.
4. Se obtuvo recientemente el sello Norven y la certificación ISO 9000:2000 que avalan la calidad de los procedimientos asociados

a la producción.

5. La línea gerencial fue actualizada recientemente, dando apertura además la dirección de negocios internacionales, lo que da clara señal de que la empresa está dispuesta a ejecutar cambios organizacionales para potenciar el negocio.
6. La empresa ha desarrollado programas de desarrollo social emblemáticos que le han generado una imagen positiva con el Estado que a la vez podría reducir su riesgo de expropiación.
7. Diversificación de la cartera de productos y ampliación del portafolio de productos, particularmente vinos chilenos, argentinos, aguas con gas y próximamente whiskey. Igualmente, han focalizado el negocio eliminando actividades que no generan tanto valor agregado a la empresa, como el “copacking”.

VALORACIÓN

Para la valoración de Ron Santa Teresa se usó el método del “Adjusted Present Value”, en el cual se descontaron a valor presente los flujos de caja operativo de la empresa, tanto en el período explícito considerado (2008-2013) como a perpetuidad y replicando este procedimiento con el escudo fiscal. Para este proceso se utilizó una tasa de descuento para la industria del ron de Venezuela que se supuso constante luego del 2013.

En el caso de los flujos operativos se estimó una tasa de crecimiento (g) del 5%, equivalente al crecimiento del PIB constante antes y luego del 2013

Para el cálculo de la tasa de descuento se partió de los siguientes datos:

Beta desapalancada Promedio Industria Bebidas	0,8078
Tasa Inflación promedio últimos 10 años en USA	2,60%
Tasa Libre de riesgo (10-Year treasury note) Promedio geométrico últimos 10 años	4,12%
Tasa Mercado de Acciones USA Promedio geométrico últimos 10 años	7,98%
Prima de Riesgo USA	3,86%
Riesgo País (Valor Real), asumiendo volatilidad mercado 1,5	8,93%
Tasa Inflación promedio	23,04%

El procedimiento utilizado fue el siguiente: se estimó el valor del rendimiento de la industria de bebidas en los E.E.U.U. a partir de los datos mostrados arriba y usando el modelo CAPM ($R_f + \beta(R_m - R_f)$), resultando en 7,24%. Como este valor es nominal, posteriormente fue descontado la tasa de inflación para obtener la tasa de descuento real en

los E.E.U.U.(4,52%). Posteriormente, se sumó la tasa de riesgo país de Venezuela para llevarlo a 13,45%, siendo ésta la tasa de rendimiento real de estos negocios en nuestro país. Finalmente, al convertir el valor de real a nominal usando la inflación promedio en Venezuela se redondea a 36,49%, que fue la tasa utilizada para los descuentos de los flujos operativos.

Para el cálculo del valor perpetuo de los flujos de caja operativos de la empresa, se utilizó el WACC calculado a partir de la estructura financiera de la empresa y que resultó en 26,45%. Para el descuento del escudo fiscal se utilizó la tasa impositiva del 21,04%.

Resultados Valoración RST

Flujos Descontados (MBs)	23.332
Flujos a Perpetuidad(MBs)	49.451
Crecimiento esperado perpetuidad	5,00%
WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital)	26,45%
Valor del Escudo Fiscal(MBs)	3.722
Valor de Perpetuidad Escudo Fiscal	3.722
VALOR DE EMPRESA	80.227
Valor de la Deuda (2008)	39.426
Valor de Patrimonio (MBs)	40.802
No Acciones (M)	1.323.385
Precio x Acción (Bs)	36.27928407

De acuerdo a esto y según los tres escenarios evaluados, resultó un precio de 36,27 Bs por acción para el escenario intermedio, el cual se cree que es el más probable, dadas las proyecciones de venta en crecimiento. De acuerdo a la valoración estimada el mercado está subvalorando la acción de Ron Santa Teresa, al compararlo con el último precio (32 Bs/Acción) en negociación (07/10/2008).

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

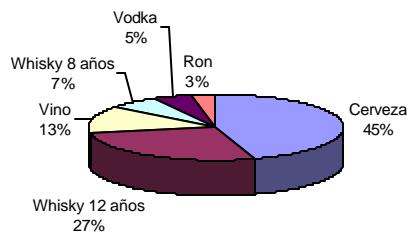
En Venezuela hasta principios de los años '90, el negocio de los licores en el país fue relativamente estable. Siete familias venezolanas se repartían la propiedad de las grandes destilerías y empresas distribuidoras, aunque algunas en asociación con grandes transnacionales. Es el caso de Licorerías Unidas, la principal destilería del país, fundada en 1959 por un grupo de empresarios venezolanos en asociación con la transnacional Seagram y quienes también constituyeron la firma Distribuidora Chumaceiro que se encargaría de la distribución. Industrias Pampero y Ron Santa Teresa eran dos destilerías importantes. Las empresas más importantes dedicadas exclusivamente al negocio de distribución de licores eran Distribuidora Benedetti, Morris E. Curiel, Tamayo & Cía y Francisco Dorta Sucrs.

En 1983, con el llamado viernes negro y la desaparición de la paridad de 4,30 bolívares por dólar, el consumidor de whisky comenzó a migrar al

ron, al extremo que a finales de los años 80 se llegaron a colocar 6 millones de cajas, por la pérdida del poder adquisitivo de la población. En esa oportunidad se llegó a pensar que los venezolanos habían regresado a su bebida raíz.

Sin embargo, en los años 90, aún cuando persistió la caída en el ingreso de los habitantes, las nuevas tendencias de la globalización favorecieron el mercado del whisky, aunque entre los consumidores de menos recursos –sobre todo quienes devengan entre uno o dos salarios mínimos– aumentó la preferencia hacia el aguardiente de caña, que coloca hasta 6 millones de caja por año.

Preferencias del Consumidor Venezolano



Fuente: Revista Producto. Diciembre 2004.

En cuanto al consumo de Bebidas en Venezuela, la cerveza es la bebida alcohólica de mayor consumo en el país y casi todo el consumo es de producción nacional. Venezuela ostenta el segundo puesto como consumidor per cápita de cerveza en el continente americano, después de Estados Unidos. La cerveza es un producto arraigado principalmente en los sectores más bajos de la población en donde compite con el aguardiente.

Por su parte el consumo de whisky en el país viene creciendo, esto no es de sorprender, ya que el venezolano siempre ha tenido una especial preferencia por el escocés por un tema de estatus.

De todas las bebidas alcohólicas en el país, el mercado del whisky es el que ha registrado una mayor atomización en los últimos años. Ello se debe a la entrada de una enorme gama de whisky importado muy barato, traído no sólo por las grandes empresas importadoras sino por una gran cantidad de medianos y pequeños importadores.

La apertura del mercado de licores y la llegada de las transnacionales al país han beneficiado al consumidor que prefiere whisky y han propiciado el repunte en el consumo de whisky importado en detrimento del ron y del whisky nacional.

En cuanto al consumo del ron, se supera ampliamente a Cuba y Puerto Rico donde nació esta bebida espirituosa que cautivó al mundo, ya que el consumo nacional es de 26 millones de litros, es decir, de un litro de Ron

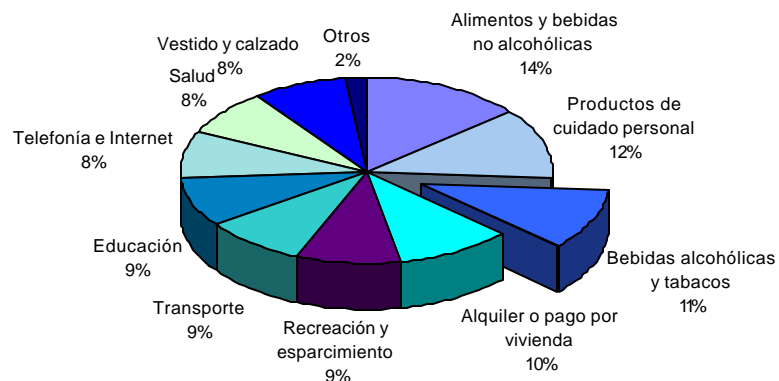
por persona.

En 1990 el consumo per cápita de ron en términos de contenido alcohólico alcanzó un máximo de 1,16 litros. Desde entonces hasta el año 2004, la caída en el consumo de ron había descendido para una caída de más de 75%, para estabilizarse alrededor de los 0,26 litros per cápita por año. Actualmente esta tendencia se ha revertido. En Febrero 2004 Venezuela logró la denominación de origen, otorgada por el Servicio Autónomo de la Propiedad Intelectual (SAPI), por lo que el mercado internacional de licores, especialmente el europeo, está centrando su foco sobre el ron venezolano. El incremento de su consumo ha generado una onda expansiva que ha repotenciado al producto.

En cuanto a la producción de ron, Venezuela está entre el octavo y noveno lugar entre los productores de ron en el mercado mundial, con ventas anuales de 2,75 millones de cajas de 8 litros cada una; y con el reciente otorgamiento de la denominación de origen para el Ron de Venezuela, las empresas beneficiadas esperan acelerar sus ventas y ubicar el país en el mediano plazo entre los líderes mundiales, con ventas de 10 millones de cajas anuales.

Ahora bien, a pesar de las etapas de crisis económica que ha atravesado Venezuela, el consumo de bebidas alcohólicas se ha mantenido relativamente estable sobrellevando de manera exitosa las diversas políticas económicas ejecutadas por los distintos gobiernos; gracias al patrón de consumo del venezolano, donde se sigue destinando un importante porcentaje del presupuesto familiar a la compra de estos productos. Por ejemplo, para abril 2006 las bebidas alcohólicas se ubicaron como la tercera opción de compra dentro del presupuesto del venezolano.

Distribución del ingreso del venezolano



Fuente: Datos I.R. Pulso Nacional 2006.

Sin embargo, se observa que los consumidores cambian sus hábitos de consumo, migrando hacia bebidas alcohólicas de menores precios

dependiendo de la situación en la cual se encuentren, originando una importante contracción en la venta de bebidas *premium* importadas principalmente whisky en los periodos de recesión económica y un efecto contrario en periodos de bonanza.

El mercado venezolano de bebidas alcohólicas está constituido por varios segmentos, entre los cuales destaca el segmento de whisky, ron, bebidas blancas (ginebra y vodka) y desde el 2003 se introdujeron al mercado las bebidas alcopop o como son conocidas internacionalmente RTD (ready to drink), representadas por marcas como Breeze Ice, Sky Blue y Smirnoff Ice, que comenzaron a cobrar importancia, puesto que el consumo de estas bebidas en Venezuela en el 2004 era de un millón de botellas al mes (40 mil cajas). Estos competidores han afectado la participación del mercado, no sólo por ser productos de moda, sino por contar con precios competitivos.

Por su parte, es de mencionar que las políticas de fijación de precios en esta industria son muy complejas, ya que se toman en cuenta muchas bases de precios. En primer lugar está el precio único, luego está el precio sugerido o PVP que es el que la industria sugiere al mayorista para vender su producto al minorista, y el tercero se denomina precio de realización que no es más que el precio en que el detallista vende al consumidor final. Como resultado de la fuerte competencia que existe en el sector con los productos ilícitos (contrabando de bebidas desde las Islas Caribeñas), los mayoristas se ven forzados a absorber parte de su margen de ganancia para sostener parcialmente sus ventas.

Ahora bien, el mercado de bebidas alcohólicas enfrenta hoy en día algunas restricciones:

- Nuevas políticas regulatorias afectaron los precios de las bebidas alcohólicas, la provisión de dólares preferenciales para los importadores de bebidas alcohólicas fue revocada, además se decretó un impuesto sobre el consumo selectivo. Los fabricantes deben pagar un impuesto entre el 20 y 35% en el valor añadido entre el costo de manufactura y el precio de venta al cliente. Estas medidas desencadenaron un aumento de los precios, que sin embargo parecen, contra todo pronóstico, no haber afectado el consumo, pues las ventas continúan en crecimiento durante el 2007, así como las de otras bebidas alcohólicas en Venezuela probablemente afectadas por la liquidez del país, lo que permite a clases más bajas acceder a los productos.
- Se ha identificado “la necesidad de status” como uno de los principales drivers asociados al consumo de bebidas alcohólicas. Bajo una óptica como ésta, Ron Santa Teresa, trata de dar a su marca Añejo 1796 este status, al darle un costo similar al del Whisky doce años.
- Adicionalmente, dadas las restricciones de publicidad, cada vez mayores en Venezuela para este tipo de productos, han debido

buscarse enfoques originales que permitan el mercadeo, el cual pareciera estar cada vez más cercano al cliente. Una de las tareas que se trazaron las dos principales compañías que prácticamente abarcan 90 por ciento del mercado ronero venezolano fue promover, hace más de un año, la creación de bares bajo el concepto de ronerías, en lugares exclusivos. Por ahora, las marcas de ambas empresas son utilizadas por los propietarios de dos locales en el Centro San Ignacio en Caracas: Diageo con La Cañada, y Ron Santa Teresa –que también tiene un local en el hotel Maracay– con La Ronería Santa Teresa. Igualmente, ambas empresas organizan degustaciones, fiestas privadas, etc.

- Los canales de distribución, de acuerdo a estudios de mercado realizados (Fuente: Euromoney) apuntan a que los grandes *retailers* son mucho más efectivos y que los establecimientos independientes cada vez más reducen su nivel de ventas.

En cuanto a algunas características generales de la industria:

Estacionalidad de las ventas: Normalmente, coincidiendo con los principales períodos vacacionales, las ventas experimentan crecimiento en marzo y abril, así como en diciembre.

Distribución: A través de canales tercerizados, pero con seguimiento directo de los departamentos de venta, se busca un equilibrio para evitar una lucha con la competencia a nivel de los distribuidores.

Barreras de entrada: No existen divisas preferenciales para la compra de licores importados, además de fuertes barreras impositivas que impiden la entrada de nuevos competidores.

Competencia:

Prácticamente todo el consumo de ron en el país es de producción nacional, manufacturada en primer lugar por Licorerías Unidas (LUSA) de Diageo, que detenta 40% de participación de mercado con su marca Cacique, seguida de Ron Santa Teresa con 36% del mercado y finalmente por UDV con su ron Pampero y el grupo francés Pernoud Ricard que opera en el oriente del país con su ron El Muco.

En el país el mercado del Ron se encuentra segmentado de la siguiente manera:

- White Rum Local Standard
- Imported Standard
- Super Premium
- Premium
- Standard

- En el segmento White Rum Local Estándar Diageo históricamente tiene mayor participación con 81% en el año 2005 con su producto Cacique Blanco, Santa Teresa comercializa en este segmento Santa Teresa Blanco
- En el segmento Super Premium es Santa Teresa quien cuenta con la mayor participación de mercado (96%), con su producto Santa Teresa 1796 Gold, sin embargo Diageo ofrece en este segmento Aniversario Pouch Gold
- En el segmento Premium el líder es Diageo con sus productos Cacique 500 y Aniversario Gold con un 88% en 2005. En este segmento Santa Teresa ofrece Selecto Gold
- En el segmento Standard Diageo tiene una participación de 62% con su producto Cacique Gold Añejo. En este segmento Santa Teresa posee el 32% con su producto Gran Reserva. Sin embargo existen otras opciones como Pampero Especial, Estelar De Luxe, Ocumare Añejo, entre otros, que participan en 6%.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

La Hacienda Santa Teresa fue fundada en 1796, en El Consejo – Estado Aragua, mientras que C.A. Ron Santa Teresa (CARST) se constituyó en el año 1.955 con el objeto de dedicarse a la explotación de la industria licorera en todas sus formas, específicamente en la actividad de la fabricación, añejamiento y producción de rones y adicionalmente importación de vinos, y agua, co-packing, venta de alcohol industrial, servicio a terceros de destilación, añejamiento y envasado.

En la actualidad, C.A. Ron Santa Teresa se mantiene como uno de los principales fabricantes de ron en Venezuela, además de ser distribuidor de vinos, champañas y otros licores.

La planta de producción de Ron Santa Teresa está ubicada en El Consejo, Edo. Aragua, y cuenta con una capacidad de destilación de 18 millones de litros de alcohol por año. Por su parte, la empresa cuenta con unas 18 bodegas de envejecimiento, las cuales almacenan unos 100.000 barriles para añejar unos 24 millones de litros de ron al año. La unidad de envasado, es capaz de procesar 21 millones de litros. Las principales inversiones hechas recientemente, fueron la adquisición de una llenadota vertical, la cual permite agilizar el proceso de producción. Igualmente, están pensadas nuevas inversiones en los procesos de envasado, para su automatización, los cuales hoy en día continúan siendo altamente manuales. La empresa utiliza también su planta de producción como destino turístico para visitantes nacionales e internacionales.

Actualmente, su principal línea de productos es la de rones donde destacan 4 variedades bien diferenciadas y dos productos exclusivos como se describen a continuación:

- Santa Teresa 1796 Ron Antiguo de Solera: Ron premium añejado mediante el método Solera resultante de una mezcla de rones de más de 15 años de maduración que proporciona al producto un color ámbar, aroma afrutado y sabor característico -meloso y complejo-. Lanzado al mercado en 1996. Presentaciones: 0.75 litros. 0.7lts, 0.5lts. y 0.05 litros.
- Ron Selecto: Ron añejo premium que debe su calidad a la selección de rones añejos que componen su elaborada fórmula envejecidos entre 3 y 10 años tanto livianos como pesados, le dan a este ron su fragancia madera avainillado, robustez y cuerpo satinado. Botellas de 0.75 litros, 0.35lts. y 0.05 lts.
- Ron Gran Reserva: Es un ron suave y dorado añejado en barriles y toneles de roble entre 2 y 5 años, se caracteriza por su suave y dulce textura, cuerpo ligero, aroma y sabores afrutados y maduros. El carácter joven de gran reserva sugiere su herencia tropical. 7 presentaciones entre 1.75 litros y 0.05 lts.
- Ron Blanco: Es producto de una combinación de barricas de roble blanco americano y de toneles de roble del Limousin entre 2 y 5 años. Adquiere un aroma y un bouquet suave y algo fructoso al quitarle su aspecto ambarino y los taninos vainillosos extraídos del roble, dejándolo cristalino. Presentaciones de 1.75 litros y 0.05Lts.
- Bodega Privada: Proveniente de un *blend*, almacenado desde 1989, a base de una mezcla de rones añejos entre 6 y 35 años. Cada barrica contiene 25 cajas de 12 botellas que poseen una etiqueta personalizada, el número de barril de origen y el nombre que el propietario quiera asignarle.
- Bicentenario AJ Vollmer: Las reservas más antiguas de la empresa de hasta 80 años, que son mezclados con rones de nuevas generaciones y reposan en toneles de roble por 15 años. De producción limitada de los toneles sólo se extraen 1.200 litros al año y se envasan en botellas enumeradas y con la firma de Alberto J. Vollmer

Sin embargo, la empresa produce y comercializa diferentes tipos de bebidas alcohólicas, que entre ellas se encuentran:

Licores dulces a base de ron añejo:

Arakú (mezcla de los añejos de la empresa envejecidos por 2 años en barriles de roble blanco americano con concentrado de café) y Rhum Orange (envejecido por 2 años y macerado con cáscaras de naranja).

Bebidas espirituosas secas similares al ron: Carta Roja, Superior y Superior Silver.

Ginebra Collins.

Vinos Concha y Toro: Frontera, Sunrise, Casillero del Diablo, Amelia, Don Melchor (Importación). Agua Perrier normal y con limón (Importación).

Alcohol Industrial para artes gráficas, productos químicos (Revlon), alimentos (Heinz), medicinas, alimentos para animales, etc.

Adicionalmente, realiza otras actividades no inherentes al negocio, como La Estación El Consejo, Fundación Santa Teresa, e Inversiones Tiquirito (empresa filial que agrupa las haciendas donde se extrae materia prima como el café y la naranja para la producción de alguno de sus productos), hace el co-packing (procesamiento y etiquetado desde hace tres años) a Pernod Ricard de Venezuela, C.A. y ofrece servicios a terceros de destilación, añejamiento y envasado.

ANÁLISIS DE PARES

Al momento de hacer la comparación con un par de mercado, se analizaron a los principales competidores de Ron Santa Teresa. Siendo Diageo su principal competidor, siendo esta empresa una multinacional que produce y distribuye muchos más productos pareciera poco razonable hacer una comparación con esta empresa. Por tal se seleccionó una empresa latinoamericana llamada Hermanos Varela S.A. la cual tiene su sede en el pueblo de Pesé, Panamá.

Esta empresa fue constituida en 1936, por tres hermanos y se ha mantenido como una empresa familiar en la que laboran hoy en día más de 700 trabajadores. La empresa abastece un mercado de 1.2 Millones de cajas aproximadamente y tiene sedes internacionales en Ecuador y Costa Rica. Además comercializa sus productos a través de distribuidores en más de 10 países y comercializa internamente en Panamá otros productos particularmente aguardiente y Vodka. Sus principales rones son: Ron Abuelo, Ron Cortés, Gin Caballito y Seco Herrerano. De esta manera estaríamos conversando de un negocio que cubre el 85% del tamaño del mercado de Ron Santa Teresa. Por disponibilidad de información se usó data del año 2005 para la comparación de indicadores.

	RST	HVAR	RST	Diageo
	2005	2005	2006	2006
Liquidity Ratios				
Current Ratio	2,49	1,93	1,85	1,24
Quick Ratio	0,951	0,88	0,682	N/D
Days sales in inventory	224,35	471,14	228,95	N/D
Days sales in receivables	96,88	331,55	109,19	N/D
Operating Cycle	321,23	802,69	338,13	N/D
Activity Ratios				
Inventory Turnover	1,63	0,77	1,59	N/D
Receivables Turnover	3,77	1,10	3,34	N/D
Account Payables Turnover	3,45	1,98	3,02	0,54
Fixed Asset Turnover	9,18	0,77	7,77	1,11
Current Assets Turnover	1,44	0,50	1,23	1,87
Total Assets Turnover	1,25	0,31	1,07	1,44
Profitability Ratios				
Gross Margin	47,17%	40,75%	41,67%	
Operating Margin	12,91%	14,10%	10,85%	21,06%
Pretax margin	9,93%	13,38%	5,67%	22,11%
Net margin	9,64%	11,26%	4,81%	20,25%
Return on Assets (ROA)	12,01%	3,52%	5,12%	14,08%
Return on Equity (ROE)	22,51%	6,59%	11,93%	47,12%
Solvency Ratios				
Debt to Equity	22,32%	28,27%	24,27%	133,98%
Total Debt to Total Assets	46,65%	46,57%	57,11%	70,11%

El ratio de precio por acción calculado para Varela hermanos es de 0.0422 \$/acción y para Ron Santa Teresa es de 0.031 \$/acción. Sin embargo, como puede notarse de la comparación, la empresa panameña parece tener un interesante margen operativo (ligeramente superiores a los de Ron Santa Teresa). Sin embargo, se observa que la empresa venezolana mantiene razones mucho más favorables en cuanto a liquidez pudiendo hacer frente a sus compromisos de manera más segura. Como puede observarse el ciclo operativo de Varela Hermanos es mucho más grande, motivado particularmente por las altas cuentas por cobrar debido a políticas muy flexibles de cobro, mientras que RST mantiene sus Cuentas por Cobrar por debajo de los 100 días esperando reducir este indicador en el tiempo.

Igualmente, se observa que los niveles de apalancamiento son similares en ambas empresas, dado que sus razones de deuda/patrimonio se mantienen por debajo del 30%. Adicionalmente, destaca el alto nivel de rotación de activos que mantiene Ron Santa Teresa respecto a su par, lo que quiere decir que los activos de la planta son utilizados con alta disponibilidad para la producción. Sin embargo, de acuerdo a lo establecido en sus estrategias de inversión, este índice deberá tender a aumentar en el tiempo.

Dado que Ron Santa Teresa apunta dentro de su estrategia a largo plazo a convertirse en un competidor importante en la industria de bebidas a nivel internacional, se realizó la comparación respecto a una de las multinacionales en esta rama, en este caso Diageo, resultando variables de solvencia y liquidez similares, notándose una mayor rentabilidad en forma general en el negocio de Diageo, el cual a su vez se caracteriza por

presentar variedad de productos que le permiten generar un portafolio variado y más rentable. Finalmente, Diageo presenta una estructura mucho más apalancada que la de Ron Santa Teresa, lo que es común en las empresas en vías de expansión.

**GESTIÓN Y
DESEMPEÑO DE
LA GERENCIA**

<u>Junta Directiva</u>	<u>Cargo</u>
Alberto Vollmer de Marcellus	Presidente
Arminio Borjas	Presidente Ejecutivo
Henrique Vollmer de Marcellus	Director
Michael Penfold	Director
Jorge A. Viera Landaluce	Director
Gabriel Zalzman	Director
Fernando Echanove	Director
William Nazaret	Director Suplente
Manuel Perez Dubuc	Director Suplente

En Asamblea de Accionistas celebrada el día 30 de noviembre 2007 la empresa realizó algunos cambios en la junta directiva, donde el Sr. Paul Adolf Reimpell cedió la presidencia al Sr. Alberto Vollmer de Marcellus, cuyo cargo pasó a ocupar el Sr. Armiño Borjas, los cuáles ya formaban parte de la junta directiva. También se dieron los siguientes cambios: 1) se retiró el Sr. Luis Alfredo Sanabria; 2) el Sr. Jorge A. Viera Landaluce pasó de ser Director Suplente a Director, y por último 3) se integraron 3 nuevas personas a la junta directiva de la empresa, los cuales son: el Sr. Gabriel Zalzman (anteriormente gerente general de Mattel México, y actualmente desempeña el cargo de Vicepresidente Senior y Gerente General de Fisher Price Friends a nivel internacional), el Sr. Fernando Echanove (posee amplia experiencia en el área de marketing y ventas, se desempeñó en la dirección general en varias multinacionales de bienes de consumo, como Unilever, Colgate Palmolive y Allied Domecq, por lo que posee conocimiento en el área de licores y Europa) ambos como directores, y el Sr. Manuel Pérez Dubuc como Director Suplente (Vicepresidente de Desarrollo de Negocios para Asia de AES).

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Alberto C. Vollmer
Director Comercial Internacional	Henrique Vollmer
Director Comercial	Henry Atrio
Gerencia de Mercadeo Rones	Vacante
Gerencia Trade Marketing	Carmen Gutierrez
Gerencia Ventas Nacionales Rones	Manuel Flores
Gerencia Planificación de Ventas	Carlos Rebolledo
Gerencia Comercialización UPA	Margaret Ayala
Director de Adm. Y Finanzas	Humberto Sánchez
Director de Operaciones	Marcos Rodríguez
Gerente de Relaciones Institucionales	Francisco Magallanes
Gerente de Capital Humano	Luis E Palacios
Gerente Auditoría Interna	Marco Andrade
Gerente de Asuntos Legales	Andrés Chumaceiro

Es de mencionar que la crítica situación por la que atravesó Ron Santa Teresa en 1999 como consecuencia del tamaño de los pasivos financieros y las importantes caídas en las ventas en años sucesivos, hizo emprender un importante proceso de reestructuración financiera y gerencial, el cual

fue llevado a cabo por Alberto Vollmer, quién actualmente se desempeña como presidente de la junta directiva.

Varias de las acciones tomadas fueron: a) racionalización del tamaño de las fuerzas de ventas, eliminado el 93% de la cartera de productos (de 262 a 17) que apenas contribuía con un 20% a los ingresos; esto hizo crecer las ventas en 25% en el corto plazo ya que se concentraron los esfuerzos en los productos más rentables; b) reestructuración de los pasivos financieros con ciertos bancos locales, lo que permitió disminuir las obligaciones y cancelar con año y medio de anticipación la deuda. Igualmente, la compañía logró redimir las acciones que se encontraban en poder de las instituciones financieras; c) contratación de un nuevo equipo gerencial con experiencia internacional.

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

<u>Accionistas</u>	<u>% Part.</u>
Inversiones Tiquirito*	62.51%
Inmobiliaria Los Guayabitos	11.46%
Adipal Sociedad de Inversiones	7.68%
Planiol Sociedad de Inversión	7.14%
Otros Accionistas	11.21%

* 100% Familia Vollmer de Marcellus

Es importante destacar que durante el año 2001 la familia Vollmer compró 15MM de acciones equivalentes al 13,47% del patrimonio de C.A. Ron Santa Teresa a la multinacional Allied Domecq Netherlands, segunda licorera a nivel mundial, convirtiéndose en una empresa de capital nacional e independiente, dedicada a la fabricación y distribución en los mercados domésticos y de exportación de rones añejos *premium*.

ANÁLISIS DE RIESGOS

La empresa identifica como los principales riesgos asociados a su gestión los siguientes:

1. Devaluación: La devaluación afecta enormemente a la empresa por varias razones. En primer lugar, esta variable es el principal disparador del consumo de bebidas importadas, particularmente el Whiskey que compiten con el ron, por lo que de no ocurrir devaluaciones futuras pudiera hacerse más competitivo el consumo de esta bebida. Adicionalmente, el tipo de cambio afecta los precios de exportación del ron y su competitividad en los mercados foráneos. Finalmente, el tipo de cambio afecta la competitividad en el mercado venezolano, de los vinos extranjeros importados por el grupo, principalmente porque son mercados en crecimiento, como ocurre con los vinos chilenos y argentinos.
2. Disponibilidad de divisas: La empresa trabaja con insumos importados, particularmente en las fases de envasado (recipientes, estuches, tapas, accesorios) que pudieran incrementar su costo de

no existir disponibilidad de divisas para su importación.

3. Disponibilidad de materias primas: La empresa usa materias primas de producción limitada. Particularmente, en el caso de la melaza existen restricciones operativas nacionales para su producción y aunque la empresa ha garantizado el suministro con contrato a un año, existe la posibilidad de limitaciones en el abastecimiento a mediano plazo.
4. Limitaciones de consumo: Dado su nivel de asociación con los índices de delincuencia y otros problemas sociales como el desempleo y la violencia doméstica, diferentes países han emitido regulaciones para controlar la publicidad y más aún el consumo de bebidas alcohólicas. Cambios en las restricciones sobre la edad de consumo, los locales en los que puede ser consumida o los horarios de atención puede afectar las ventas del producto a nivel nacional. Adicionalmente, en virtud de la promulgación de la Ley de Responsabilidad Social para medios de comunicación, se han limitado los espacios disponibles para la publicidad, tendencia que se cree continuará en aumento para el futuro. Finalmente, fuertes condiciones impositivas, aprobadas para el consumo de tabacos y licores previstas en Venezuela apuntan a importantes reducciones del consumo de ron en el país.
5. Expropiación: debido a su vinculación con la industria agraria y al hecho de su importancia dentro del desarrollo local de la zona, no se descarta la posibilidad de que el Estado Venezolano pudiera expropiar a la empresa de estas tierras, dada la continua estatización de empresas de servicio y manufactureras (particularmente en los sectores de construcción y alimentación) que ocurrieron entre los años 2007 y 2008.
6. Riesgos laborales: Durante el año 2007 la empresa sufrió un paro laboral por dos meses que afectó sus operaciones y cuotas de producción. La activación de los roles sindicales a nivel nacional y las restricciones en cuanto a trato de personal, cada vez más controladas a través de mecanismos como la LOPCYMAT pueden generar inconvenientes en la producción como ha ocurrido en años anteriores.

Análisis Financiero

Los activos circulantes representan en el año 2007 el 88,4% del total de activos, históricamente los inventarios han sido el principal activo de C.A Ron Santa Teresa, en el año 2007 un 39,2% dentro del total activo. Dicho inventario está compuesto en un 49% por productos en proceso, un 15,98% de productos terminados y un 15,28% de materia prima y el

DESEMPEÑO FINANCIERO Y PROYECCIONES

resto en inventario en tránsito, empaques, suministros y repuestos.

Los Días a Mano (DAM) del inventario pasaron de 235 en el año 2006 a 223 en el 2007 como resultado de una mejora en el manejo e infraestructura del almacén de material y la puesta en práctica del Programa “Hacia Inventarios Súper exactos”.

Por otra parte las cuentas por cobrar comerciales son el segundo activo más importante de la empresa, representando en el año 2007 el 34 % del activo total. Los días promedio de cuentas por cobrar ascienden a 96,98 días 106 el cuál se ha incrementado con respecto al año 2006.

La proporción de activos fijos dentro de los activos totales ha disminuido a un 7,8% de participación.

Apalancamiento

Estos activos en el año 2007, se reparten en un 61,2% a los acreedores, principalmente a proveedores en un 21%, Bancos en un 11,9% y provisiones de gastos por pagar por contingencias fiscales, retenciones, y pasivos laborales en 14,4%. Las posiciones de deuda a largo plazo han venido disminuyendo y en el año 2007 representa solo el 2,9% del total del activo total. El restante 38,8% de los activos se debe a los accionistas.

La tendencia en los últimos tres años (2005- 2007) ha sido financiar sus activos con deuda bancaria a corto plazo en sustitución de patrimonio, y deuda a largo plazo, manteniéndose bastante estable el financiamiento con proveedores.

Es de resaltar, que desde el punto de vista crediticio, la empresa califica para tasas especiales, tal como la tasa agrícola, tasas que en los 2 últimos años han beneficiado a la empresa. La empresa pasó de cancelar en promedio una tasa por intereses de deuda del 35,64% a manejar una tasa promedio en los dos últimos años del 17,2%.

Operatividad

Desde el punto de vista operativo, C.A Ron Santa Teresa viene incrementando sus ventas vía precios y cantidades. Las ventas totales han crecido a tasa de 39,28%, 16,36% y 46,42% para los años 2005, 2006 y 2007. Esto se atribuye a la producción y venta de un mix de productos que agregan más valor a la compañía, así como, el foco en mercados más rentables.

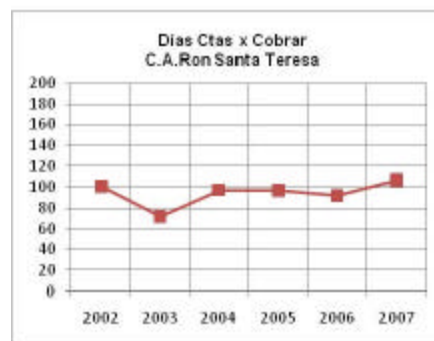
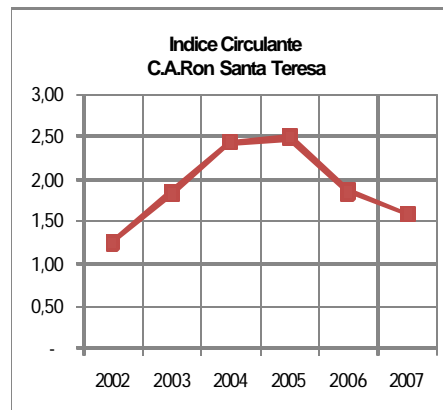
En este particular, en el año 2007 C.A. Ron Santa Teresa comercializó sus productos en 25 países versus 12 países en el año 2006. Se logró una interesante penetración de Arakú en los mercados español y estadounidense, hacía donde los envíos de productos se triplicaron.

Desde el año 2005 hasta el año 2006 se observa desmejora con ritmo decreciente en la relación de costos, hasta alcanzar la cifra de 55,11% en el año 2007, donde se observa una mejora de 1,64 puntos porcentuales en al año 2006, pese al paro laboral ilegal de dos semanas y la suspensión de horas extras en el primer semestre del año 2007 que incidieron en la productividad de la planta.

La relación de gastos ha sido variable históricamente con un nivel mínimo de 29,70% en el año 2004, y un nivel máximo de 34,26% en el año 2005, en el año 2007 se ubica en 33,25%. Es de mencionar, que en este último año, para dar cumplimiento a lo establecido en la Ley Orgánica de Prevención, Condiciones y Medio Ambiente de Trabajo (LOPCyMaT), la empresa adecuó la estructura de la fábrica. Se adquirió una ambulancia, se pusieron en funcionamiento los equipos contra incendio, se adecuaron sistemas de bombas y señalizaciones, así como se elaboraron análisis de riesgos de los puestos de trabajo. Este impacto no fue mayor en el deterioro de la relación de Gastos dado que Ron Santa Teresa experimentó una reducción significativa de los gastos de publicidad y promociones de 11%.

Todo lo anterior describe que los márgenes de utilidad neta en las operaciones se han venido reduciendo cada año, hasta alcanzar un 10,48% para el cierre de 2007, luego de haber estado en 24,94% en el año 2004.

Indicadores de Liquidez

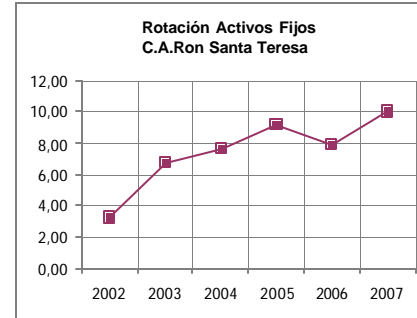
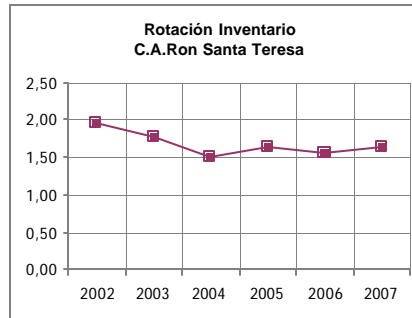


C.A. Ron Santa Teresa ha bajado su posición de efectivo, mantenido los días promedio de inventarios y aumentando el volumen de cuentas por cobrar, sin embargo la empresa mantiene una posición adecuada de liquidez de acuerdo a los índices de Liquidez, Prueba Ácida y Tesorería pudiendo hacer frente a sus compromisos de corto plazo.

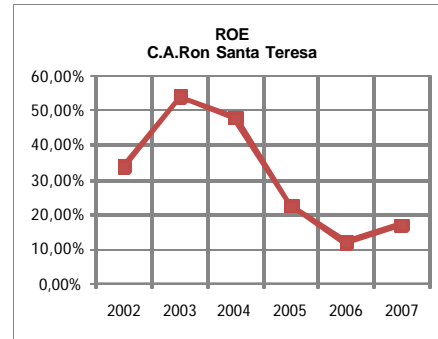
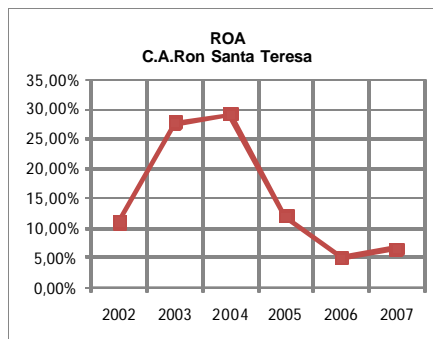
El incremento de los días de cuentas por cobrar a sus clientes ha

implicado un aumento de los días del ciclo de flujo de caja y el tiempo de recuperación del dinero el cuál se encuentra en 208,48 días promedio, los días de pago a sus acreedores son inferiores por lo que tiene que financiar esa deuda.

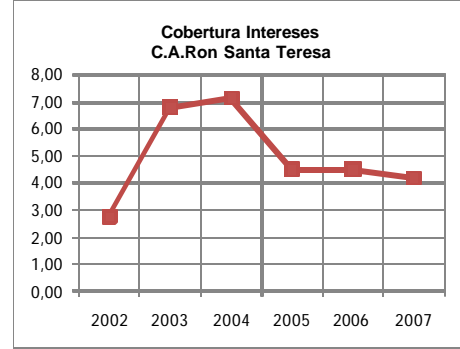
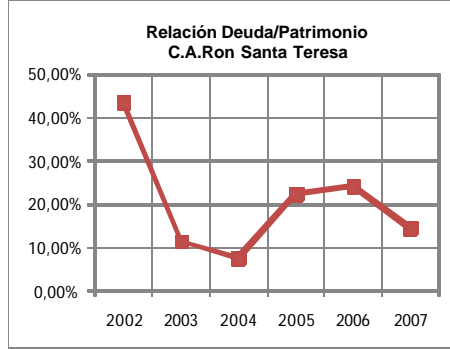
Indicadores de Actividad: La empresa ha mejorado el rendimiento obtenido por el uso de los activos fijos y circulantes, aumentando los niveles de rotación de los mismos en un total de 1,17; sin embargo, el índice de rotación de inventarios ha estado en un mismo rango y en el 2007 es de 1,64.



Indicadores de Rentabilidad: La rentabilidad sobre los activos (ROA) y la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) han mejorado moderadamente desde el año 2006 ubicándose en 6,58% y 16,98% respectivamente después de una disminución constante y sostenida desde el año 2003 hasta el año 2006.



Indicadores de Solvencia: Deuda a largo plazo se ha reducido y cambiado por deuda a corto plazo a tasas preferenciales, ha disminuido la relación de deuda a patrimonio, su valor es de 14,41 y su cobertura de intereses a mejorado y se ubica en 4,17



Flujo de Caja

Para el año 2007, La empresa genera por operaciones normales Bs.F. 15.605M, la inversión de trabajo por sí sola representó una salida de fondos de Bs.F. 14.176M, los pagos a los bancos fue de Bs.F. 9.140M, contentivo de Bs.F. 3.465 de intereses y Bs.F. 5.679M para abono de capital.

Es importante resaltar que la empresa realizó una inversión en activo fijo de Bs.F. 2.857 que fueron financiados con deuda bancaria de largo plazo.

PROYECCIONES FINANCIERAS

Para poder predecir el comportamiento financiero de la Empresa C.A. Ron Santa Teresa para los años 2008-2013, se tomó como base la información financiera del último cierre de la empresa, el ejercicio económico 2006-2007, se utilizó el método de porcentaje de ventas, se evaluaron tres escenarios posibles y se consideraron una serie de premisas macroeconómicas, comunes para todos los escenarios.

Consideraciones Operativas

PREMISAS MACROECONOMICAS:								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Variación del PIB	10,30%	8,40%	5,20%	4,20%	5,90%	3,00%	5,00%	5,00%
PIB No Petrolero % (Variación año)	11,70%	9,50%	-0,50%	-2,20%	0,00%	1,90%	2,60%	4,10%
IPC	17,00%	22,50%	31,70%	30,20%	24,00%	21,90%	15,50%	15,50%
Inflación (prom.)	13,70%	18,70%	31,30%	29,70%	26,50%	22,80%	18,40%	18,40%
Tasa de cambio Prom. (Bs/\$)	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
Tasa de cambio Prom. Importaciones	2,15	2.506,00	3,38	7,00	11,55	14,50	15,50	16,50
Tasa de interés activa local				107,10%	65,00%	25,54%	6,90%	6,45%
Crecimiento Poblacional Hombres entre (20 y 40 años)								
	5.868.580	5.987.011	6.105.229	6.222.956	6.340.782	6.435.044	6.528.587	6.621.333

Fuentes: Mecanil Banco, C.A., Veneconomía Perspectivas 2008 - 2013 y OCEI

Escenarios evaluados:

Escenario I: Escenario Optimista, de Alto crecimiento en Ventas.

Este escenario asume una serie de condiciones adversas en el mercado interno que apuestan a las oportunidades de desarrollo fuera del país, lo que básicamente implica un gran crecimiento en ventas. Supuestos:

1. Las exportaciones se ubican alrededor del 25%.
2. Crecimiento del PIB en bebidas, crecimiento de la inflación y

crecimiento de la tasa de población en edad de consumo moderado.

3. Los aumentos de precio crecen a tasas por encima de la inflación (Se consideraron crecimientos equivalentes al 100% de la inflación proyectada por representantes de la Banca Venezolana)

El alto crecimiento en ventas le exige a la empresa mayor capital de trabajo, el cual se estima será cubierto principalmente por deuda bancaria del corto plazo, dado las tasas preferenciales a las que la empresa puede obtener fondos en la banca venezolana. De igual manera se estima que la empresa haga mayor uso del financiamiento espontáneo (financiamiento comercial de sus proveedores), para así reducir el ciclo de su efectivo en 51 días.

Escenario I - Alto Crecimiento	DAM Proyectados	DAM (Ultimo año)	DAM (Prom. 4 años)
DAM C*C	98	106	98
DAM Inv.	190	223	231
DAM C*P	122	121	116
DAM G*P	60	51	43
Ciclo de Efectivo	106	157	170

Escenario II: Escenario moderado en cuanto al crecimiento de las ventas. Este escenario se caracteriza por el aumento de las ventas en el mercado interno, favorecido porque la devaluación es alta y el Whiskey y otras bebidas importadas pierden competitividad:

1. Las exportaciones aumentan, pero a una tasa promedio que no supera el 26%.
2. Crecimiento del PIB en bebidas, crecimiento de la inflación y crecimiento de la tasa de población en edad de consumo moderado.
3. Los aumentos de precio están ajustados a la inflación promedio del período.

El moderado crecimiento en ventas le exige a la empresa cierto nivel de capital de trabajo, mayor al del último cierre, el cual se estima será cubierto principalmente por deuda bancaria del corto plazo y por el financiamiento espontáneo, para así reducir el ciclo de su efectivo en 34 días.

Escenario II - Crecimiento Medio	DAM Proyectados	DAM (Ultimo año)	DAM (Prom. 4 años)
DAM C*C	98	106	98
DAM Inv.	190	223	231
DAM C*P	122	121	116
DAM G*P	43	51	43
Ciclo de Efectivo	123	157	170

Escenario III: Escenario conservador, bajo crecimiento en Ventas.

En este escenario no se producen grandes cambios en la empresa. Se caracteriza por mantener una situación similar a la actual donde no hay devaluación a corto plazo y se mantiene la competitividad de los productos.

1. El mercado nacional de Ron se restringe por lo que las exportaciones aumentan en promedio en un 36%.
2. Crecimiento del PIB en bebidas, crecimiento de la inflación y crecimiento de la tasa de población en edad de consumo moderados.
3. Los aumentos de precio crecen a un ritmo menor que el de la inflación.

Tal como puede suceder al cierre del ejercicio económico 2007, la empresa tiene la necesidad de mayor capital de trabajo, el cual se estima será cubierto principalmente por deuda bancaria del corto plazo y por el financiamiento espontáneo, para así reducir el ciclo de su efectivo en 24

Escenario III - Bajo Crecimiento	DAM Proyectados	DAM (Ultimo año)	DAM (Prom. 4 años)
DAM C*C	114	106	98
DAM Inv.	190	223	231
DAM C*P	120	121	116
DAM G*P	51	51	43
Ciclo de Efectivo	133	157	170

días.

Una vez evaluados todos los escenarios en detalle, se estimó que el escenario que tiene mayor probabilidad de ocurrencia es el Escenario II. El Escenario I, el escenario optimista, proyecta a la empresa con un desenvolvimiento muy por encima de lo que se estima será el

desenvolvimiento de las empresa venezolana para los próximos años. Y es el Escenario III, subestima los resultados producto de los cambios de la Gerencia interna, así como, subestima el potencial de Ron de Venezuela . Por tanto, para valorar a la empresa se utilizó el flujo de Caja del Escenario II.

Consideraciones de Inversión La empresa prevé en los próximos dos años realizar inversiones en su departamento de envasado, particularmente con la adquisición de una llenadora vertical (tecnología de innovación para el sector en América Latina) que le permitiría tecnificar un proceso manual hoy en día, disminuyendo la cantidad de personal asociada a estos procesos, mejorando así su relación de costo de ventas de 56% a 48%. La inversión tiene un monto aproximado de 2 Millones de dólares y debiera ejecutarse en dos años. Sin embargo, la utilidad también se verá impactada por los cambios asociados a las restricciones en publicidad que han surgido, y que se espera que continúen incrementándose, en materia de consumo de licores y bebidas espirituosas en el mercado venezolano como la prohibición de catas, limitación de anuncios en prensa o publicaciones periódicas, etc. Esto requerirá un incremento en la razón de gastos de la empresa desmejorándola desde 32% a 35%. Estos escenarios contribuyen al incremento de la utilidad neta de 6% en 2007 a 13,13% en 2013.

Consideraciones Financieras Las premisas financieras consideradas fueron las siguientes:

- La estrategia de la empresa apunta al crecimiento de sus operaciones, por lo que requiere de oportunidades de financiamiento. Dado la situación actual en Venezuela donde la tasa exigida por los inversionistas a corto plazo es del 17,5%, y dado que la empresa puede obtener créditos a la tasa agrícola, es más conveniente la financiación bancaria que la de papeles comerciales. La estructura de financiamiento se mantiene igual, por lo que las nuevas deudas se financian con préstamos bancarios del corto plazo; sin embargo, en todos los escenarios la relación deuda total a patrimonio tiende a reducirse, dado que aunque crece el pasivo, el capital también lo hace vía utilidades retenidas (que cada vez son más altas por el crecimiento de la rentabilidad). La liquidez de la compañía tiende a crecer en todos los escenarios (alcanza valores superiores a 2 después del año 2010) lo que indica una capacidad de pago importante para la deuda por adquirir.
- Mayor financiamiento espontáneo, financiamiento de proveedores.
- La repartición de dividendos se realizará acorde a bs criterios mínimos establecidos por la Comisión Nacional de Valores,

según la cual debe repartirse en efectivo al menos el 25% de los dividendos de la utilidad de la empresa y al menos otro 25% en forma de acciones.

- Los intereses de la deuda fueron calculados en función a la deuda promedio de los últimos dos años, utilizando la tasa promedio de los créditos vigentes.

PÁG. WEBS UTILIZADAS

www.damodaran.com

www.euromonitor.com

www.inflationdata.com

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Informe de Riesgo País de Corp Research / EMBI - Damodaran (Estimating Country Risk Premium)
- Mercantil Merinvest, C.A.
- Mercantil Banco, C.A
- Revista Producto Diciembre 2004.
- Datos I.R Pulso Nacional 2006.
- Entrevista con la Gerencia de Tesorería y Mercadeo de C.A Ron Santa Teresa.



C.A. RON SANTA TERESA Y COMPAÑÍAS FILIALES
Estados Financieros Consolidados
Fecha de Cierre 30/09/2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVO						
ACTIVO CIRCULANTE						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.436,15	3.653,38	4.764,97	6.819,24	10.884,55	6.770,56
Cuentas por cobrar, netas	6.543,88	8.540,25	13.920,94	19.366,03	21.292,83	36.229,42
Compañías relacionadas	-	-	13.920,94	19.366,03	16.120,55	31.455,66
Comerciales	-	-	-	-	2442,402	3121,991
Empleados y otros	-	-	-	-	2.729,88	1.651,76
Inventarios, netos	6.172,39	11.027,87	15.661,73	23.695,09	31.062,70	41.806,32
Impuestos y gastos pagados por anticipado	109,33	213,44	602,71	769,12	854,34	1.014,95
Impuesto diferido	-	-	-	-	781,10	2.687,98
Credito Fiscal IVA	-	-	-	-	3.967,81	5.475,31
Anticipo a Proveedores	-	-	-	-	136,13	300,65
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE	14.261,75	23.434,94	34.950,35	50.649,49	68.979,46	94.285,19
Inversiones	2,42	2,42	2,42	2,41	-	-
ACTIVO FIJO						
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	4.138,23	5.924,26	6.512,1	7.555,3	6.915,8	8.340,8
Exceso del costo sobre el valor neto en libros	560,40	417,32	274	131	2.019	1.833
Impuesto diferido a Largo Plazo	-	-	-	-	-	-
Cargos diferidos y otros activos	2.536,66	127,21	54,88	258,43	1.792,11	2.178,83
TOTAL ACTIVO FIJO	7.235,29	6.468,80	6.841,25	7.944,86	10.727,26	12.352,86
TOTAL ACTIVOS	21.499,46	29.906,16	41.794,03	58.596,76	79.706,72	106.638,05
PASIVO						
PASIVO CIRCULANTE						
Papeles comerciales(Deuda Corto Plazo Financiera)	-	-	-	-	5.000	-
Deuda Corto Plazo	1.174,500	713,125	2.534	2.500	-	12.708,33
Porción circulante préstamos bancarios Largo Plazo	-	-	118,60	75,00	5.675,00	6.650,00
Cuentas por pagar	8.121,960	7.754,817	7.411,82	11.185,60	16.376,22	22.640,99
Dividendos por pagar	-	-	-	261,69	16,12	-
Gastos acumulados por pagar	1.986,627	3.726,786	4.282,65	6.220,42	9.671,08	15.308,69
Impuesto sobre la renta por pagar	69,257	561,939	-	114	487	2.017
TOTAL PASIVO CIRCULANTE	11.352,344	12.756,667	14.347,410	20.356,939	37.225,345	59.325,369
PRESTAMOS POR PAGAR A LARGO PLAZO ACCIONISTAS	729,61	27,20	-	-	-	-
PRESTAMOS BANCARIOS A LARGO PLAZO	784,13	871,19	593,69	5.925,00	7.553,35	3.061,58
CUENTAS POR PAGAR A LARGO PLAZO	912,57	-	-	-	-	-
Total Deuda a Largo Plazo	2.426,31	898,39	593,69	5.925,00	7.553,35	3.061,58
Apartado para indemnizaciones sociales	569,07	745,65	1.160,53	1.052,89	743,40	2.898,55
Creditos diferidos Largo Plazo	80,79	135,78	184	-	-	-
TOTAL PASIVO	14.428,52	14.536,48	16.285,91	27.334,83	45.522,10	65.285,50
PATRIMONIO						
Capital Social actualizado	-	-	-	-	-	-
Acciones comunes	10.781,13	10.781,13	12.371,16	12.937,33	13.861,43	13.861,43
Acciones comunes en tesorería	-	-	(1.590)	-	-	-
Acciones Preferentes	1.590,03	1.590,03	-	-	-	-
Pagado en exceso al valor nominal	3.202,18	3.202,18	3.202	2.636	2.636	2.636
Actualización del Capital Social Nominal	(645,67)	(645,67)	(645,67)	(645,67)	(645,67)	(645,67)
Total Patrimonio	14.927,66	14.927,66	13.337,63	14.927,66	15.851,76	15.851,76
Ganancias retenidas	-	7,88	-	-	-	-
Utilidades no distribuidas	(8.025,75)	(141,94)	12.144,33	16.296,85	17.621,04	24.119,44
Reserva legal	142,87	557,81	-	-	562	913
Total Ganancias retenidas	(7.882,88)	415,86	12.144,33	16.296,85	18.183,05	25.032,51
Ajuste Conversión	-	-	-	-	123,65	442,12
Superávit por Revaluación	26,16	26,16	26,16	37,41	26,16	26,16
TOTAL PATRIMONIO	7.071	15.370	25.508	31.262	34.185	41.353
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	21.499,46	29.906,16	41.794,03	58.596,76	79.706,72	106.638,05
Diferencia	(0)	-	0	-	(0)	(0)



C.A. RON SANTA TERESA Y COMPAÑÍAS FILIALES
Estados Financieros Proyectados

	2008	2009	2010	2011	2012
ACTIVO					
ACTIVO CIRCULANTE					
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.513,41	11.026,99	18.279,70	28.558,10	42.022,38
Cuentas por cobrar, netas	49.343,72	98.689,01	163.599,14	255.588,43	376.090,70
Comerciales					
Compañías relacionadas					
Empleados y otros					
Inventarios, netos	53.509,00	99.494,64	152.247,36	237.853,72	349.994,61
Impuestos y gastos pagados por anticipado	1.014,95	1.014,95	1.014,95	1.014,95	1.014,95
Impuesto diferido	3.973,83	7.947,79	13.175,25	20.583,49	30.287,99
Credito Fiscal IVA	8.094,56	16.189,37	26.837,51	41.927,83	61.695,55
Anticipo a Proveedores	300,65	300,65	300,65	300,65	300,65
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE	121.750,12	234.663,40	375.454,57	585.827,17	861.406,82
Inversiones					
ACTIVO FIJO					
Propiedades, Planta y Equipo, Neto	8340,761	10340,761	12340,761	12340,761	12340,761
Exceso del costo sobre el valor neto en libros	1.833	1.833	1.833	1.833	1.833
Impuesto diferido a Largo Plazo					
Cargos diferidos y otros activos	2.178,83	2.178,83	2.178,83	2.178,83	2.178,83
TOTAL ACTIVO FIJO	12.352,86	14.352,86	16.352,86	16.352,86	16.352,86
TOTAL ACTIVOS	134.102,98	249.016,26	391.807,43	602.180,03	877.759,68
PASIVO					
PASIVO CIRCULANTE					
Papeles comerciales(Deuda Corto Plazo Financiera)	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo	15.229,94	54.521,55	79.993,82	104.734,99	117.497,92
Porción circulante préstamos bancarios Largo Plazo	5417	4000	2000	0	0
Cuentas por pagar	34.358,41	63.886,03	97.758,83	152.727,13	224.733,38
Dividendos por pagar					
Gastos acumulados por pagar	19.046,44	37.673,02	59.580,14	93.081,13	136.966,09
Impuesto sobre la renta por pagar	3.734	8.552	19.426	31.093	46.675
TOTAL PASIVO CIRCULANTE	77.785,720	168.632,834	258.758,803	381.635,943	525.872,073
PRESTAMOS POR PAGAR A LARGO PLAZO ACCIONISTAS					
PRESTAMOS BANCARIOS A LARGO PLAZO	2.000	2.000	-		
CUENTAS POR PAGAR A LARGO PLAZO					
Total Deuda a Largo Plazo	2.000,00	2.000,00	-	-	-
Apartado para indemnizaciones sociales	2.898,55	2.898,55	2.898,55	2.898,55	2.898,55
Creditos diferidos Largo Plazo					
TOTAL PASIVO	82.684,27	173.531,39	261.657,35	384.534,49	528.770,62
PATRIMONIO					
Capital Social actualizado					
Acciones comunes	13.861,43	13.861,43	13.861,43	13.861,43	13.861,43
Acciones comunes en tesorería					
Acciones Preferentes					
Pagado en exceso al valor nominal	2.636	2.636	2.636	2.636	2.636
Actualización del Capital Social Nominal	(645,67)	(645,67)	(645,67)	(645,67)	(645,67)
Ganancias retenidas	15.851,76	15.851,76	15.851,76	15.851,76	15.851,76
Ganancias retenidas					
Utilidades no distribuidas	34.627,72	58.693,89	113.359,09	200.854,55	332.198,07
Reserva legal	913	913	913	913	913
Total Ganancias retenidas	35.540,79	59.606,96	114.272,15	201.767,62	333.111,13
Ajuste Conversión					
Superávit por Revaluación	26,16	26,16	26,16	26,16	26,16
TOTAL PATRIMONIO	51.419	75.485	130.150	217.646	348.989
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	134.102,98	249.016,26	391.807,43	602.180,03	877.759,68
Diferencia	-	-	-	-	-

**ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS**

(Expresados en miles de bolívares históricos excepto la utilidad por acción)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas Netas	23.710	43.723	52.387,53	72.964,62	84.899,28	124.312,42
Costo de Ventas	12.115	19.441	23.766,18	38.549,39	48.182,94	68.511,99
MARGEN BRUTO	11.595	24.282	28.621,35	34.415,23	36.716,34	55.800,43
Gastos de Operación						
Gastos de administración, mercadeo y ventas	8.371	12.580	15.557,11	24.994,18	26.169,60	41.336,29
UTILIDAD NETA EN OPERACIONES (EBITDA)	3.224	11.702	13.064,24	9.421,05	10.546,74	14.464,14
Gasto de Depreciación y Amortización			-	-	1.338,88	1.431,93
MARGEN OPERATIVO	3.223,73	11.701,72	13.064,24	9.421,05	9.207,862	13.032,216
OTROS EGRESOS, NETOS						
Gastos financieros (Intereses), netos	(1.177)	(1.727)	(1.831,65)	(2.093,34)	(2.342,50)	(3.465,39)
(Pérdida) Ganancia en cambio, neta			704,22	445,94	41,77	(377,93)
Otros Ingresos (Egresos) Netos	772	(1.037)	636,43	(525,56)	(425,51)	397,63
TOTAL OTROS EGRESOS	(404)	(2.764)	(491,01)	(2.172,96)	(2.726,24)	(3.445,68)
UTILIDAD NETA ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS Y F	2.819	8.938	12.573	7.248,10	6.481,62	9.586,54
PARTIDAS EXTRAORDINARIAS						
Pérdidas acumuladas de filiales fusionadas		-			(1.669,06)	
UTILIDAD NETA ANTES DE PROVISION PARA IMPUESTOS	2.819	8.938	12.573,23	7.248,10	4.812,56	9.586,54
PROVISION PARA IMPUESTOS						
Aplicable al Impuesto Sobre la Renta	(427)	(639)	(383,940)	(211,509)	(1.960,552)	(4.472,314)
Aplicable al Impuesto a los Activos Empresariales		-	-	-	446,563	-
Impuesto diferido		-	-	-	781,103	1.906,873
	(427)	(639)	(384)	(212)	(732,886)	(2.565,441)
(PERDIDA) UTILIDAD NETA	2.392	8.299	12.189,292	7.036,586	4.079,675	7.021,095
(PERDIDA) UTILIDAD NETA POR ACCION	21,27	73,79	124,37	68,03	33,00	55,7

**ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS**

	PROYECCIONES				
	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas Netas	183.780,20	367.566,21	609.323,33	951.936,50	1.400.745,96
Costo de Ventas	102.793,60	191.134,43	292.475,20	456.929,52	672.358,06
MARGEN BRUTO	80.986,60	176.431,78	316.848,13	495.006,98	728.387,90
Gastos de Operación					
Gastos de administración, mercadeo y ventas	58.879,71	128.648,18	213.263,17	333.177,78	490.261,09
UTILIDAD NETA EN OPERACIONES(EBITDA)	22.106,89	47.783,61	103.584,97	161.829,21	238.126,81
Gasto de Depreciación y Amortización	1.523,34	1.888,61	2.253,88	2.253,88	2.253,88
MARGEN OPERATIVO	20.583,556	45.894,998	101.331,082	159.575,321	235.872,929
OTROS EGRESOS, NETOS					
Gastos financieros (Intereses), netos	(2.857,97)	(5.274,25)	(9.037,85)	(11.841,72)	(14.093,27)
(Pérdida) Ganancia en cambio, neta	(377,93)	(377,93)	(377,93)	(377,93)	(377,93)
Otros Ingresos(Egresos) Netos	397,63	397,63	397,63	397,63	397,63
TOTAL OTROS EGRESOS	(2.838,26)	(5.254,54)	(9.018,14)	(11.822,01)	(14.073,56)
UTILIDAD NETA ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS Y F	17.745,30	40.640,46	92.312,94	147.753,31	221.799,37
PARTIDAS EXTRAORDINARIAS					
Pérdidas acumulaas de filiales fusionadas					
UTILIDAD NETA ANTES DE PROVISION PARA IMPUESTOS	17.745,30	40.640,46	92.312,94	147.753,31	221.799,37
PROVISION PARA IMPUESTOS					
Aplicable al Impuesto Sobre la Renta	(3.734,26)	(8.552,24)	(19.426,01)	(31.092,69)	(46.674,68)
Aplicable al Impuesto a los Activos Empresariales					
Impuesto diferido	(3.734,258)	(8.552,236)	(19.426,011)	(31.092,688)	(46.674,681)
(PERDIDA) UTILIDAD NETA	14.011,039	32.088,224	72.886,929	116.660,622	175.124,687
(PERDIDA) UTILIDAD NETA POR ACCION					