



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

MAESTRÍA EN FINANZAS Y ECONOMÍA EMPRESARIAL

TRABAJO DE TITULACIÓN:

“Diseño metodológico de valorización de empresas que no cotizan en la
bolsa de valores”

Previa a la obtención del Grado Académico de Magíster en Finanzas y
Economía Empresarial

ELABORADO POR:

Jorge Salvador Pesantes Méndez

DIRECTOR DE TRABAJO DE TITULACIÓN

Econ. Jack Chávez García, Mgs

Guayaquil, a los 23 días del mes de enero 2017



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por el Ing. Jorge Salvador Pesantes Méndez, como requerimiento parcial para la obtención del Grado Académico de Magíster en Maestría en Finanzas y Economía Empresarial

Guayaquil, a los 23 días del mes de enero 2017

DIRECTOR DE TRABAJO DE TITULACIÓN

Mgs. Jack Chávez García

REVISORES:

Mgs. María Josefina Alcívar

Ph.D. Uriel Castillo Nazareno

DIRECTORA DE LA MAESTRÍA

Ph.D. Ma. Teresa Alcívar



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

YO, JORGE SALVADOR PESANTES MÉNDEZ

DECLARO QUE:

La Tesis “Diseño metodológico de valorización de empresas que no cotizan en la bolsa de valores” previa a la obtención del Grado Académico de Magíster, ha sido desarrollada en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de mi total autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico de la tesis del Grado Académico en mención.

Guayaquil, a los 23 días del mes de enero de 2017

EL AUTOR

Jorge Salvador Pesantes Méndez



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

AUTORIZACIÓN

YO, JORGE SALVADOR PESANTES MÉNDEZ

Autorizo a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la publicación en la biblioteca de la institución de la Tesis de Maestría titulada: "Diseño metodológico de valorización de empresas que no cotizan en la bolsa de valores", cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, a los 23 días del mes de enero de 2017

EL AUTOR

Jorge Salvador Pesantes Méndez

INDICE

CERTIFICACIÓN	i
DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD	ii
AUTORIZACIÓN	iii
INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO 1	8
1.1. ANTECEDENTES	8
1.2. OBJETIVOS	9
1.2.1 OBJETIVO GENERAL	9
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	10
JUSTIFICACIÓN	10
1.4 DISEÑO METODOLOGICO	11
CAPITULO 2	15
2. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO	15
2.1. MARCO CONCEPTUAL DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	15
2.1.1. LA EMPRESA	15
2.1.1.1. CLASIFICACIÓN SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA Y TAMAÑO	17
2.2. CONCLUSIÓN	21
CAPÍTULO 3	23
3. MARCO TEÓRICO	23
3.1. VALOR DE LA EMPRESA	23
3.2.1. MÉTODOS DE VALORACIÓN TRADICIONALES	25
3.2.1.1. VALOR CONTABLE (VA)	25
3.2.1.2. VALOR CONTABLE AJUSTADO (VCA)	26
3.2.1.3. VALOR DE LIQUIDACIÓN (VL)	26
3.2.1.4. VALOR SUSTANCIAL O DE REPOSICIÓN (VS)	27
3.2.2. MÉTODOS DE RENTABILIDAD	27
3.2.2.1. MÚLTIPLO DE LAS VENTAS	28
3.2.2.2. MÉTODOS MIXTOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL	28
3.2.2.2.1. MÉTODO CLÁSICO	29

3.2.2.2.2.	MÉTODO INDIRECTO O ALEMÁN	29
3.2.2.2.3.	MÉTODO DIRECTO O ANGLOSAJÓN.....	29
3.2.3.	MÉTODOS MODERNOS.....	29
3.2.3.1.	MÉTODOS BASADOS EN EL FLUJO DE FONDOS	30
3.2.3.1.1.	MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (<i>CASH FLOWS</i>) ..	30
3.2.3.1.2.	DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO	32
3.2.3.1.2.1.	CAPM.....	33
3.2.3.1.2.2.	CCPM.....	33
3.2.3.2.	MÉTODOS BASADOS EN LA CREACIÓN DE VALOR.....	34
3.2.3.2.1.	¿QUÉ ES CREAR VALOR EN UN NEGOCIO.....	34
3.2.3.2.2.	VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA).....	34
3.2.4.	CONCLUSIONES.....	35
CAPITULO 4.....		38
4.	PROPUESTA METODOLOGICA	38
4.1.	PORQUE MÉTODO SE DEBE DECIDIR.....	38
4.3.	METODOLOGÍA DE VALORIZACIÓN.....	39
4.4.	VALOR ECONÓMICO AGREGADO.....	40
INFORMACION SOLICITADA		45
INFORMACIÓN ENTREGADA		45
ALCANCE.....		45
OBJETO SOCIAL Y GIRO DEL NEGOCIO.....		45
SITUACIÓN DEL NEGOCIO		46
METODOLOGÍA DE VALORIZACIÓN.....		48
COMO OBTENER EL RESULTADO FINAL DE LA VALORIZACIÓN		48
VALOR ECONÓMICO AGREGADO.....		51
PARÁMETROS PARA LA VALORIZACIÓN		53
5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		59
BIBLIOGRAFÍA.....		62

INTRODUCCIÓN

La valoración de empresa es el proceso financiero que demanda conocimientos técnicos y la experiencia necesaria que permite aproximar una serie de valores dentro de los cuales existe la probabilidad de cuantificar el valor de una empresa en marcha. la valoración de empresa como tal, tiene diferentes metodologías, estas, al utilizarse en la valoración de un negocio, genera una información que debidamente analizada y evaluada logra alcanzar la estimación de un rango de valores dentro de los cuales se encuentra el valor de la empresa en estudio. Por lo tanto, la valoración de una empresa es el proceso que logra determinar su valor para los usuarios o propietarios.

Hay que mencionar, además que la valoración de una empresa no es un proceso para fijar el precio de esta, como tampoco se debe confundir con su costo. El precio de intercambio se fijará finalmente una vez efectuada la transacción, entre un comprador y un vendedor que se pondrán de acuerdo en el importe de la misma, luego de haber analizado los valores que tiene la empresa para cada uno de ellos. El costo es la evaluación del pasado, esto es, lo que está registrado en los valores contables.

Este trabajo de titulación se fundamenta en la valoración realizada a varias empresas incautadas por el AGD, efectuada por el suscrito y tres profesionales más. La metodología aplicada para la valorización de estas empresas se la realiza bajo el análisis de tres enfoques que se complementan en el resultado final: El primero enfoque es el análisis EVA (Valor Económico Agregado) que se basa en el valor patrimonial de los resultados de los Estados Financieros de los cinco últimos años proyectado a valor futuro con una tasa de descuento previamente definida.

El segundo enfoque aplicado en esta metodología es el Descuento de flujos de fondos (Cash Flows), el mismo que corresponden a la suma de los beneficios futuros traídos a valor actual, los datos obtenidos para el modelo se fundamentan en los flujos de fondos proyectados para los próximos cinco años, aplicando los porcentajes de crecimiento o decrecimiento de los años anteriores fueron tomados de las tendencias

reflejadas en los estados de resultados. La sumatoria de estos dos flujos traídos al presente a una tasa de descuento previamente definida.

El tercer enfoque que corresponde al valor contable ajustado de los Activos Netos, *Valor Razonable* como es denominado ahora de acuerdo a las *NIF*, es un valor basado en el mercado sumado con los flujos anteriores traídos a valor presente con tasa definida, proporcionará los resultados del valor de la empresa analizada.

Capítulo 1

1.1. ANTECEDENTES

Luego de la crisis bancaria del año 1999, el estado Ecuatoriano, a través de la Agencia de Garantías de Depósito (AGD)¹ a partir del 2008, debió realizar una de las más grande incautaciones de empresas perteneciente a los grupos financieros vinculados con los bancos cerrados por incumplimientos con el Banco Central del Ecuador (BCE) con la finalidad de recuperar los créditos otorgados, muchas de estas empresas no tenían información contable y financiera, por lo que era difícil determinar el valor de las mismas que reflejen no solo el valor patrimonial sino también la capacidad de generar valor en el futuro, esta situación creo la necesidad indispensable a los organismos de control, propietarios y administradores de conocer el valor de una empresa no solo para vender o comprar.

Cabe considerar, por otra parte, que en el Ecuador no es común el uso de las técnicas de valoración de empresas para la toma de decisiones, las empresas que debieron realizarlas, estuvieron motivadas por cuestiones legales como: separación de socios, expropiaciones, herencias o por oportunidades de mercado como: compra, venta, fusiones, escisiones, las mismas que tuvieron que recurrir a consultores externos para conocer el valor de su empresa. Hay que mencionar además que el mercado de valores ecuatoriano es poco desarrollado por consiguiente no hay suficiente información y más aún su obtención es difícil, especialmente las que no cotizan en la Bolsa, lo que dificulta la labor en la toma de decisiones de los agentes financieros

Para poder afrontar esta realidad de mercado respecto al valor de una empresa, la valoración de empresas constituye una herramienta fundamentalmente para la toma de decisiones, especialmente para aquellas que no cotizan en la bolsa de valores, pues muchos son los aspectos que se deben considerar al momento de valorarla, así como muchas son las razones por las cuales se debe realizar la valoración, que le permita,

¹ AGD: Entidad autónoma dirigida por el Ministerio de Finanzas, creada con la finalidad de proteger los depósitos de los ahorristas.

como manifiesta Pablo Fernández en su libro Valoración de Empresas (Fernández, 2007) dar respuestas ¿Por qué se está haciendo de determinada manera? y ¿para qué y para quien se está haciendo?

Para estar preparado ante la incógnita de cuál es el valor de la empresa, los propietarios o administradores de empresas, deben entender que no solo la contabilidad o los valores invertidos en la empresa reflejan el valor de la misma, ya que a más de estos se involucra una serie de elementos que deben ser tomados en cuenta, estos elementos que pueden ser internos y externos, legales, productivos, tecnológicos, tangibles e intangibles, económicos, de mercado, laborales y sociales, además de conocer las principales motivos para que hacerla, que también pueden ser internos o externos, en líneas generales, mencionando nuevamente a Pablo Fernández (Fernández, 2007) las valoraciones dependen del fin que se persiga: compra-venta, salidas de socios, herencias, remuneraciones basadas en creación de valor, fusiones, expropiaciones, planificación estratégica, pleitos y reclamaciones.

Con los conocimientos técnicos y experiencias necesarias, referidas en los párrafos anteriores, la determinación del valor comercial de una empresa requiere además del uso de los métodos de valoración existentes, conocer las razones de los interesados y el contexto en el cual se desarrolla. En este proceso existen dos grandes criterios para valorar, como manifiesta Josep Faus (Faus, 1997) los que se basan en el patrimonio neto y los que se basan en su rentabilidad, estos criterios denominados por (Alonso & Villa, 2007) como valoración estática en razón de que considera que el valor de la empresa depende del balance general y valoración dinámica que considera la capacidad que tiene la empresa de generar resultados a lo largo de su vida.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1 OBJETIVO GENERAL

El objetivo del presente trabajo consiste en aplicar una metodología estandarizada que permitan determinar de manera teórica y práctica el valor de empresas que no cotiza en el mercado de capitales.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Indagar los elementos que participan en la valoración así como diferentes tipos de empresas que existen en el Ecuador, su constitución, actividad económica, sector y tamaño así como sus variables financieras.
- Analizar los diferentes métodos de valorar empresas, los que se basan en el patrimonio neto y los que se basan en su rentabilidad, estudiando los métodos clásicos, los de descuento de flujo de caja y los de creación de valor.
- Proponer una metodología de valoración para empresas que no cotizan en la bolsa de valores basado en tres enfoques que se complementa al final.

Justificación

La razón principal de este trabajo radica en la necesidad de proporcionar una herramienta técnica a las empresas e inversionistas con la que sea posible llevar a cabo una adecuada valoración. Juan Mascareñas (Mascareñas, 2005, pág. 260) plantea que en el proceso de valoración de empresas se puede utilizar muchos métodos, pero ningún método es perfecto, sino que hay métodos que más que sustitutivos son complementarios entre sí, dependiendo de la finalidad con que se la haga, basado en este planteamiento mi propuesta metodológico se la realiza bajo el análisis de tres enfoques que se complementan en el resultado final. El primer enfoque se basa en la determinación del Valor Económico Agregado, EVA^{®2} por sus siglas en inglés (*Economic Value Added*) que se basa en la generación de valor, de la empresa durante los últimos años llevados a valor futuro. El segundo enfoque es el DESCUENTO DE FLUJO DE FONDOS, que corresponde a la suma de los flujos netos futuros de las empresas traídas a valor actual. La sumatoria de estos dos flujos con el tercer enfoque que corresponde al valor de los ACTIVOS NETOS determinara el valor de la empresa.

Este trabajo está dividido en cuatro grandes capítulos.

² Desarrollado por Alfred Marshall en 1890 en "The Principles of Economics", Stern Stewart & Co. Compañía consultora estadounidense desarrollo y patento una metodología sobre la generación de valor en 1982.

El capítulo primero consiste en investigar los diferentes tipos de empresas que existen en el Ecuador, su constitución, actividad económica, sector y tamaño así como sus variables financieras.

En el segundo capítulo se establecerá el marco teórico, el mismo que consiste en analizar los diferentes métodos de valorar empresas, los que se basan en el patrimonio neto y los que se basan en su rentabilidad, estudiando los métodos clásicos, los de descuento de flujo de caja y los de creación de valor.

En el tercer capítulo se realizará un análisis de los efectos que tendrán sobre la valoración el uso o no de los diferentes métodos que serán tratados en este trabajo de titulación.

En el capítulo siguiente encontraremos la propuesta metodológica para valorar empresas que no cotizan en la bolsa de valores, analizando el caso de una empresa que fue valorada utilizando la metodología propuesta.

1.4 DISEÑO METODOLOGICO

El diseño teórico que se va a utilizar en este trabajo se apoya en los conceptos, postulados, principios y fórmulas que han utilizados diferentes autores concerniente a la valoración de empresas, dando prioridad a la búsqueda de referencias teóricas realizadas por autores hispanoamericanos que concuerden con la realidad de nuestro país.

En lo referente al método de investigación que se va a utilizar en este estudio, dado sus características, es de carácter descriptivo, este método según (Hernández R., 2010) *“busca especificar las propiedades, características y procesos que se someten a un análisis. Es decir, únicamente pretende medir o recoger información de manera independiente”*, la recolección y procesamientos de datos se realizara de fuentes primarias y secundarias las mismas que serán obtenidas de encuestas realizadas a funcionarios del área financieras de empresas del medio sobre el conocimiento y utilización de algún método de valoración y de información procesada por instituciones públicas y privadas, tales como, memorias técnicas, balances, boletines, libros, revistas,

entre otras, de las cuales se obtendrán tablas o gráficos que permitan el análisis y la comprensión.

El objetivo de la encuesta realizada, es la de determinar el conocimiento que tienen los que cumplen cargos de gerencia las empresas sobre los métodos de valoración y su aplicación, para el efecto se aplicó una prueba piloto a una pequeña muestra de empresas (50) de la ciudad de Guayaquil, con el propósito de asegurar que las preguntas a realizar en la encuesta cumpla con los intereses de la investigación, el formato de esta encuesta realizada vía correo electrónico a gerentes de empresas puede ser revisado en el ANEXO 1 de este documento.

Los resultados obtenidos luego de tabulados los datos en esta muestra, se exponen de manera gráfica para cada una de las preguntas a continuación:

Pregunta N° 1 ¿Conoce el valor de su empresa?



Figura 1

Se observa que el 70% de los gerentes de empresas conocen el valor de su empresa, pero vinculado el valor al valor contable expresado en el Balance General de la empresa.

Pregunta N° 2 ¿Conoce algún método de valoración de empresas?

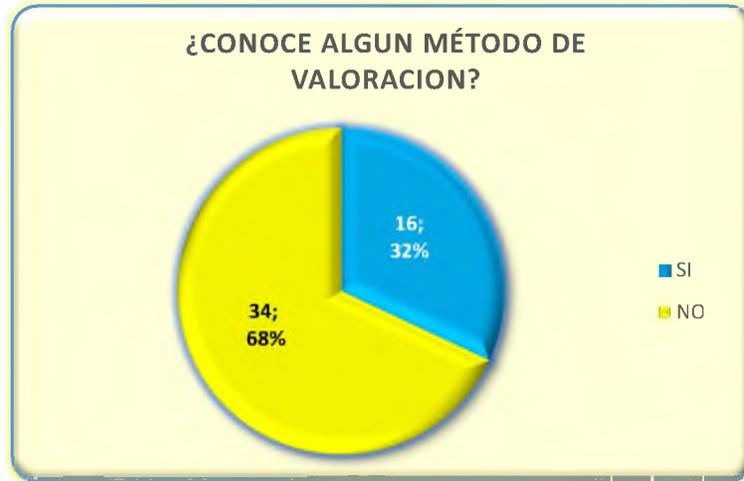


Figura 2

De la misma manera las respuestas a esta pregunta, demuestran que los gerentes que conocen el valor de una empresa, este está vinculada con el valor contable que aparece en el balance general.

Pregunta N° 3 ¿Uso alguna vez uno de los siguientes métodos de valoración?



Figura 3

Las respuestas a esta pregunta corroboran lo obtenido en la respuesta de la pregunta 2, el 76% de los encuestados respondió que métodos que utilizaron para determinar el valor de la empresa fueron los métodos contables.

Pregunta N° 4 ¿Le gustaría conocer el valor de su empresa usando una metodología que combine el valor contable, la generación de valor para el propietario y la capacidad que tiene la empresa para generar valor en el futuro?



Figura 4

En esta pregunta se le solicitó al encuestado si desearía conocer algún programa que le permita conocer el valor de su empresa donde se aplique la metodología propuesta en este trabajo, la respuesta fue afirmativa en un 98%, mientras que un 2% respondió de manera negativa.

Capítulo 2

2. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

El presente trabajo se fundamenta en la valoración realizada a varias empresas de un importante grupo Financiero – Empresarial de la ciudad de Guayaquil que fueron objeto en el año 2008 de la incautación por parte del estado Ecuatoriano ante incumplimientos de sus obligaciones que mantenían con la Agencia de Garantía de Depósitos AGD, para cumplir con este cometido, nuestra propuesta partió de la adaptación de varios modelos de valoración, ya que varias de estas empresas no tenían información contable

2.1. MARCO CONCEPTUAL DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.1.1. LA EMPRESA

El proceso de valoración de empresa requiere de una descripción de los elementos que intervienen en su concepción y análisis, por lo tanto, a manera de introducción se desarrollaran los principales elementos más utilizados en la valoración de empresas, con este propósito se analizara el concepto, clasificación y tamaño de lo que es la empresa.

De acuerdo al diccionario de la real academia española (RAE, 2015) una empresa es: *“Unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de servicios con fines lucrativos”*, lo cual no solo significa maximizar las utilidades, sino también generar valor para los accionistas. En este contexto la legislación ecuatoriana a través de la Ley de Compañías³ considera legalmente cinco especies de compañías:

- La compañía en nombre colectivo
- La compañía en comandita simple y dividida por acciones
- La compañía de responsabilidad limitada

³ Art. 2 de la Ley de Compañías

- La compañía anónima y
- Las compañías de economía mixta

En referencia a la clasificación anterior, la Ley de Compañías a cada una de ellas las considera como personas jurídicas y por lo tanto para su constitución deben de cumplir con todos los requerimientos que esta ley prescribe como: número de socios; capital; derechos, obligaciones y responsabilidades de los socios; y administración. Estas especies de compañías están sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros⁴. A diciembre 31 del 2014, de acuerdo al anuario publicado por este organismo de control (Superintendencia de Compañías, 2014), el total de empresas registradas a dicha fecha fue de 49,023 – información necesaria para cumplir con uno de los objetivos específicos – las que se encuentran distribuidas según forma de constitución de la siguiente manera: compañías anónimas 34,220 que representan el 70% aproximadamente del total de compañías legalmente constituidas, seguidas de las compañías de responsabilidad limitada y sucursales de empresas extranjeras. (Ver Figura N° 1)

NUMERO DE EMPRESAS SEGÚN SU CONSTITUCIÓN

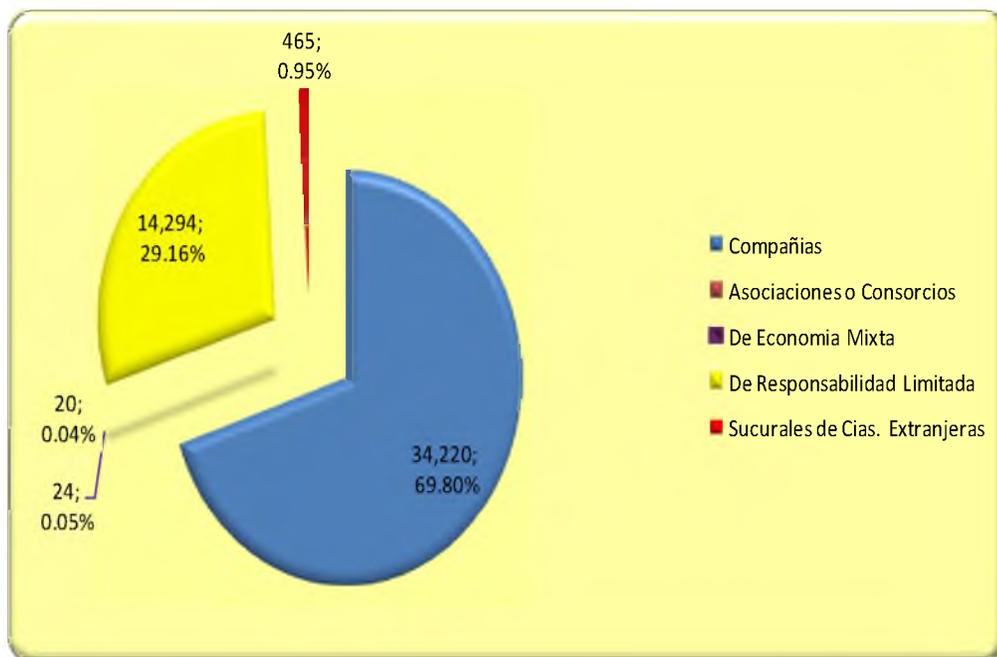


Figura 5

⁴ Art. 20 de la Ley de Compañías

2.1.1.1. CLASIFICACIÓN SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA Y TAMAÑO

Con el ánimo de clasificar las actividades económicas en el Ecuador de acuerdo al código CIIU⁵, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC, 2012) elaboro la nueva clasificación nacional de actividades económicas basadas en la revisión 4.0 realizada por las Naciones Unidas, la misma que permite establecer una codificación nacional armonizada a nivel mundial. Esta clasificación es una herramienta de estudio que provee una serie de información a las empresas e interesados, necesarias para supervisar, analizar, evaluar y tomar decisiones sobre el desarrollo productivo del sector empresarial en la economía mundial a través del tiempo.

Dentro de este marco la Superintendencia de Compañías y el Instituto Nacional de Estadísticas y Censo a través del “Anuario Estadístico Societario” y del “Directorio de Empresas y Establecimientos” proveen relevante información sobre los resultados de las actividades desarrolladas por las empresas que operan en el país, desagregadas por actividades económicas, variables financieras, sectores y tamaño de las compañías, número de sociedades por actividad, región y provincia, personal ocupado, información estadística que actualizada constantemente es necesaria para todo proceso de análisis e investigación.

A este respecto la Superintendencia de Compañías en el Anuario Estadístico Societario correspondiente al año 2014, y tomando como base al Directorio de Empresas y Establecimientos elaborado por el INEC, se contempla una clasificación de empresas de forma piramidal integrada por seis niveles, en el primer nivel denominado secciones registra 21 tipo de actividades económicas, en los siguientes niveles de manera más detalladas se ubican las divisiones de cada sección, los grupos de cada división, las clases de cada grupo, las subclases de cada clase y la actividad a la que pertenece cada subclase.

⁵ CIIU Clasificación Industrial Internacional Uniforme de las actividades económicas, elaborado por las Naciones Unidas revisión 4

De esta clasificación se analizó el número de empresas que existen en el país de acuerdo a su actividad económica (Ver tabla N° 1).

CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN ACTIVIDAD ECONOMICA	
AGRICULTURA Y PESCA	3.300
MINAS Y CANTERAS	507
INDUSTRIAS	3.907
ELECTRICIDAD, GAS...	257
AGUA Y SANEAMIENTO	213
CONSTRUCCIÓN	4.161
COMERCIO	12.445
TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	5.490
ALOJAMIENTO Y COMIDAS	941
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	1.576
FINANCIERAS Y SEGUROS	513
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	5.829
ACTIVIDADES PROFESIONALES	5.117
SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	3.028
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA Y DEFENSA	7
ENSEÑANZA	518
SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	779
ARTES Y RECREACIÓN	149
OTROS SERVICIOS	271
ACTIVIDADES DE LOS HOGARES	2
ACTIVIDADES DE ORGANIZACIONES Y ORGANOS EXTRATEF	1
NO DEFINIDO	12
	49.023

Tabla 1

Fuente: Superintendencia de Compañías

Así mismo basado en esta información se puede determinar el porcentaje de participación con relación al total del número de empresas registradas, detalle que se demuestra en la tabla y grafico siguiente

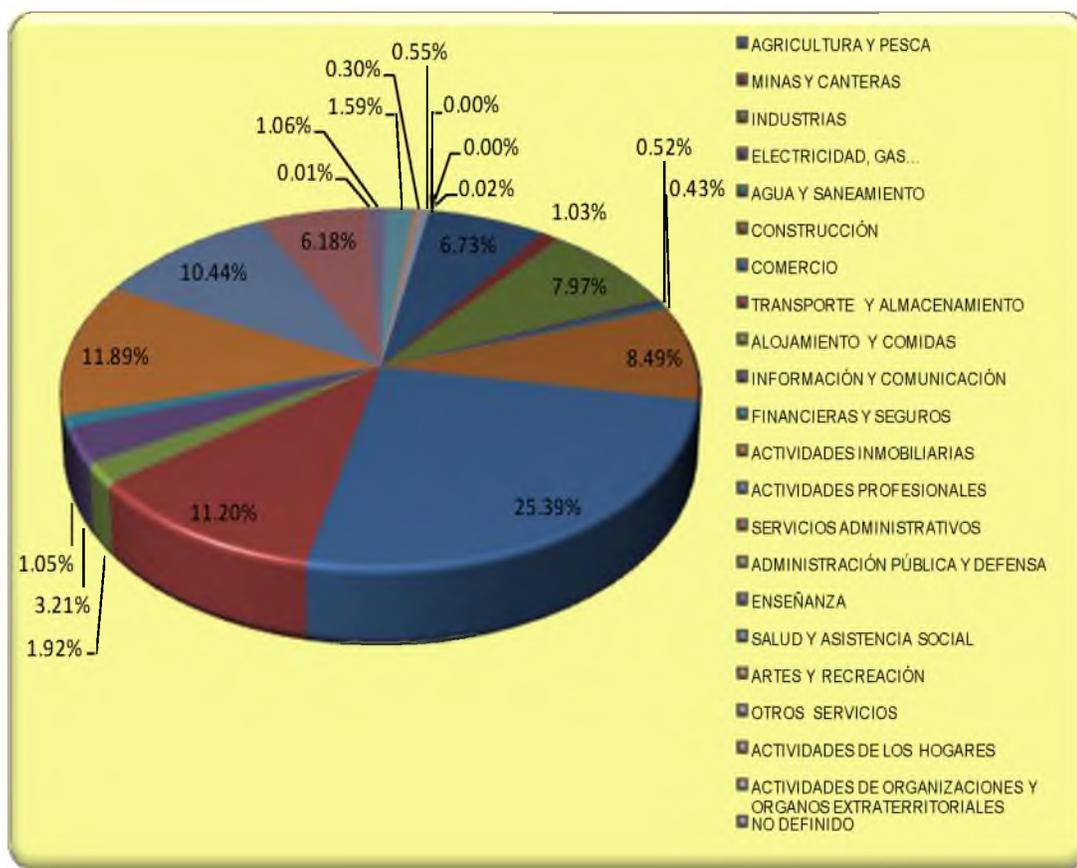


Figura 6
Fuente: Superintendencia de Compañías

Como resultado de este análisis se puede resaltar como información relevante para este trabajo de titulación, que la actividad económica con un mayor número de empresas legalmente constituidas corresponden al grupo de empresas que se dedican al Comercio, seguida de las actividades Inmobiliarias, Transporte y Almacenamiento, Actividades Profesionales e Industrias. Todas estas observaciones realizadas anteriormente, se complementan con el análisis de los datos estadísticos presentados sobre el tamaño de las empresas Ecuatorianas. Tomando como referencia los criterios de clasificación realizado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censo INEC en su Directorio de Empresas y Establecimientos, las empresas se clasifican en:

Grande: Cuando sus ventas son superiores a \$5,000,000 anuales y ocupa de 200 personas en adelante.

Mediana: Cuando sus ventas van de \$2,000,001 a \$5,000,000 anuales y ocupa de 50 a 199 personas.

Pequeña: Cuando sus ventas van de \$100,001 a \$2,000,000 anuales y ocupan de 10 a 49 personas y

Micro: Cuando sus ventas son hasta \$100,000 anuales y ocupan menos de 10 personas.

De donde se infiere que a diciembre 31 de 2014 el mayor porcentaje de las empresas Ecuatorianas se encuentran registradas como micro empresas (25,372 empresas que representan el 52% del total registradas), seguidas de las pequeñas, medianas y grandes, tal como se demuestra en el cuadro siguiente. (Ver figura N° 3)

CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN SU TAMAÑO

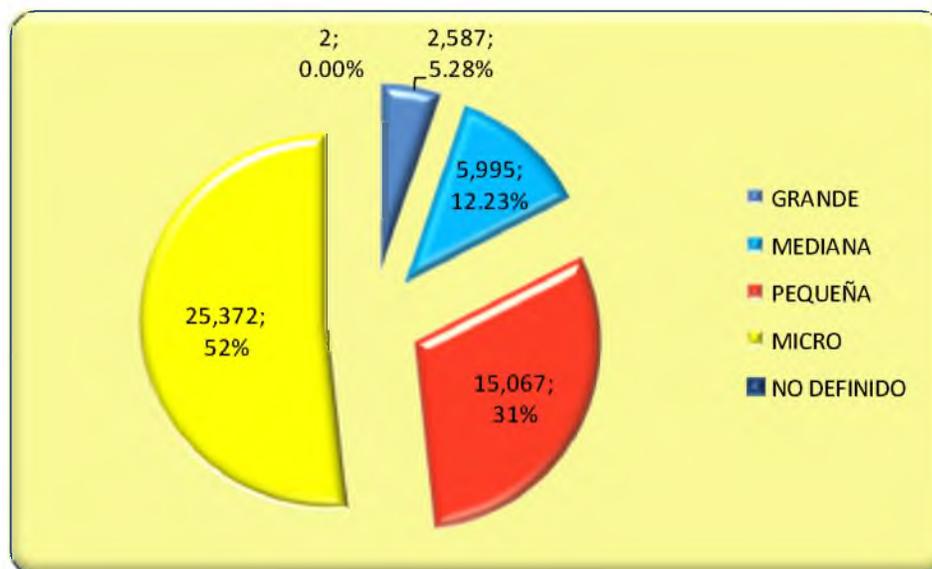


Figura 7
Fuente: Superintendencia de Compañías

De la misma manera se considera pertinente para la realización de este trabajo conocer la cantidad de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores y las que no cotizan, además de sus características. Las empresas que cotizan en la bolsa según las páginas web de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil no alcanzan 0,1% del total de las empresas constituidas, lo que genera el mayor problema al momento de valorar una empresa – la falta de información oportuna y veraz – las empresas que cotizan para

poder ofrecer sus acciones en el mercado de valores requiere crear credibilidad proporcionando información al mercado, comunicando abierta y constantemente los resultados de la empresas así como los proyectos del negocio, un desempeño óptimo conforme con sus objetivos y cumplir con sus promesas lo que hace que se vuelven públicas. Por lo tanto debe presentar de manera obligatoria reportes financieros, explicar resultados, proyectos, estrategias de negocio estableciendo una serie de mecanismo de información y comunicación periódica con los participantes del mercado para revelar sus cuentas.

Por otro parte las empresas que no cotizan en la Bolsa de Valores 99,9% de las empresas legalmente constituidas se caracterizan por la desinformación, lo que se traduce en prudentes reservas y confusión informativa debido al celo de los empresarios de suministrar toda la información, impidiendo así dar a conocer la marcha de su negocio.

Otras de las características de las empresas ecuatorianas, es que aproximadamente el 89% son empresas familiares de acuerdo al estudio realizado por la Escuela de Dirección de Empresas (IDE, 2014), por lo que las empresas que no cotizan en la bolsa de valores tiende a una mayor propensión a la autofinanciación y un menor acceso a las fuentes de financiamiento, algunas veces debido a su tamaño, aunque generalmente debido a la poca disposición y capacidad de generar información de la empresa.

Resulta interesante conocer también la distribución de las empresas de acuerdo a sus ingresos, según al portal de la revista *EKOS* en su informe sobre el *ranking* empresarial 2015 (Ekos, 2015), el 2% aproximadamente de las empresas legalmente constituida (1,000) tuvieron ingresos en los últimos tres años, que representaron el 80.63% del PIB

2.2. CONCLUSIÓN

Como resultado de esta indagación sobre uno de los elementos que participan en la valoración así como los diferentes tipos de empresas que existen en el Ecuador, su constitución, actividad económica, sector y tamaño así como sus variables

financieras, se puede concluir, que el 99% de las mismas no cotizan en la bolsa de valores, que el 52% de las son pequeñas empresas, además se determinó que aproximadamente el 26% de las legalmente constituidas se dedican a actividades de comercio, también se estableció que aproximadamente el 89% de las empresas existentes en el Ecuador son empresas familiares y que el 80% de los ingresos generados en el país se concentran en el 2% de las empresas.

El conocimiento de estas variables, a más de las macroeconómicas, sociales, políticas y financieras marcan los escenarios en que se desenvuelve la empresa, proporcionando un buen sustento analítico a los involucrados en el proceso de valoración.

Capítulo 3

3. MARCO TEÓRICO

3.1. VALOR DE LA EMPRESA

3.1.1. ¿QUÉ ES VALOR?

Desde la perspectiva del diccionario de Economía y Finanzas (Euned.net, 2015), valor es: “*el grado de utilidad que esta proporciona a sus usuarios o propietario sujeto a múltiples factores económicos*”, para el diccionario de la Real Academia de la Lengua (RAE) valor es: “*Cualidad de las cosas, en virtud de la cual se da por poseída cierta suma de dinero o equivalente*”, de estas definiciones se puede concluir que el valor de una empresa es el conjunto de bienes materiales, inmateriales y humanos que lo forman, se trata por lo tanto no solo del valor presente de los diferentes bienes, derechos y obligaciones de la organización, sino también de las expectativas de generar valor en el futuro.

Hay que mencionar, además, que el valor es diferente del precio y del coste de los bienes. El precio es el equivalente monetario del valor de equilibrio, esto es, el valor en que estarían de acuerdo un comprador y un vendedor al momento de realizar una transacción, mientras que el costo de un bien o servicio es la suma de los recursos empleados utilizados para producirlo o prestarlo.

3.1.2. ¿QUÉ ES VALORACIÓN?

La valoración es un proceso por el cuál tratamos de asignar valor a las cosas para los usuarios o propietarios. Como se manifestó en líneas anteriores, la valoración de empresas no es un proceso para determinar el precio de éstas, ni tampoco su coste. El precio se fijará finalmente mediante una transacción entre un comprador y un vendedor que se ponen de acuerdo en el importe de la misma. El costo en cambio se forma por el pasado, esto es, quedaría recogido por los valores contables.

Dentro de este marco, la valuación de empresas se puede precisar como el proceso que permite la posible valoración económica de los componentes que constituyen su actividad, su patrimonio, su potencialidad de generar valor o cualquier otra característica capaz de ser valorada, a fin de estimar las posibles valoraciones que

sirvan de base para un avalúo o negociación del precio, proceso que como manifiesta Pablo Fernández (Fernández, 2007) *“la valoración es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia”*. Conocimientos y sentido común que permiten especificar para qué y para quien se está efectuando la valoración.

Para determinar el valor existen varios métodos o criterios que de acuerdo al análisis que hace Pablo Fernández en su texto de Valoración de Empresas (Fernández, 2007), se puede señalar que dichos criterios de valoración se integran en seis grupos básicos, todos ellos permiten determinar el valor patrimonial de la empresa. Por lo que, este es el concepto que va girar alrededor de todos los criterios de valoración para su mayor comprensión.

3.2.MÉTODOS DE VALORACIÓN

Desde las perspectiva más general, en esta parte del trabajo se realizará una breve descripción de los métodos de la valoración de empresas más utilizados, De acuerdo a Fernando Jaramillo en su texto de Valoración de Empresas (Jaramillo, 2011) los métodos de valoración se los puede clasificar en tradicionales y modernos, los primeros están integrados por el balance general, estados de resultados y mixtos, los cuales se caracterizan por que tienden a utilizar información contable, no toman en cuenta el valor del dinero en el tiempo, su aplicación es simple y su valoración es estática, en este grupo podemos mencionar los métodos: sustancial, liquidación, reposición, PER, dividendos.

El otro enfoque usado es la denominada valoración moderna o dinámica, que se basan en la rentabilidad que puede ser generada en el futuro. Los métodos modernos se caracterizan por que tienden a utilizar información financiera, consideran el valor del dinero en el tiempo, tienen algún grado de complejidad y su valoración es dinámica, en este grupo podemos mencionar, los métodos de descuento de flujo de fondos, el de creación de valor o EVA. Finalmente se puede mencionar los métodos mixtos o compuestos el cual viene dado por que agrega componentes de valoración estática y dinámica.

3.2.1. MÉTODOS DE VALORACIÓN TRADICIONALES

Antes de la década de los 50 la visión tradicional de las finanzas como manifiesta (Gómez-Bezares F. , 2005) el foco de interés se centraba en el análisis externo del financiamiento, análisis de la liquidez y de la solvencia empresarial, desarrollo del análisis de la información financiera, análisis de los fondos disponibles y de sus posibles aplicaciones, siendo uno de sus principales exponentes Arthur Stone Dewing de la Universidad de Harvard quien en sus cinco volúmenes expone temas relacionados con las finanzas y dentro de ellos sobre el valor contable, y Charles W. Gesrtenberg de la Universidad de New York que escriben sus obras en los años veinte del siglo pasado donde se realiza una descripción del valor contable de la empresa, después vienen autores como John Burr Williams quien a partir de los años treinta nos da una visión actual del problema de valoración, utilizando las cuentas del balance general (Gómez-Bezares F. , 1995). Estos métodos de valoración también llamados de valor patrimonial se caracterizan porque los insumos necesarios para encontrar el valor de la empresa se fundamentan en el balance general, proporcionando el valor desde una perspectiva estática sin considerar la evolución futura, el valor del dinero en el tiempo, la innovación tecnológica, la organización y otros elementos que no se consideran en el balance general. Entre los métodos que se basan en el balance general podemos mencionar los siguientes:

3.2.1.1. VALOR CONTABLE (VA)

De acuerdo a los autores anteriormente mencionados, el valor contable de la compañía es aquel que esta expresado en los activos de la empresa al cual se le resta el valor de las deudas, este método es muy fácil de usar y es solo un punto de referencia en virtud de que los valores de adquisición que refleja el balance no corresponden al valor de mercado bajo ningún supuesto, especialmente cuando la inflación es o ha sido representativa, además que la innovación tecnológica al momento de la valoración puede hacer que determinados bienes de la empresa aparezcan registrados en libros, cuando pueden estar obsoletos por su uso.

Para su cálculo se utiliza:

$$VC = A - P$$

Donde:

VC = Valor de la Empresa

A = Activo

P = Pasivo

3.2.1.2. VALOR CONTABLE AJUSTADO (VCA)

Este método corrige las deficiencias del método contable, ya que éste ajusta los valores históricos del activo y del pasivo según balance a valores de mercado – *Valor Razonable según la NIIF* –, realizando depuraciones y revaluaciones de activos y pasivos. Al igual que el método descrito anteriormente este no contempla la situación del sector de la empresa, el *know-how* de la misma, problemas de recursos humanos, de organización, contratos y otros que no se ven reflejados en los estados financieros. Para su cálculo se usa:

$$VCA = A_A - P_A$$

Donde:

VCA = Valor contable de la empresa ajustado

A_A = Activo ajustado

P_A = Pasivo Ajustado

3.2.1.3. VALOR DE LIQUIDACIÓN (VL)

Este método adquiere validez cuando por diversas razones el negocio procede a su liquidación, esto es vendiendo sus activos, pagando sus pasivos y repartiendo el patrimonio entre sus propietarios. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos ocasionados por la liquidación de la empresa al valor de mercado de sus activos luego de haber cancelado sus pasivos. Debido a esto, algunas veces los valores obtenidos son inferiores a los esperados, ya que este método ignora el valor integral del negocio, pues lo considera como un conjunto de activos que serán vendidos independientemente a precios de liquidación. Para su cálculo se usa:

$$VL = A_A - P_A - G$$

Donde:

VL = Valor de liquidación de la empresa

A_A = Activo Ajustado

P_A = Pasivo Ajustado

G = Gastos de liquidación (indemnizaciones a los empleados, gastos fiscales y otros gastos)

3.2.1.4. VALOR SUSTANCIAL O DE REPOSICIÓN (VS)

El valor sustancial o de reposición representa la inversión que debería realizarse para establecer una empresa con las mismas condiciones a la que se quiere valorar. Conceptualmente a este método de valoración se lo puede definir como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de la empresa continuara operando, sin considerar aquellos bienes que no sirven para la explotación como los terrenos no utilizados, activos que no están operativos, participaciones en otras empresas. En consecuencia una valuación sustancial sólo toma en cuenta los activos necesarios y en la cantidad suficiente para desarrollar la actividad.

Según Alonso & Villa en su libro Valoración de Empresas (Alonso & Villa, 2007) dentro del método de valoración sustancial de la empresa se distinguen entre el valor sustancial bruto y el valor sustancial neto. El valor sustancial bruto corresponde a la valorización de la empresa en partes y se calcula como la suma de todos los activos que forman la empresa donde:

$$VS = \sum_{i=1}^{i=n} Ai$$

VS = Valor Sustancial Bruto

n = Número de activos

Ai = Valor del activo

El valor sustancial neto es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible en el momento de realizar la valoración.

3.2.2. MÉTODOS DE RENTABILIDAD

Al igual que los métodos anteriores, los siguientes modelos de valoración de empresas tienen como fuente de información los datos proporcionados por la contabilidad, pero para este caso, los insumos que requiere esta metodología no son tomados del balance general, sino que son proporcionados por el estado de resultado, estos métodos son el resultado de nuevas aportaciones de tratadistas como *Irving Fischer*, que con su trabajo sobre los intereses, abrió el camino para solucionar el problema de la inversión. Su modelo es hoy repetidamente mencionado en los libros de finanzas y sirven para justificar y utilizar el Valor Actual Neto (Gómez-Bezales F. , 1995), la característica principal de estos modelos es que determinan el valor a partir de la magnitud de los beneficios obtenidos por las ventas, entre los métodos utilizados para las empresas que no cotizan en la bolsa de valores, podemos mencionar:

3.2.2.1. MÚLTIPLO DE LAS VENTAS

Este método es empleado por empresas que consideran al factor ventas como una de las variables más importante en el crecimiento del negocio, es un método común usado en las empresas de tecnología. Consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un factor o múltiplo de ventas, de acuerdo a un artículo publicado en la página web de Connecor (Connecor Article, 2014) estos múltiplos de venta fluctúan entre 0,5 y 5 veces las ventas de la empresa, los más altos son aplicados a las empresas que crecen rápido.

Según Pablo Fernández (Fernández, 2007) para evitar la subjetividad de este factor y analizar la consistencia de este método se debe tomar en consideración el análisis realizado por Smith Barney sobre la relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción, el mismo que concluye que para valorar una empresa utilizando este método es necesario realizarlo con empresas comparable.

El ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

$$\text{Precio/Ventas} = (\text{Precio/Benéfico}) \times (\text{Benéfico/Ventas})$$

$$\text{Precio/Beneficio} = \text{PER}$$

$$\text{Beneficio/Ventas} = \text{Rentabilidad sobre las ventas.}$$

3.2.2.2. MÉTODOS MIXTOS BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL⁶

Estos métodos de valoración mezclan criterios, por una parte toman el Valor Contable o el Valor Contable Ajustado de la empresa y por otra parte el Fondo de Comercio – valor que tiene una empresa por encima del valor contable –, fondo que incorpora los activos intangibles que tiene la empresa, activos que están basados en la información y en el conocimiento (Galindo, 2005) y que representan una ventaja respecto a otras empresas del sector, que la mayoría de las veces no aparece reflejada en el balance general como; cartera de clientes, marca, patente, prestigio, posicionamiento, alianzas estratégicas, liderazgo sectorial etc.

Dentro de los métodos combinados encontramos:

⁶ Goodwill es un anglicismo que significa o hace referencia al buen nombre de una empresa, producto, servicios, personas, liderazgo social, marcas, etc.

3.2.2.2.1. MÉTODO CLÁSICO

Consiste en sumar al valor del activo de la empresa un *goodwill* representado por un número propio de la industria que multiplica el valor promedio de las ganancias.

$$V = A + n*B$$

V = Valor de la empresa

A = Activo

n = factor o múltiplo de la industria

B = promedio de las ganancias

3.2.2.2.2. MÉTODO INDIRECTO O ALEMÁN

Este método considera que el *goodwill* creado por el vendedor tiende a desaparecer, por lo cual no se lo toma en cuenta, y si se considera que el comprador propondrá su propio goodwill.

Por lo tanto, el valor de la empresa bajo este criterio se ubicara en un lugar entre

$$A + n*B \geq V \geq A + B$$

3.2.2.2.3. MÉTODO DIRECTO O ANGLOSAJÓN

Considera que el valor de la empresa está dado por el valor de los activos, más el valor actual de los beneficios obtenidos por el goodwill menos una tasa de ganancia del mercado – como tasa de rendimiento libre de, o el promedio de rentabilidad de la actividad –

$$A + n \left(\frac{B-i}{1+ke} \right)$$

3.2.3. MÉTODOS MODERNOS

Como manifiesta (Fernández L., 2005), desde inicio de la década de los años cincuenta hasta la década de los ochenta cuando empieza a sentirse una fuerte expansión de la economía mundial, surge una nueva visión financiera en la empresa que fijara los cimientos básicos del enfoque actual del análisis financiero autores como Harry Markowitz con su teoría de cartera, Franco Modigliani y Merton Miller con la tesis sobre la irrelevancia y relevancia de la estructura de capital y la política de dividendos,

Fisher Black y Myron Scholes con la teoría de las opciones, efectuaron estudios de carácter analítico de las finanzas, interrelacionando decisiones de inversión y financiación; Métodos de evaluación, selección y planificación de proyectos; Criterios de valoración de empresas, estructura de capital y políticas de dividendos, introducción de los métodos cuantitativos.

3.2.3.1. MÉTODOS BASADOS EN EL FLUJO DE FONDOS

Históricamente estos métodos de valoración de empresas son muy utilizados a partir de la publicación del libro “Theory of Investment” (la teoría del valor de las inversiones) escrito en el año 1938 por el economista John Burr Williams (1899 – 1989), dado que fue el primero en utilizar los flujos de cajas que una empresa puede generar en el futuro descontados a una tasa determinan el valor, con este trabajo Williams se le adelanto a la propuesta de Modigliani-Miller quien en su libro “Law of the Conservation of Investment Value” (Ley de la Conservación de Valor de Inversiones) proponían que el valor de una empresa es el valor presente de los flujos futuros. Este aporte académico fue tomado del libro Valoración Medición y Gestión del Valor de Copeland-Koller-Murrin (Copeland T., 2004)

En este orden de ideas, los métodos basados en flujos de fondos, están constituidos por criterios que tienen menos debilidades que los encontrados en los métodos tradicionales, su objetivo es medir la capacidad que tiene la empresa de generar riqueza en el futuro, son de los más usados por que están mejor fundamentados teóricamente, ya que pueden dar valores muy concretos, aunque no por ello este valor tiene que ser cierto, como manifiesta Josep Faus (Faus, 1997)

Cabe considerar, por otra parte, que los flujos de fondos son los movimientos de partidas del Balance General y/o del Estado de Resultado expresados en unidades monetarias, que pueden ser cuidadosa y detalladamente pronosticados para cada periodo las operaciones realizadas en el futuro por la empresa en su entorno. Por consiguiente como manifiesta Pablo Fernández (Fernández, 2007) el enfoque conceptual es igual al presupuesto de tesorería. A continuación se analizará el método de Flujo de caja descontado.

3.2.3.1.1. MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (CASH FLOWS)

El método de flujo de caja descontado se fundamenta en la capacidad de la empresa de generar beneficios predecibles en el futuro, donde el flujo de caja que se obtiene es el resultado de las proyecciones de los ingresos y egresos de los gastos de cada periodo, que luego son descontados con una tasa que refleje el riesgo implicado en la estimación

del flujo de caja. Esta tasa de descuento generalmente parte como manifiesta Brealey, Myers y Allen en su libro de Finanzas Corporativas (Brealey R., Myers S., Allen F., 2010), del *costo del capital de la empresa ajustada por riesgo para nuevas inversiones*, entendiéndose que el costo de capital de una empresa es el costo de oportunidad del capital invertido en la compañía tomada como un todo, es la rentabilidad esperada por los inversionistas, lo cual se explicara más adelante.

Utilizando este método, el Valor de una empresa se puede determinar empleando la ecuación:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{FCD}{(1+k)^t}$$

Donde:

VA = Valor actual de los flujos de fondos proyectados

FCD = Flujo de caja de cada año

k = tasa de descuento

t = tiempo

Una de las mayores dificultades que presenta este método es la incertidumbre del futuro. Aunque conocer el valor más probable de cada uno de los factores que determinan el valor de la empresa. Al preparar las predicciones para la valoración por este método, se debe prestar especial atención a los puntos siguientes como lo plantea Gustavo Tapia en su libro *Valuación de Empresas* (Tapia, 2013):

Las oportunidades proyectadas de crecimiento deben ser realistas y deben considerar las ventajas competitivas potenciales futuras.

Los supuestos de crecimientos han de ser coherentes con la inversión prevista, tomando en cuenta los datos históricos.

La tasa de retorno proyectada debe de ser realista.

La tasa de inflación proyectada debe estar en concordancia con las expectativas del mercado.

Los ratios y márgenes aplicados en el periodo proyectado debe de ser coherente con las cifras históricas o con los cambios estratégicos a realizar.

También es relevante considerar el horizonte de planeamiento, aunque habitualmente se consideran cinco años siguientes al año actual, esto va a depender de la información disponible, del sector y la compañía. Dentro de este orden de ideas se puede inferir que tres son los elementos básicos de este método:

Flujo Neto de Caja

Tasa de descuento

Horizonte temporal

Para concluir se debe manifestar, que la precisión de las estimaciones realizadas al proyectar el flujo de caja depende de la calidad de los datos usados y las estrategias sectoriales que se utilicen para su preparación. Así mismo con el fin de reducir la incertidumbre implicada en las proyecciones de los flujos de caja, los factores que más impactos puedan afectar al rendimiento de la empresa y de hecho su implicación en el flujo de caja deben ser profundamente estudiados y bien entendido por el evaluador, por lo que el uso de herramientas que efectúen un análisis de sensibilidad ejecutando tres escenarios básicos: optimistas, base y pesimista de estos factores, lo que permitirá conocer el impacto que tengan sobre el valor de la empresa.

3.2.3.1.2. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

Todo procedimiento de valoración basado en el descuento de flujos se fundamentan en la posibilidad de encontrar la equivalencia entre los flujos de recibidos en momentos temporales distintos y el valor actual de los mismos a una tasa determinada. Aquí es donde surge la interrogante a ¿qué tasa?

La respuesta desde el punto de vista conceptual es fácil ya que está tasa debe cubrir el rendimiento esperado por la empresa, la cual está en función del riesgo del propio negocio. Pero en la práctica su cálculo no es tan simple. De acuerdo a Juan Mascareñas (Mascareñas, 2005) se deben considerar los siguientes elementos

Los factores que determinan el costo de capital

Los supuestos básicos del modelo de costo de capital

Los tipos de recursos financieros

La determinación del costo de cada fuente financiera

El cálculo del costo promedio ponderado de capital

Sobre la base de lo expuesto, se analizara brevemente algunos de los métodos usados para determinar la tasa de descuento.

3.2.3.1.2.1. CAPM

Uno de los modelos más comunes para estimar la tasa de descuento apropiada que permita descontar los flujos de fondos, es el Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**. Según este modelo, el costo de oportunidad del patrimonio es igual al retorno sobre la tasa de riesgo, más el riesgo sistemático de la Compañía (Beta) multiplicado por el premio sobre el riesgo de mercado (Van Horne J. , 2010)

$$\text{CAPM} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde:

R_f = Rentabilidad de un activo que no ofrece riesgo

R_m = Rentabilidad de mercado

$(R_m - R_f)$ = prima de riesgo de mercado

β (Beta) = Coeficiente de variabilidad del rendimiento de los recursos propios de la empresa respecto al rendimiento de los recursos propios del mercado

3.2.3.1.2.2. CCPM

Otro de los métodos utilizados para descontar los flujos proyectados es el Costo Promedio Ponderado de Capital o Weighted Average Cost of Capital, WACC según sus siglas en inglés, este es aplicado cuando la empresa tiene varias fuentes de financiamiento donde el promedio se calculará teniendo en cuenta la proporción o participación que intervengan en la financiación de la empresa. Un aspecto muy importante que estas participaciones deben medirse a valores de mercado y no de acuerdo a valores en libros (Enciclopedia Financiera, 2014). Para su cálculo se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{CCPC} = K_e \frac{C}{C + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{C + D}$$

Donde:

CCPC = Costo Promedio Ponderado de Capital

K_e = Tasa o rentabilidad exigida por los accionistas

C = Capital aportado por los accionistas

D = Deuda financiera contraída

K_d = Costo de la deuda financiera

T = Tasa de impuesto

3.2.3.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CREACIÓN DE VALOR

Otros enfoques que permite determinar el valor una empresa, son los métodos basados en la creación de valor, esto es, elevar el valor de la empresa y, por lo tanto, el de los accionistas que integran el capital social. De esta manera, la empresa puede convertirse en generador de valor o riqueza para sus accionistas. Las consecuencias de este enfoque son varias, a continuación, se mencionan algunas de ellas:

Los recursos empleados para obtener los flujos tienen un coste.

Crear valor hace referencia a expectativas de futuro, no de pasado o histórico, y que para que sea sostenible deben evitarse los comportamientos compulsivos orientados exclusivamente al corto plazo.

Por tratarse de expectativas o previsiones, las decisiones a tomar deben realista, alcanzables y suponer un compromiso para los responsables de hacerlas realidad.

Si crear valor hace referencias al futuro, el futuro es incierto, en consecuencia, la rentabilidad económica esperada va asociada a un nivel de riesgo que hay que conocer, asumir y, de ser posible controlar.

Crear valor es una tarea de toda la organización, no es un grupo de “técnicos”, lo cual conlleva, a que la dirección de la empresa promueva un cambio cultural en la organización, que debe ser planificado y dirigido.

3.2.3.2.1. ¿QUÉ ES CREAR VALOR EN UN NEGOCIO

Se crea valor en una empresa cuando los administradores de las mismas toman decisiones apropiadas, las cuales generan una rentabilidad económica superior al coste de los recursos empleados. Uno de los métodos más utilizado que permiten medir la creación de valor de na empresa es el del valor económico agregado o EVA.

3.2.3.2.2. VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA)

Como es conocido el objetivo fundamental de una empresa es satisfacer a sus accionistas, empleados, directivos, clientes, proveedores, aliados estratégicos, por ellos como manifiesta Oriol Amat en su libro EVA (Amat, 2003) la generación de valor se ha hecho un imperativo en todas las organizaciones. El EVA es una medida de desempeño que muestra la situación económica de una empresa, es el verdadero beneficio económico luego de restar el costo de capital que fue utilizado para generarla. En síntesis, la generación de valor es un proceso administrativo que requiere conectar la fijación de objetivos con el uso de recursos, con las estrategias de desarrollo y con la medición de desempeño.

Este método tiene varios benéficos que otros métodos de valoración no presentan, tales como el Retorno sobre la inversión (ROI), la Utilidad por Acción (UPA) y otros. Algunos de estos incorporan el factor riesgo en el procedimiento de su medición, asimismo reflejan en términos absolutos el desempeño corporativo, aclarando, que por este medio no se busca saber el valor de la empresa, lo que se busca es saber si la misma está produciendo valor; además su concepto es sencillo, por lo cual su transmisión y entendimiento en todos los niveles se simplifica, al compararlos con otras medidas basadas en valor. L. Gitman en su libro Principios de Administración Financiera (Gitman, 2012) manifiesta *“Teóricamente la medición del valor es muy simple, consiste en actualizar los flujos netos que considere la rentabilidad y el riesgo de la empresa al principio y al final del periodo, comprobando por diferencia que se ha producido un incremento o disminución de valor”*

Para determinar el EVA en un periodo de tiempo t , este es calculado mediante la diferencia entre los beneficios obtenidos en el periodo t y el patrimonio inicial (periodo $t - 1$) multiplicado por la tasa de costo de capital k

$$EVA_t = \text{Beneficios} - \text{Patrimonio} * k$$

Otra manera de calcular es como función de *Spread*, entendiéndose por tal a la diferencia entre la tasa de retorno del capital (*ROI*) o *Return Over Investment* según sus siglas en ingles y el costo promedio ponderado de capital *CPPC*. Este spread se multiplica por el capital invertido.

$$EVA = (ROI - CPPC) * \text{Capital Invertido}$$

Si el EVA es positivo, la empresa crea valor (ha generado una rentabilidad mayor al costo de los recursos empleados) para los accionistas. Si el EVA es negativo (la rentabilidad de la empresa no alcanza a cubrir el costo de capital), la riqueza de los accionistas sufre un decremento, destruye su valor.

3.2.4. CONCLUSIONES

En este capítulo se ha realizado un breve análisis de los diferentes métodos de valorar empresas, considerando especialmente los que se basan en el patrimonio neto y los que se basan en su rentabilidad, estudiando los métodos clásicos, los de descuento de flujo de caja y los de creación de valor.

Los métodos de valoración basados en el patrimonio, también llamados de valor patrimonial se caracterizan porque los insumos necesarios para encontrar el valor de la empresa se fundamentan en el balance general, proporcionando el valor desde una perspectiva estática sin considerar la evolución futura, el valor del dinero en el tiempo, la innovación tecnológica, la organización y otros elementos que no se consideran en el balance general. A estos enfoques de valoración se les denomina valoración estática y se caracterizan por:

Corresponder a un enfoque fundamentalmente patrimonial

No consideran a la empresa como un sistema organizado

No considera a la empresa como un ente vivo, con una vida futura en la que se puede generar un flujo de beneficios

Se apoya en el balance general

Estos métodos son los seguidos por la escuela clásica de valoración y con estos se determina el valor obtenido a partir de la información aportadas por los estados financieros. La aplicación de estos métodos conducen como manifiesta (Alonso & Villa, 2007) a una valoración fundamentada por el principio de la prudencia valorativa, generalmente son usados para calcular la cantidad que podría repartirse los accionistas o socios en el caso de liquidación de la empresa.

Igualmente se ha efectuado un análisis al otro enfoque alternativo basados en flujos de fondos, estos métodos están constituidos por criterios que tienen menos debilidades que los encontrados en los métodos tradicionales, so objetivo es medir la capacidad que tiene la empresa de generar riqueza en el futuro, son de los más usados por que están mejor fundamentados teóricamente, ya que pueden dar valores muy concretos, aunque no por ello este valor tiene que ser cierto, se caracterizan por:

Tener en cuenta la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivos a lo largo de su vida

Relegar a un segundo término la óptica patrimonial dada por su situación actual.

Son dinámicos

Considerar explícitamente la organización empresarial.

Consideran el valor del dinero en el tiempo

Se apoyan, básicamente en los estados de resultados que le permiten proyectar los flujos de fondos.

Estos métodos consisten en proyectar la situación financiera de la empresa por medio de las utilidades netas en un número de periodos previamente determinados. Se toma las proyecciones de la empresa en esos periodos y se los trae a valor presente con una tasa de descuento previamente definida.

Asimismo se efectuó sobre las diferentes formas de determinar la tasa de descuento que permiten traer a valor presente los flujos proyectos.

Finalmente se realizó un análisis sobre los métodos basados en la generación de valor, los mismos que sin la misma precisión de los métodos basados en los flujos, poseen la ventaja de una fácil comprensión, uno estos métodos es El EVA el cual es una medida de desempeño que muestra la situación económica de una empresa, es el verdadero beneficio económico luego de restar el costo de capital que fue utilizado para generarla. En síntesis, la generación de valor es un proceso administrativo que requiere conectar la fijación de objetivos con el uso de recursos, con las estrategias de desarrollo y con la medición de desempeño.

Capítulo 4

4. PROPUESTA METODOLOGICA

4.1. PORQUE MÉTODO SE DEBE DECIDIR

De acuerdo a Juan Mascareñas (Mascareñas, 2005, pág. 260) quien plantea, que en el proceso de valoración de empresas se puede utilizar muchos métodos, pero ningún método es perfecto, sino que hay métodos que más que sustitutivos son complementarios entre sí, dependiendo de la finalidad con que se la haga. Dentro de este mismo contexto Pablo Fernández (Fernández, 2007) manifiesta que el proceso de valoración se requiere mucho sentido común, conocimientos técnicos y algo de experiencia la cual mejora con el tiempo, permitirá al evaluador no perder de vista lo que está haciendo, porqué, para qué y para quien está haciendo la valoración.

Dentro de este marco, la valuación de empresas se puede precisar como el proceso que permite la posible valoración económica de los componentes que constituyen su actividad, su patrimonio, su potencialidad de generar valor o cualquier otra característica capaz de ser valorada, a fin de estimar las posibles valoraciones que sirvan de base para un avalúo o negociación del precio, razón suficiente para el evaluador escoja entre los métodos que más se acomoden a los requerimientos y a la información disponible.

Mencionando nuevamente a Pablo Fernández (Fernández, 2007) quien manifiesta que los métodos de valor patrimonial conceptualmente son “incorrectos” y carecen de sentido común en la mayoría de los casos continúan siendo utilizando generalmente como complemento o como contraste de los valores obtenidos por descuento de flujos, Estos métodos se caracterizan porque los insumos necesarios para encontrar el valor de la empresa se fundamentan en el balance general, proporcionando el valor desde una perspectiva estática sin considerar la evolución futura que pueda tener la empresa, el valor del dinero en el tiempo, la innovación tecnológica, la organización y otros elementos que no se consideran en el balance general.

Estos métodos son fáciles de usar y solo son punto de referencias, salvo los métodos del valor justado y valor sustancial o de reposición, que complementa a los métodos modernos, ya que el valor obtenido representa la inversión que debería realizarse a precios de mercado que permitan establecer una empresa con las mismas condiciones a la que se quiere valorar.

Los métodos conceptualmente “correctos”, como manifiesta Pablo Fernández basados en la continuidad de la empresa, son los que están fundamentados en la capacidad que

tienen las empresas para generar fondos en el futuro, por lo que tiene una visión financiera del negocio, entre sus características se pueden mencionar que son: dinámicos, están basados en flujos, consideran el valor del dinero en el tiempo, trabajan con datos financieros, tienen algún grado de complejidad y son fáciles de justificar. Entre estos métodos se puede mencionar los que están basados en flujos de fondos, los basados en la creación de valor y los basados en las opciones.

Estos métodos están constituidos por criterios que tienen menos debilidades que los encontrados en los métodos tradicionales de ahí su gran aceptación, su objetivo es medir la capacidad que tiene la empresa de generar riqueza en el futuro, son de los más usados por que están mejor fundamentados teóricamente, ya que pueden dar valores muy concretos, aunque no por ello este valor tiene que ser cierto, como manifiesta Josep Faus (Faus, 1997)

4.2. ANTECEDENTES

La presente propuesta metodológica para valorar empresas que no cotizan en la bolsa de valores, se fundamenta en la adaptación de varios modelos de valoración tratados anteriormente en este trabajo y que fueron aplicados para valorar a un grupo de empresas ecuatorianas que fueron incautadas a partir del año 2008, modelos que fueron analizados, discutidos y aprobados por los funcionarios asignados de parte de la AGD, de las empresas involucradas y del gobierno nacional.

4.3. METODOLOGÍA DE VALORIZACIÓN

La metodología aplicada para la valorización de estas empresas se la realiza bajo el análisis de tres enfoques que se complementan en el resultado final: El primero enfoque es el análisis EVA (Valor Económico Agregado) que se basa en el valor patrimonial de los resultados de los Estados Financieros de los cinco últimos años proyectado a valor futuro con una tasa previamente definida.

El segundo enfoque aplicado en esta metodología es el Descuento De Flujos De Fondos (Cash Flows), el mismo que corresponden a los suma de los beneficios futuros traídos a valor actual, los datos obtenidos para el modelo se fundamenta en los flujos de fondos proyectados para los próximos cinco años, aplicando los porcentajes de crecimiento o decrecimiento de los años anteriores fueron tomados de las tendencias

reflejadas en los estados de resultados. La sumatoria de estos dos flujos traídos al presente a una tasa de descuento previamente definida.

El tercer enfoque que corresponde al valor contable ajustado de los Activos Netos, *Valor Razonable* como es denominado ahora de acuerdo a las NIIF⁷ es un valor basado en el mercado en el momento de la valoración, que sumados con los flujos anteriores traídos a valor presente con tasa definida, proporcionará los resultados del valor de la empresa analizada.

4.4. VALOR ECONÓMICO AGREGADO

En esta parte de trabajo nos centraremos en aplicar de manera práctica la manera de calcular cada uno de los métodos aplicados en la propuesta metodológica. Como se manifestó en párrafos anteriores el EVA es una medida de desempeño que muestra la situación económica de una empresa, es el verdadero beneficio económico luego de restar el costo de capital que fue utilizado para generarla, se calcula restando a las utilidades operacionales el costo financiero por poseer los activos que se utilizaron en la generación de dichas utilidades (costo de Capital), de forma matemática se expresa como:

$$EVA_t = EVA_t = \text{Beneficios} - \text{Patrimonio} * k$$

Donde el Costo de Capital Invertido se fundamenta en el PGU (Poder De Generador De Utilidades) que determina la capacidad que tiene la empresa en Generar Utilidades y determina si la empresa está ganando o perdiendo valor. La forma de obtener dicho resultado está asociado al cálculo del valor de la tasa de interés que la empresa puede pagar (i^{**}) menos el costo promedio de las deudas o sus pasivos (i_e):

$$PGU = i^{**} - i_e$$

La tasa máxima de interés (i^{**}) que la empresa puede pagar para no perder, que es lo mismo que la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a las tasas de interés:

$$i^{**} = \frac{MO * r}{P}$$

Donde:

⁷ Normas Internacionales de Información Financiera

MO = Margen Operativo

r = Grado de endeudamiento

P = Pasivos

El costo promedio de las Deudas (i_e) se define como el índice que relaciona los gastos de financiamiento sobre las deudas totales contraídas por la empresa a corto y largo plazo:

$$i_e = \frac{GF}{P_t}$$

Donde:

GF = Gastos Financieros

P_t = Pasivos Totales (Largos y Corto Plazo)

El Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), se fundamenta en el costo de oportunidad del accionista más los costos ponderados según los montos de los pasivos, en esta edición se aplican el efecto de las tasas impositivas históricas:

$$CPPC = \frac{i^{**} \times P}{A} + \frac{i_e \times P_t}{A} \times (1 - T_i)$$

Donde:

i^{**} = Costo de Oportunidad del Accionista

i_e = Costo de la Deuda Ponderada

P = Patrimonio

P_t = Pasivos totales

T_i = Tasa Impositiva

Para efecto de esta metodología una vez calculados los valores de EVA para los 5 años anteriores, son llevados a valor futuro (VF) con la tasa de descuento aplicada, que en este caso de acuerdo a Blank y Tarquin en su libro de Ingeniería Económica es la tasa mínima aceptada de retorno TMAR (Blank L. Tarquin A., 2006), o la tasa de retorno que se espera obtener.

4.5. DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS (Cash Flows)

Para determinar el valor, aplicando el segundo enfoque de flujo de fondos, se hace una proyección de los flujos de caja sin tener en cuenta las cargas financieras, la amortización y provisiones en el plazo proyectado, para efectos de este cálculo se utilizan modelos de predicción causales, estas técnicas de acuerdo a Nassir Sapag en su texto *Proyectos de Inversión, Formulación y Evaluación* (Sapag, 2011) poseen la ventaja de que, al estar expresadas matemáticamente, su procedimiento sus cálculos y los supuestos empleados carecen de toda ambigüedad.

Los métodos causales de proyecciones, requieren que los valores de ambas variables estén correctamente relacionados y que las variables independientes sean conocidas o que su estimación otorgue mayor confianza. La forma de hacer proyecciones causal es el ajuste de curvas, lo cual se puede realizar aplicando métodos de regresión, que predicen el comportamiento de la variable dependiente a partir de una línea recta exponencial u otra, formada por los datos de la variable independiente (Sapag, 2011). Para su cálculo se utilizó el método de los mínimos cuadrados o regresión lineal, método que busca determinar la recta que representa la tendencia de las relaciones entre ambas variables (Baca, 2006)

Su cálculo se realiza a partir de la ecuación:

$$Y = a + b$$

Donde:

$$b = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

$$a = \bar{y} + b\bar{x}$$

Siendo y la variable dependiente y x la variable independiente.

Todas las proyecciones deben realizarse a precios corrientes, es decir, teniendo en cuenta cualquier variable macroeconómica que afecte en ese momento la valoración como inflación, liquidez etc. Para minimizar los efectos de la incertidumbre que se den en el futuro y que se obtenga un valor probable de ocurrencia se debe usar modelos de simulación como el de Montecarlo o herramientas de simulación.

La tasa de descuento utilizada será una tasa de oportunidad de mercado que contemple el riesgo de acuerdo con la naturaleza de este negocio. Debe tenerse presente que a medida que aumente la tasa de descuento disminuye el valor, en igualdad de las demás condiciones.

La tasa de descuento aplicada para el caso de la propuesta metodológica, fue la de la inflación a la que se añadió una tasa por riesgo de acuerdo a la naturaleza del negocio. Esta será la tasa real del Costo de Oportunidad del Accionista que permite traer a Valor Presente (VAN) los flujos de caja proyectados.

Los flujos de caja que se obtengan de las proyecciones como manifiesta Nassir Sapag (Sapag, 2011), difícilmente coincida con lo que luego sucederá, por lo que los análisis propuestos en párrafos anteriores no deben dejar de hacerse. Como sostiene el mismo autor que planificar previamente es mejor que no hacerlo.

4.6. VALOR DEL ACTIVO NETO

El valor del Activo Neto consiste en encontrar el valor comercial o valor razonable de los activos saneados y restarle el valor de los pasivos ajustados como depreciaciones, amortizaciones y demás provisiones contabilizadas en los Activos Totales. Para algunos activos o pasivos los valores de mercado pueden estar disponibles, para otros activos y pasivos dichos valores no pueden estar disponibles. Sin embargo de acuerdo a la norma NIIF13, el objetivo de una medición del valor comercial para ambos casos es el mismo *“estimar el precio al que tendría lugar una transacción ordenada para vender el activo o transferir el pasivo entre participantes del mercado en la fecha de la medición en condiciones de mercado presente”*

4.7. COMO OBTENER EL RESULTADO FINAL DE LA VALORACIÓN

- a. El procedimiento final de la valorización consiste en llevar a valor futuro (VF) los valores calculados del EVA
- b. Traer a valor presente (VAN) los flujos proyectados
- c. Sumar estos valores a los Activos Netos a valor razonable

4.8. PARÁMETROS PARA LA VALORACIÓN

Para el análisis de los métodos del Valor Económico Agregado (EVA) y del flujo de fondos se establecen los siguientes parámetros:

- Tasa Impositiva
- Tasa de Interés a corto plazo
- Tasa de Interés a Largo Plazo

- Tasa de Interés Libre de Riesgos
- Prima por Riesgos
- Riesgo País
- Tasas de intereses activas y pasivas a corto y largo plazo tomadas de la página WEB del Banco Central del Ecuador.
- Inflación
- PIB

4.9. INFORMACIÓN REQUERIDA

Para cumplir con la valoración se requiere de la siguiente información proporcionada por la empresa:

- Estados Financieros de los últimos 5 años auditados
- Misión, Visión y políticas principales de la empresa
- Presupuesto del año siguiente a la valoración
- Notas explicativas de los estados financieros

4.10. APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA PROPUESTA PARA VALORAR EMPRESAS.

La aplicación de la propuesta metodológica de Valoración de Empresas fue realizado a una empresa agroindustrial ecuatoriana (ingenio azucarero) incautada por el gobierno ecuatoriano a través de la AGD a mediados del año 2008, esta metodología de valoración fue analizada y discutida con los funcionarios asignados de las dos partes previamente, en el cual a mas de los procedimientos a seguir en la valorización se determinó el cronograma de valorización que incluía la recopilación de información y la entrega de los informes finales. La información a ser analizada por el grupo valorizador se basa en los Estados Financieros y Cambios en la posición de Efectivo de los 3 últimos años debidamente auditados y los Estados Financieros del 2008 más próximos contabilizados más los presupuestos 2008 y 2009.

INFORMACION SOLICITADA

La información solicitada a los funcionarios de la empresa a valorizar fue:

1. Balance General.
2. Estado de Resultado
3. Estado de cambio en la posición financiera
4. Estado de Generación de fondos operativos
5. Estado de Flujo de efectivo

Adicionalmente se pidió:

- Informes de Auditoría de los tres últimos años
- Presupuestos para el período 2008
- Estados financieros correspondientes al primer semestre 2008

INFORMACIÓN ENTREGADA

1. Balance General.
2. Estado de Resultado
3. Estado de cambio en la posición financiera
4. Informes de Auditoría de los tres últimos años
5. Estados financieros a julio 2008

ALCANCE

El alcance de este trabajo consiste en determinar el valor de mercado de la empresa basado en los estados financieros entregados. Este trabajo se basa en la confianza de los datos proporcionados por la empresa, los mismos que son ingresados al modelo de valorización.

OBJETO SOCIAL Y GIRO DEL NEGOCIO

Este negocio denominado “ECUDOS”, está compuesto por varias empresas que se complementan entre sí, la principal empresa del grupo es el Ingenio que se encarga de procesar la materia prima que son suministradas por compañías relacionadas

pertencientes al grupo industrial, quienes entregan la caña de azúcar y otras materias primas para su refinamiento.

Las otras compañías relacionadas al grupo son las que se encargan de contratar personal para las labores agrícolas. La compra y corte la realiza otra compañía relacionada que contrata temporalmente personal para la Zafra, mientras que las otras compañías son encargadas del bodegaje y despacho, arriendo de maquinarias y equipos, de arriendo de oficinas y bodegas, todas estas compañías son vinculadas y pertenecen al grupo industrial.

SITUACIÓN DEL NEGOCIO

La situación del negocio se encuentra detallada en los estados financieros presentados por la empresa, los mismos que fueron auditados por una empresa contratada por la AGD luego de la incautación realizada

ESTADOS DE RESULTADO

"XYZ"

	2005	2006	2007	2008
VENTAS NETAS	\$ 65.581.701,00	\$ 78.124.433,00	\$ 80.504.535,90	\$ 84.529.762,70
Ventas	\$ 65.581.701,00	\$ 78.124.433,00	\$ 80.504.535,90	\$ 84.529.762,70
COSTOS DE PRODUCCIÓN	\$ 48.851.041,00	\$ 51.295.710,00	\$ 49.245.320,28	\$ 51.563.155,24
Utilidad Bruta en Ventas	\$ 16.730.660,00	\$ 26.828.723,00	\$ 31.259.215,62	\$ 32.966.607,45
(-) Gastos Administrativos y de operación	\$ 10.625.516,00	\$ 14.375.960,00	\$ 13.314.787,91	\$ 14.370.059,66
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 6.105.144,00	\$ 12.452.763,00	\$ 17.944.427,71	\$ 18.596.547,79
Gastos Financieros	\$ 6.297.354,00	\$ 6.466.102,00	\$ 6.409.575,71	\$ 6.762.381,02
Otros Egresos no Operativos			\$ 1.699.191,20	\$ 609.129,44
UTILIDAD CONTABLE	\$ 195.200,00	\$ 6.708.460,00	\$ 9.835.660,80	\$ 11.225.037,34
15% Participación Trabajadores	\$ 19.519,00	\$ 1.006.269,00	\$ 1.475.349,12	\$ 1.683.755,60
UTILIDAD ANTES 25% IMP. RENTA	\$ 175.681,00	\$ 5.702.191,00	\$ 8.360.311,68	\$ 9.541.281,74
25% Impuesto a la Renta	\$ 65.148,00	\$ 1.434.953,00	\$ 2.109.728,12	\$ 2.385.320,44
UTILIDAD DESPUES DEL 25% IMP. RENTA	\$ 110.533,00	\$ 4.267.238,00	\$ 6.250.583,56	\$ 7.155.961,31
10% Reserva Legal		\$ 670.846,00	\$ 625.058,21	\$ 715.596,13

Tabla 2

BALANCE GENERAL
"XYZ"

	2005	2006	2007	2008
ACTIVOS				
ACTIVO CORRIENTE	\$ 41.764.981,00	\$ 53.109.177,00	\$ 57.207.743,19	\$ 65.064.442,84
CAJA Y BANCOS	\$ 1.152.161,00	\$ 7.724.800,00	\$ 2.097.500,72	\$ 4.749.295,66
CAJA CHICA				
BANCOS	\$ 1.152.161,00	\$ 7.724.800,00	\$ 2.097.500,72	\$ 4.749.295,66
CUENTAS POR COBRAR	\$ 4.047.067,00	\$ 3.751.864,00	\$ 5.183.106,11	\$ 6.783.315,88
CLIENTES LOCALES	\$ 4.047.067,00	\$ 1.530.349,00	\$ 3.982.724,25	\$ 4.226.488,13
CLIENTES DEL EXTERIOR		\$ 469.617,00	\$ 56.119,97	\$ 75.797,38
ANTICIPO A CLIENTES LOCALES		\$ 236.328,00		\$ 1.028.203,93
ANTICIPO A PROVEEDORES DEL EXTERIOR		\$ 414.342,00	\$ 253.793,98	\$ 282.121,67
RETENCION EN LA FUENTE		\$ 933.675,00	\$ 922.153,53	\$ 995.036,06
CUENTAS POR COBRAR FUNCIONARIOS		\$ 136.537,00		\$ 1.713,54
DEUDORES VARIOS		\$ 49.897,00		\$ 205.640,79
OTRAS CUENTAS POR COBRAR		\$ 138,00		
PROVISIÓN INCOBRABLES		\$ -19.019,00	\$ -31.685,62	\$ -31.685,62
INVENTARIOS	\$ 36.484.146,00	\$ 41.414.701,00	\$ 49.535.738,91	\$ 53.253.750,50
INVENTARIOS	\$ 36.484.146,00	\$ 41.414.701,00	\$ 49.535.738,91	\$ 53.253.750,50
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	\$ 81.607,00	\$ 217.812,00	\$ 391.397,45	\$ 278.080,80
PAGOS ANTICIPADOS	\$ 81.607,00	\$ 217.812,00	\$ 391.397,45	\$ 278.080,80
ACTIVO FIJO	\$ 43.696.557,00	\$ 45.663.531,00	\$ 45.905.591,78	\$ 43.927.264,58
FIJOS NO DEPRECIABLES	\$ 43.696.557,00	\$ 843.347,00	\$ 1.011.703,89	\$ 899.381,17
FIJOS DEPRECIABLES		\$ 63.297.767,00	\$ 66.567.397,22	\$ 68.219.972,28
DEPRECIACION ACUMULADA		\$ -18.477.583,00	\$ -21.673.509,33	\$ -25.192.088,87
ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 7.197.743,00	\$ 6.811.999,75	\$ 6.145.942,98	\$ 5.451.322,11
CARGOS DIFERIDOS	\$ 7.197.743,00	\$ 9.908.242,75	\$ 9.750.450,40	\$ 9.731.469,61
AMORTIZACION ACUMULADA		\$ -3.096.243,00	\$ -3.604.507,42	\$ -4.280.147,50
TOTAL ACTIVO	\$ 92.659.281,00	\$ 105.584.707,75	\$ 109.259.277,95	\$ 114.443.029,53
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE	\$ 27.260.092,00	\$ 35.682.459,00	\$ 36.420.040,69	\$ 36.060.248,98
PROVEEDORES LOCALES	\$ 24.463.663,00	\$ 5.657.293,00	\$ 3.102.949,32	\$ 3.742.993,99
CAÑICULTORES		\$ 17.286.865,00	\$ 18.105.175,42	\$ 18.607.217,77
ACREEDORES VARIOS		\$ 504.511,00	\$ 262.875,70	\$ 270.165,04
PROVEEDORES EXTERIOR		\$ 3.116.793,00	\$ 2.486.714,15	\$ 2.168.581,54
PRESTAMO ACCIONISTAS		\$ 5.100.845,00	\$ 8.278.564,53	\$ 5.200.451,20
PASIVOS ACUMULADOS	\$ 85.555,00	\$ 131.970,00		\$ 672.726,25
PORCION CORRIENTE DE DEUDA A LP.	\$ 806.229,00	\$ 397.821,00	\$ 801.396,28	\$ 794.689,15
OBLIGACIONES BANCARIAS	\$ 1.904.645,00	\$ 1.710.431,00	\$ 607.691,07	\$ 534.348,00
15% PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES		\$ 1.006.269,00	\$ 1.510.282,20	\$ 1.683.755,60
IMPUESTOS POR PAGAR	\$ -	\$ 769.661,00	\$ 1.264.392,02	\$ 2.385.320,44
RENTA POR PAGAR		\$ 769.661,00	\$ 1.264.392,02	\$ 2.385.320,44
PASIVO LARGO PLAZO	\$ 51.579.666,00	\$ 51.815.486,00	\$ 51.642.783,45	\$ 50.120.903,33
OBLIGACIONES FINANCIERAS A LP.	\$ 51.579.666,00	\$ 51.815.486,00	\$ 51.642.783,45	\$ 50.841.387,17
TOTAL PASIVO	\$ 78.839.758,00	\$ 87.497.945,00	\$ 88.062.824,14	\$ 86.181.152,31
PATRIMONIO				
CAPITAL SOCIAL	\$ 13.471.947,00	\$ 13.471.947,00	\$ 13.471.947,00	\$ 13.471.947,00
RESERVAS	\$ 64.949,00	\$ 735.795,00	\$ 1.360.853,21	\$ 1.985.911,42
RESERVA LEGAL	\$ 64.949,00	\$ 735.795,00	\$ 1.360.853,21	\$ 1.985.911,42
UTILIDADES ACUMULADAS AÑOS ANTERIORES	\$ 282.627,00	\$ 3.879.019,00	\$ 6.363.653,63	\$ 12.804.018,81
UTILIDAD/PÉRDIDA ACUMULADA EJER.ANT.	\$ 172.094,00	\$ 282.627,00	\$ 3.879.019,00	\$ 6.363.653,63
RESULTADO DEL EJERCICIO	\$ 110.533,00	\$ 3.596.392,00	\$ 2.484.634,63	\$ 6.440.365,18
TOTAL PATRIMONIO	\$ 13.819.523,00	\$ 18.086.761,00	\$ 21.196.453,84	\$ 28.261.877,23
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 92.659.281,00	\$ 105.584.706,00	\$ 109.259.277,98	\$ 114.443.029,53

METODOLOGÍA DE VALORIZACIÓN

La metodología aplicada para la valorización de esta empresa se la realiza bajo el análisis de tres enfoques que se complementan en el resultado final: El primero enfoque es el análisis **EVA (VALOR ECONÓMICO AGREGADO)** que se basa en el **VALOR PATRIMONIAL** de los resultados de los Estados Financieros del los años 2005, 2006, 2007 y 2008 que luego serán proyectado a valor futuro. El segundo enfoque es el **DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS**, que corresponden a los suma de los beneficios futuros traídos a valor actual, los datos obtenidos para el modelo se fundamenta en los Flujos de fondos Proyectados 2009, 2010, 2011 y 2012 con las tendencias de crecimiento o decrecimiento de los años anteriores utilizando el método de los mínimos cuadrados. La sumatoria de estos dos flujos traídos al 2008 sumado al tercer enfoque que son los **ACTIVOS NETOS**, la combinación de estos resultados dará el valor de la empresa analizada.

APLICACIÓN DE LOS TRES ENFOQUES

COMO OBTENER EL RESULTADO FINAL DE LA VALORIZACIÓN

- a. El procedimiento final de la valorización consiste en llevar a valor futuro (VF) los valores calculados del EVA
- b. Traer a valor presente (VAN) los flujos proyectados
- c. Sumar estos valores a los Activos Netos.

ANALISIS DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO

PROYECCION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

El supuesto utilizado en la proyección de los Estados de Resultados en la empresa analizada fueron los siguientes:

INGRESOS Y EGRESOS POR VENTAS Y COSTOS DE VENTAS.

Los ingresos fueron proyectados con el 5%, lo cual se obtiene considerando el crecimiento de los resultados obtenidos en los años 2005, 2006, 2007, utilizando la

curva de mejor ajuste, para esto se aplicó la fórmula de los mínimos cuadrados más el crecimiento de la economía del Ecuador, que para ese año fue del 2,2% de acuerdo al Anuario estadístico de la CEPAL, mientras que los costos fueron estimados en función del crecimiento histórico de los últimos tres años, lo cual está basado en el número de unidades producidas y de una inflación proyectada para los próximos cinco años

Para la proyección del crecimiento de los resultados se realizó utilizando el método de los mínimos cuadrados o regresión lineal, el cual intenta determinar la recta que representa la tendencia de las relaciones observadas entre dos variables, a y b que definen la función Y que minimiza las desviaciones que se utilizaran como basa de tendencias de las proyecciones futuras, para esto se utiliza la ecuación siguiente:

$$Y = a + b$$

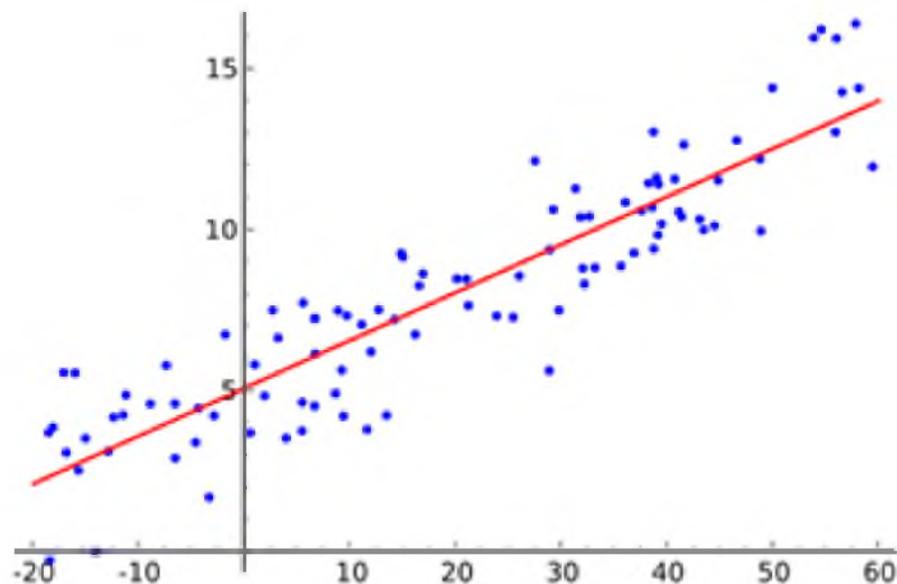


Figura 8

Fuente: Libro Proyectos de Inversión Nassir Sapag

Donde:

Y = es la función de proyección o línea de tendencia

a = el comportamiento no explicado por la variable x

b = el comportamiento explicado por la variable x que indica en cuánto cambia el

valor de Y por cada unidad que cambia x

$$b = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

$$a = \bar{y} - b\bar{x}$$

Para determinar los valores de a y b se utilizó la herramienta de Excel para proyectar la línea de tendencias.

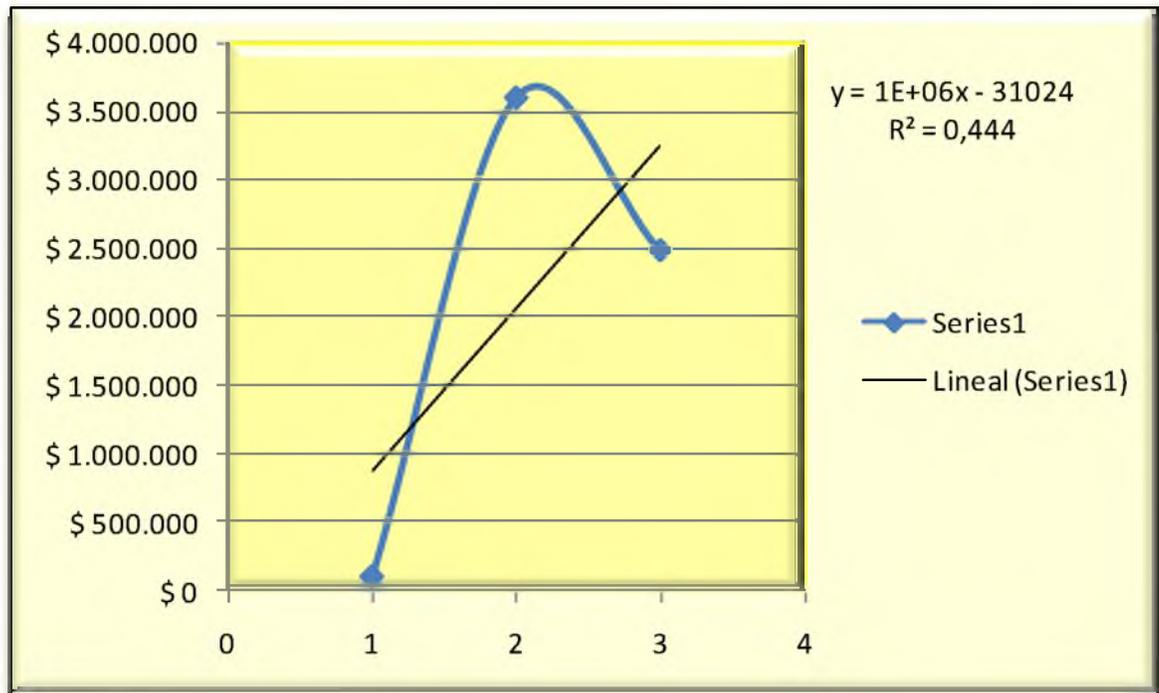


Figura 9

Los resultados de los flujos obtenidos utilizando la herramienta anteriormente mencionada se detallan a continuación:

ESTADOS DE RESULTADO PROYECTADOS

"XYZ"

	2008	2009	2010	2011	2012
VENTAS NETAS	\$ 84.529.762,70	\$ 88.756.250,83	\$ 93.194.063,37	\$ 97.853.766,54	\$ 102.746.454,87
Ventas	\$ 84.529.762,70	\$ 88.756.250,83	\$ 93.194.063,37	\$ 97.853.766,54	\$ 102.746.454,87
COSTOS DE PRODUCCIÓN	\$ 51.563.155,24	\$ 54.141.313,01	\$ 56.848.378,66	\$ 59.690.797,59	\$ 62.675.337,47
Utilidad Bruta en Ventas	\$ 32.966.607,45	\$ 34.614.937,82	\$ 36.345.684,71	\$ 38.162.968,95	\$ 40.071.117,40
(-) Gastos Administrativos y de operación	\$ 14.370.059,66	\$ 15.088.562,64	\$ 15.842.990,77	\$ 16.635.140,31	\$ 17.466.897,33
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 18.596.547,79	\$ 19.526.375,18	\$ 20.502.693,94	\$ 21.527.828,64	\$ 22.604.220,07
Gastos Financieros	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02
Otros Egresos no Operativos	\$ 609.129,44	\$ 651.768,50	\$ 697.392,29	\$ 746.209,75	\$ 798.444,43
UTILIDAD CONTABLE	\$ 11.225.037,34	\$ 12.112.225,67	\$ 13.042.920,64	\$ 14.019.237,87	\$ 15.043.394,62
15% Participación Trabajadores	\$ 1.683.755,60	\$ 1.816.833,85	\$ 1.956.438,10	\$ 2.102.885,68	\$ 2.256.509,19
UTILIDAD ANTES 25% IMP. RENTA	\$ 9.541.281,74	\$ 10.295.391,82	\$ 11.086.482,54	\$ 11.916.352,19	\$ 12.786.885,43
25% Impuesto a la Renta	\$ 2.385.320,44	\$ 2.573.847,96	\$ 2.771.620,64	\$ 2.979.088,05	\$ 3.196.721,36
UTILIDAD DESPUES DEL 25% IMP. RENTA	\$ 7.155.961,31	\$ 7.721.543,87	\$ 8.314.861,91	\$ 8.937.264,14	\$ 9.590.164,07
10% Reserva Legal	\$ 715.596,13	\$ 772.154,39	\$ 831.486,19	\$ 893.726,41	\$ 959.016,41
UTILIDAD NETA	\$ 6.440.365,18	\$ 6.949.389,48	\$ 7.483.375,71	\$ 8.043.537,73	\$ 8.631.147,66

Tabla 4

VALOR ECONÓMICO AGREGADO

El concepto principal del EVA es “el retorno en exceso de una inversión sobre el costo del capital que se ha invertido”, de forma matemática se expresa como:

$$\text{EVA} = \text{Tasa de Retorno del Capital Invertido} - \text{Costo Promedio Ponderado del Capital} * \text{Activos Totales}$$

La TASA DEL RETORNO DEL CAPITAL INVERTIDO se fundamenta en el PGU (PODER DE GENERADOR DE UTILIDADES) que determina la capacidad que tiene la empresa en Generar Utilidades y determina si la empresa está ganando o perdiendo valor. La forma de obtener dicho resultado está asociado al cálculo del valor que la empresa puede pagar (i^{**}) menos el costo promedio de las deudas o sus pasivos (i_e):

$$PGU = i^{**} - i_e$$

La tasa máxima de interés (i^{**}) que la empresa puede pagar para no perder, que es lo mismo que la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a las tasas de interés:

$$i^{**} = \frac{\text{Margen Operativo (MO)} * \text{Grado de Endeudamiento o Apalancamiento (r)}}{\text{Endeudamiento}}$$

El costo promedio de las Deudas (i_e) se define como el índice que relaciona los gastos de financiamiento sobre las deudas totales contraídas por la empresa a corto y largo plazo:

$$i_e = \frac{\text{Gastos Financieros (GF)}}{\text{Total de Obligaciones Bancarias (Largo y Corto Plazo)}}$$

EL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (CPPC), se fundamenta en el costo de oportunidad del accionista mas los costos ponderados según los montos, en esta edición se aplican el efecto de las tasas impositivas históricas:

$$CPPC = \frac{CC * \text{Patrimonio}}{\text{Activo}} + \frac{C_i * \text{Pasivo}}{\text{Activo}} * (1-T_i)$$

CC = Costo de Oportunidad del Accionista

C_i = Costo de la Deuda Ponderada

T_i = Tasa Impositiva

Una vez calculados los valores de EVA para los años 2005, 2006, 2007 y 2008, son llevados a valor futuro (VF) con la tasa de descuento, que es la tasa mínima aceptada de retorno o la tasa que espera obtener el inversionista.

PARÁMETROS PARA LA VALORIZACIÓN

Para el análisis del método del Valor Económico Agregado (EVA) se establecen los siguientes parámetros:

- Tasa Impositiva
- Tasa de Interés a corto plazo
- Tasa de Interés a Largo Plazo
- Tasa de Interés Libre de Riesgos
- Prima por Riesgos
- Tasas de intereses activas y pasivas a corto y largo plazo tomadas de la página WEB del Banco Central del Ecuador.

ANÁLISIS DEL EVA

Para el análisis de los indicadores que permiten determinar el valor del EVA se desarrolló la siguiente tabla de indicadores financieros en una hoja electrónica Excel, los mismos que se obtuvieron a partir de los Estados Financieros presentados

ANALISIS DE INDICADORES EVA "XYZ"

Descripcion		2005	2006	2007	2008
M	Margen de Utilidad	0,0017	0,0460	0,0309	0,0762
r	Rotación de Activos	0,7078	0,7399	0,7368	0,7386
ROI	Retorno de la Inversión	0,0012	0,0341	0,0227	0,0563
MO	Margen Operacional	0,0931	0,1594	0,2229	0,2200
a	Grado de Endeudamiento	6,7050	5,8377	5,1546	4,0494
ROE	Retorno del Patrimonio	0,0080	0,1988	0,1172	0,2279
d	Endeudamiento	0,8509	0,8287	0,8060	0,7530
i**	Tasa Max. De interes que la empresa puede pagar para no perder	0,0774	0,1423	0,2038	0,2158
ie	Costo Promedio de las Deudas	-0,1177	-0,1208	-0,1227	-0,1335
PGU	Poder Generador de Utilidades	0,1952	0,2631	0,3264	0,3493
Ti	Tasa Impositiva	25%	25%	25%	25%
Tcp	Tasa de Interes a Corto Plazo	11,07%	11,42%	13,15%	11,57%
cc	Costo de Oportunidad del Accionista	5,45%	5,34%	5,64%	5,08%
Tlp	Tasa de Interes a Largo Plazo	11,50%	11,35%	10,72%	9,24%
RCP	Rendimiento de Capital Propio	0,0080	0,1988	0,1172	0,2279
RAT	Rendimiento de Activo Total	-0,0498	-0,0119	-0,0213	0,0120
CAF	Coficiente de Apalancamiento Financiero	-0,1607	-16,7530	-5,5143	19,0559
Ci	Costo de Deuda Ponderada (por cada año)	0,0779	0,0694	0,0638	0,0545
CPPC	Costo Promedio Ponderado de Capital	0,0578	0,0523	0,0495	0,0433
EVA	Valor Economico Agregado de la Empresa	679.952,65	5.494.685,30	10.427.206,27	11.255.777,35

Tabla 5

Fuente: Banco Central del Ecuador tasas de interés

INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

- El margen de utilidad de la empresa en los últimos 4 años reporta índices crecientes que van desde el 0.17% en el 2005 al 7,62% en el 2008.

- El retorno de la inversión se incremento de 0,12% en el 2005 al 5.63% en el 2008.
- El Margen Operacional se incrementa progresivamente pasando del 9.31% en el 2005 al 22.00% en el 2008.
- El Grado de endeudamiento general se reduce de 6.71 en el 2005 al 4.05 en el 2008 pero no por una disminución de sus Pasivos Totales sino por un incremento significativo en los Activos Totales.
- El retorno del Patrimonio reporta crecimientos que van del 0,80% en el 2005 al 22,79% en el 2008.
- El poder Generador de Utilidades, uno de los indicadores claves del EVA se incrementa progresivamente cada año, pasa del 0.1952 en el 2005 al 0.3493 en el 2008, lo que indica claramente que es una empresa que está generando valores en sus operaciones generales.
- El crecimiento del PGU hace que el valor del EVA se incremente de \$ 679,952.65 en el 2005 a \$11.255.777,47 en el 2008.

VALOR DE LA EMPRESA CON EL MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO.

Para obtener el valor de la empresa utilizando método de flujo de caja descontado, es necesario previamente determinar la Tasa Mínima aceptable de Retorno (TMAR) o tasa de descuento con la cual se trae a valor presente los flujos de caja netos proyectados para los próximos cinco años, bajo este contexto se utilizaron dos variables, la tasa pasiva referencial a la fecha como una tasa básica y como tasa de riesgo la inflación proyectada para el año, estas tasas fueron tomadas de la página web del Banco Central del Ecuador.

Con los parámetros anteriormente expuestos el VAN de los flujos de caja para los periodos comprendidos entre el año 2008 y 2012 fue de \$28,388,511.31, estos flujos se descontaron con una Tasa Mínima Aceptable de Retorno del 14,95%, la misma que resulta de sumar la tasa nominal pasiva del 5.08% reportada por el BCE a octubre del 2008, con la tasa proyectada de la inflación a diciembre del 2008 que representaba un 9,87%.

Los cálculos se presentan en la siguiente tabla.

ESTADOS DE RESULTADO PROYECTADOS

"XYZ"

	2008	2009	2010	2011	2012
VENTAS NETAS	\$ 84.529.762,70	\$ 88.756.250,83	\$ 93.194.063,37	\$ 97.853.766,54	\$ 102.746.454,87
Ventas	\$ 84.529.762,70	\$ 88.756.250,83	\$ 93.194.063,37	\$ 97.853.766,54	\$ 102.746.454,87
COSTOS DE PRODUCCIÓN	\$ 51.563.155,24	\$ 54.141.313,01	\$ 56.848.378,66	\$ 59.690.797,59	\$ 62.675.337,47
Utilidad Bruta en Ventas	\$ 32.966.607,45	\$ 34.614.937,82	\$ 36.345.684,71	\$ 38.162.968,95	\$ 40.071.117,40
(-) Gastos Administrativos y de operación	\$ 14.370.059,66	\$ 15.088.562,64	\$ 15.842.990,77	\$ 16.635.140,31	\$ 17.466.897,33
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 18.596.547,79	\$ 19.526.375,18	\$ 20.502.693,94	\$ 21.527.828,64	\$ 22.604.220,07
Gastos Financieros	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02	\$ 6.762.381,02
Otros Egresos no Operativos	\$ 609.129,44	\$ 651.768,50	\$ 697.392,29	\$ 746.209,75	\$ 798.444,43
UTILIDAD CONTABLE	\$ 11.225.037,34	\$ 12.112.225,67	\$ 13.042.920,64	\$ 14.019.237,87	\$ 15.043.394,62
15% Participación Trabajadores	\$ 1.683.755,60	\$ 1.816.833,85	\$ 1.956.438,10	\$ 2.102.885,68	\$ 2.256.509,19
UTILIDAD ANTES 25% IMP. RENTA	\$ 9.541.281,74	\$ 10.295.391,82	\$ 11.086.482,54	\$ 11.916.352,19	\$ 12.786.885,43
25% Impuesto a la Renta	\$ 2.385.320,44	\$ 2.573.847,96	\$ 2.771.620,64	\$ 2.979.088,05	\$ 3.196.721,36
UTILIDAD DESPUES DEL 25% IMP. RENTA	\$ 7.155.961,31	\$ 7.721.543,87	\$ 8.314.861,91	\$ 8.937.264,14	\$ 9.590.164,07
10% Reserva Legal	\$ 715.596,13	\$ 772.154,39	\$ 831.486,19	\$ 893.726,41	\$ 959.016,41
UTILIDAD NETA	\$ 6.440.365,18	\$ 6.949.389,48	\$ 7.483.375,71	\$ 8.043.537,73	\$ 8.631.147,66
VALOR PRESENTE	\$ 6.440.365,18	\$ 6.045.575,88	\$ 5.663.430,81	\$ 5.295.661,00	\$ 4.943.478,44
VAN	\$28.388.511,31				
TMAR	14,95%				

Tabla 6

VALOR DEL ACTIVO NETO

El valor del Activo Neto consiste en encontrar el valor comercial o valor razonable de los activos totales bruto. Para algunos activos o pasivos los valores de mercado pueden estar disponibles, para otros activos y pasivos dichos valores no pueden estar disponibles. Sin embargo de acuerdo a la norma NIIF13, el objetivo de una medición del valor comercial para ambos casos es el mismo “*estimar el precio al que tendría lugar una transacción ordenada para vender el activo o transferir el pasivo entre participantes del mercado en la fecha de la medición en condiciones de mercado presente*” la estimación de los activos para la empresa fue realizada por un perito

evaluador, quien determino que el valor comercial de los activos a agosto del 2008 era de \$ 139.666.804,02

RESULTADO DE LA VALORIZACIÓN

Todas las proyecciones realizadas en el estado de Flujo son traídas a VALOR PRESENTE (VAN) por medio de VALORES CORRIENTES; es decir, teniendo en cuenta aspectos como la inflación, lo que involucra la inclusión del elemento INFLACIONARIO en el cálculo, los parámetros aplicados son:

- Tasa Nominal Pasiva del 5.08% reportada por el BCE a octubre del 2008
- Inflación proyectada a diciembre del 2008 aproximada en 9.87%
- Por lo tanto se establece un costo de Oportunidad del 14,95% que resulta de la sumatoria de la tasa Nominal Pasiva y la Inflación.
- Se aplica para los años 2005, 2006, 2007 y 2008 la fórmula de VALOR FUTURO con los datos obtenidos en el análisis del EVA
- Para los flujos proyectados, estos son traídos a Valor Presente aplicando el concepto del VAN con la TMAR señalada
- El Valor Neto del Activo es tomado de los estados financieros presentados, donde los valores de Depreciaciones, Amortizaciones y toda Provisión, ya sea de Cuentas por Cobrar o Inventarios, pesar de no ser egresos en efectivo, son tomados en cuenta como gastos, lo cual permite deducir los impuestos y luego vuelto a sumar para determinar los flujos netos de efectivo

El gráfico de la proyección de los valores de EVA y de Flujos proyectados son traídos a VALOR PRESENTE 2008 serían:

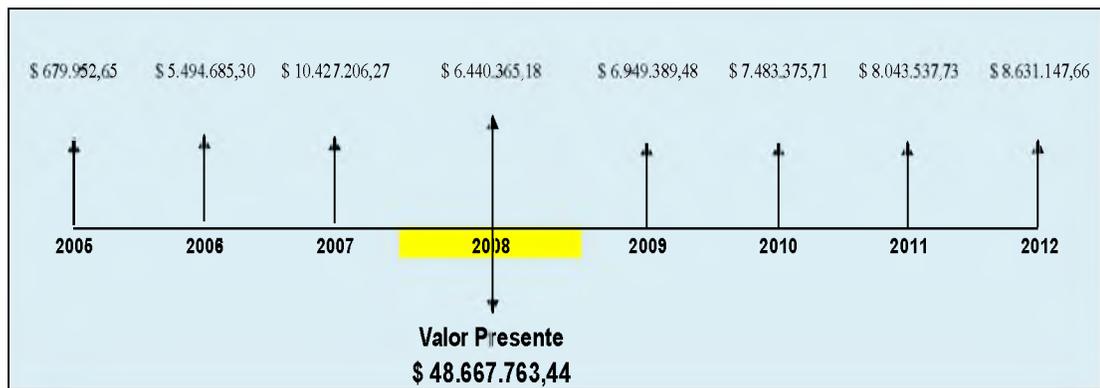


Tabla 8

Los resultados obtenidos aplicando estas tres metodologías de valoración propuestas se sintetizan en el cuadro siguiente, donde se determina que el valor de la empresa al año 2008 era de \$188,334,567,46

**ECUDOS S.A.
FLUJOS**

Tasa Nominal Pasiva BCE **5,08%**
Tasa de Inflación al 2008 **9,87%**
TMAR **14,95%**

Año	Valor EVA	Flujos de Caja Proyectados	Valor Actual
2005	\$ 679.952,65		\$ 1.032.774,72
2006	\$ 5.494.685,30		\$ 7.260.403,80
2007	\$ 10.427.206,27		\$ 11.986.073,61
2008		\$ 6.440.365,18	\$ 6.440.365,18
2009		\$ 6.949.389,48	\$ 6.045.575,88
2010		\$ 7.483.375,71	\$ 5.663.430,81
2011		\$ 8.043.537,73	\$ 5.295.661,00
2012		\$ 8.631.147,66	\$ 4.943.478,44
		Valor Presente	\$ 48.667.763,44
		Valor Neto de Activo	\$ 139.666.804,02
		Valor de la Empresa	\$ 188.334.567,46

Tabla 9

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1. Conclusiones Finales

Este trabajo se planteó con la finalidad de proporcionar una herramienta técnica a las empresas e inversionistas que pueda ser utilizado como un mecanismo con la que sea posible llevar a cabo una adecuada y razonable valoración de cualquier empresa que no cotice en la bolsa de valores

De acuerdo con estos objetivos se ha indagado sobre cada uno de los elementos que participan en la valoración así como los diferentes tipos de empresas que existen en el Ecuador, su constitución, actividad económica, sector y tamaño así como sus variables financieras, se puede concluir, que el 99% de las mismas no cotizan en la bolsa de valores, que el 52% de las son pequeñas empresas, además se determinó que aproximadamente el 26% de las legalmente constituidas se dedican a actividades de comercio, también se estableció que aproximadamente el 89% de las empresas existentes en el Ecuador son empresas familiares y que el 80% de los ingresos generados en el país se concentran en el 2% de las empresas.

El conocimiento de estas variables, a más de las macroeconómicas, sociales, políticas y financieras marcan los escenarios en que se desenvuelve la empresa, proporcionando un buen sustento analítico a los involucrados en el proceso de valoración.

Otro objetivo de este planteamiento fue la de analizar los diferentes métodos de valorar empresa, en el capítulo 3 se ha realizado un breve análisis de los diferentes métodos de valorar empresas, considerando especialmente los que se basan en el patrimonio neto y los que se basan en su rentabilidad, estudiando los métodos clásicos, los de descuento de flujo de caja y los de creación de valor.

Los métodos de valoración basados en el patrimonio, también llamados de valor patrimonial se caracterizan porque los insumos necesarios para encontrar el valor de la empresa se fundamentan en el balance general, proporcionando el valor desde una perspectiva estática sin considerar la evolución futura, el valor del dinero en el tiempo, la innovación tecnológica, la organización y otros elementos que no se consideran en

el balance general. A estos enfoques de valoración se les denomina valoración estática y se caracterizan por:

Corresponder a un enfoque fundamentalmente patrimonial

No consideran a la empresa como un sistema organizado

No considera a la empresa como un ente vivo, con una vida futura en la que se puede generar un flujo de beneficios

Se apoya en el balance general

Estos métodos son los seguidos por la escuela clásica de valoración y con estos se determina el valor obtenido a partir de la información aportada por los estados financieros. La aplicación de estos métodos conduce como manifiesta (Alonso & Villa, 2007) a una valoración fundamentada por el principio de la prudencia valorativa, generalmente son usados para calcular la cantidad que podría repartirse los accionistas o socios en el caso de liquidación de la empresa.

Igualmente se ha efectuado un análisis al otro enfoque alternativo basados en flujos de fondos, estos métodos están constituidos por criterios que tienen menos debilidades que los encontrados en los métodos tradicionales, so objetivo es medir la capacidad que tiene la empresa de generar riqueza en el futuro, son de los más usados por que están mejor fundamentados teóricamente, ya que pueden dar valores muy concretos, aunque no por ello este valor tiene que ser cierto, se caracterizan por:

Tener en cuenta la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivos a lo largo de su vida

Relegar a un segundo término la óptica patrimonial dada por su situación actual.

Son dinámicos

Considerar explícitamente la organización empresarial.

Consideran el valor del dinero en el tiempo

Se apoyan, básicamente en los estados de resultados que le permiten proyectar los flujos de fondos.

Estos métodos consisten en proyectar la situación financiera de la empresa por medio de las utilidades netas en un número de periodos previamente determinados. Se toma las proyecciones de la empresa en esos periodos y se los trae a valor presente con una tasa de descuento previamente definida.

Asimismo se efectuó sobre las diferentes formas de determinar la tasa de descuento que permiten traer a valor presente los flujos proyectos.

Finalmente se realizó un análisis sobre los métodos basados en la generación de valor, los mismos que sin la misma precisión de los métodos basados en los flujos, poseen la ventaja de una fácil comprensión, uno estos métodos es El EVA el cual es una medida de desempeño que muestra la situación económica de una empresa, es el verdadero beneficio económico luego de restar el costo de capital que fue utilizado para generarla. En síntesis, la generación de valor es un proceso administrativo que requiere conectar la fijación de objetivos con el uso de recursos, con las estrategias de desarrollo y con la medición de desempeño.

Para realizar la valoración de empresas basados en el planteamiento metodológico propuesto en este trabajo en el que resalta los tres enfoques o métodos que se escogieron como los más adecuados, que se complementan al final, los cuales conducen al valor de la empresa fueron aplicados de manera práctica en un caso.

Los resultados que se obtuvieron valorando las empresas del grupo empresarial que fueron objetos de incautaciones de parte de la AGD (caso de estudio) mediante la aplicación de la combinación de dos métodos de valoración propuestos en nuestro planteamiento metodológico más el valor razonable de los activos fueron aceptados por las partes, y sirvieron de base para la determinación futura del precio, lo que me lleva a pensar la propuesta es válida tanto para el comprador como para el vendedor ya que les permite tener un piso sobre el cual podrán realizar las negociaciones para determinar el precio.

5.2. Recomendaciones

Se recomienda ampliar la difusión y aplicación del modelo propuesto en el sector empresarial y financiero, ya que en la actualidad se cuenta con información pública disponible a través de diferentes órganos de control, lo que servirá para obtener mayores conclusiones sobre la aplicación del modelo.

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, R. S., & Villa, A. P. (2007). *Valoración de Empresas*. Madrid: Mundi-Prensa.
- Amat, O. (2003). *EVA, Valor Económico agregado*. Bogota: Norma.
- Baca, G. U. (2006). *Formulacion y Evaluacion de Proyectos Informaticos*. México: McGraw-Hill.
- Baustita, R. M. (2013). *Incertidumbre y riesgo en decisiones financieras*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Blank L. Tarquin A. (2006). *Ingeniería Económica*. México: McGraw-Hill.
- Brealey R., Myers S., Allen F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México: McGraw Hill.
- Connekor Article, F. S. (15 de 12 de 2014). *Conneko Investments*. Obtenido de <https://www.connekor.com/es/business-valuation-methods/>
- Copeland T., K. T. (2004). *Valoración Medición y Gestión del Valor*. Madrid: Deusto.
- Ekos, r. (15 de 08 de 2015). *Portal de Negocios Ecuador*. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=6259>
- Enciclopedia Financiera. (9 de Noviembre de 2014). *Enciclopedia Financiera*. Obtenido de <http://www.encyclopediainanciera.com/busqueda.htm?cx=partner-pub-7843606493565520%3A6364393466&cof=FORID%3A10&ie=ISO-8859-1&q=&sa=Buscar&siteurl=www.encyclopediainanciera.com%2F analisisfundamental%2Fvaloraciondeactivos%2Fformula-wacc.htm&ref=www.google>
- Faus, J. (1997). *Valoración de Empresas, Un enfoque pragmático*. Barcelona: Ediciones Folio S.A.

- Fernández L., F. S. (2005). *Evolución Histórica de la Funcion Financiera*. Santiago de Compostela: Universidad de SAntisgo de Compostela.
- Galindo, A. L. (2005). *Fundamentos de Valoración de Empresas*. Cadíz: Eumed.net/libros gratis.
- García, D. M. (2011). *Ingeniería Económica Practica*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Gitman, L. (2012). *Principios de Administración financiera*. México: Pearson.
- Gómez-Bezares, F. (2005). Critica sobre la actual investigacion en finanzas. *Cuaderno de Economia y Desarrollo de empresa* , 106.
- Gómez-Bezares, F. (1995). Panorama de la teoria Financiera. *Boletin de EStudios Económicos N° 156* , 441-448.
- Goodstein, L., Nolan, T., & Pfeiffer, J. (2004). *Planificación estrategica aplicada*. Bogotá: McGraw-Hill.
- Hernández R., F. C. (2010). *Metodología de la investigación*. México: McGraw Hill.
- IDE, D. d. (2014). EMPRESAS FAMILIARES Y TEIMPOS DE CRISIS. *Perspectiva* , 10-12.
- INEC. (2012). *Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CIIU REV. 4.0)*. Quito: INEC I DESDAE - ASIN.
- Jaramillo, F. (2011). *Valoración de Empresas*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Ley de Compañías. (31 de 12 de 2014). *Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros*. Recuperado el 14 de 02 de 2015, de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros: <http://www.supercias.gob.ec/portal/>
- Mascareñas, J. P.-I. (2005). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: McGRAW-HILL.
- Pacheco, J. C. (2011). *Excel Gestión Financiera*. Lima: Macro.

RAE, R. A. (2015). *Real Academia Española*. Recuperado el 14 de Febrero de 2015, de <http://www.rae.es/>

Robayo, G. (2011). La valoración de empresas una tarea importante. *Revista Emprende* , 6-7.

Sapag, N. S. (2011). *Proyectos de Inversión, Formulación y Evluación*. Santiago de Chile: Pearson.

Superintendencia de Compañías. (31 de 12 de 2014). *Superintendencia de Compañías, valores y seguros*. Recuperado el 14 de 02 de 2105, de S de C: <http://www.supercias.gob.ec/portalinformacion/portal/index.php>

Tapia, G. (2013). *Valuacion de Empresas*. México: Alfaomega.

*Valoración de Empresas*2007MadridGestión 2000.com

Van Horne, J. (2010). *Fundamentos de Administracion Financiera*. México: Prentice Hall.

Van Horne, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Prentice-Hall.

Varela, R. (2008). *Innovación Empresarial*. Bogotá: Pearson.

Zitzmann, W. R. (2009). *Valoración de Empresas con Excel simulación probabilística*. México: Alfaomega.

ANEXO

ANEXO Nro. 1: ENCUESTA DE RESPALDO AL PROYECTO

Investigación sobre el conocimiento y aplicación que se tiene sobre el Valor de la empresa y sus métodos de valoración.

Objetivos:

Conocer el grado de conocimiento y aplicación que se tiene sobre el valor de una empresa y si conoce algún método de valoración.

Este cuestionario fue dirigido a los empresarios de Guayaquil – Ecuador y forma parte de un trabajo de investigación para obtener la información necesaria para el desarrollo del presente trabajo de titulación. el cuestionario utilizado se muestra a continuación:

Instrucciones:

Sea tan amable de leer cuidadosamente las siguientes preguntas y contestarlas en el espacio dedicado para éstas.

Toda la información será considerada de carácter estrictamente confidencial. De la veracidad de los datos depende la realización de éste trabajo.

Favor enviar este cuestionario por correo electrónico a:

jorge.pesantes@cu.ucsg.edu.ec

Datos generales

Nombre de la empresa:

Dirección:

Teléfono:

Giro:

Nombre y puesto del encuestado:

Nivel Académico:

Pregunta N° 1 ¿Conoce el valor de su empresa?

Sí No

En caso afirmativo, describa brevemente como lo obtuvo.

Pregunta N° 2 ¿Conoce algún método de valoración de empresas?

Sí No

En caso afirmativo, describa brevemente el método de valoración usado.

Pregunta N° 3 ¿Uso alguna vez uno de los siguientes métodos de valoración?

METODOS CONTABLES FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS EVA

Pregunta N° 4 ¿Le gustaría conocer el valor de su empresa usando una metodología que combine el valor contable, la generación de valor para el propietario y la capacidad que tiene la empresa para generar valor en el futuro?

Sí

No

Muchas gracias por su colaboración.



Presidencia
de la República
del Ecuador



Plan Nacional
de Ciencia, Tecnología,
Innovación y Saberes



SENESCYT
Secretaría Nacional de Educación Superior,
Ciencia, Tecnología e Innovación

DECLARACIÓN Y AUTORIZACIÓN

Yo, Pesantes Méndez Jorge Salvador, con C.C: # 0904511797 autor(a) del trabajo de titulación: *Diseño metodológico de valorización de empresas que no cotizan en la bolsa de valores* previo a la obtención del grado de **MAGISTER EN FINANZAS Y ECONOMIA EMPRESARIAL** en la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil.

1.- Declaro tener pleno conocimiento de la obligación que tienen las instituciones de educación superior, de conformidad con el Artículo 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior, de entregar a la SENESCYT en formato digital una copia del referido trabajo de graduación para que sea integrado al Sistema Nacional de Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública respetando los derechos de autor.

2.- Autorizo a la SENESCYT a tener una copia del referido trabajo de graduación, con el propósito de generar un repositorio que democratice la información, respetando las políticas de propiedad intelectual vigentes.

Guayaquil, 23 de enero de 2017

f.

Jorge Salvador Pesantes Méndez
C.C: 0904511797



**Presidencia
de la República
del Ecuador**



**Plan Nacional
de Ciencia, Tecnología,
Innovación y Saberes**



SENESCYT
Secretaría Nacional de Educación Superior,
Ciencia, Tecnología e Innovación

REPOSITORIO NACIONAL EN CIENCIA Y TECNOLOGÍA

FICHA DE REGISTRO DE TESIS/TRABAJO DE GRADUACIÓN

TÍTULO Y SUBTÍTULO:	Diseño Metodológico de valorización de empresas que no cotizan en la Bolsa de valores		
AUTOR(ES) (apellidos/nombres):	Pesantes Méndez Jorge Salvador		
REVISOR(ES)/TUTOR(ES) (apellidos/nombres):	Mgs. Alcivar Avilés, María Josefina; Ph.D. Castillo Nazareno, Uriel		
INSTITUCIÓN:	Universidad Católica de Santiago de Guayaquil		
UNIDAD/FACULTAD:	Sistema de Posgrado		
MAESTRÍA/ESPECIALIDAD:	Maestría en Finanzas y Economía Empresarial		
GRADO OBTENIDO:	Magister en Finanzas y Economía Empresarial		
FECHA DE PUBLICACIÓN:	23 de enero de 2017	No. DE PÁGINAS:	83
ÁREAS TEMÁTICAS:	Administración y Finanzas		
PALABRAS CLAVES/ KEYWORDS:	VALORACION, EVA, VALOR RAZONABLE, FLUJO DE CAJA DESCONTADO,		
RESUMEN/ABSTRACT (150-250 palabras):			
<p>El presente trabajo de titulación, da respuesta al problema que afrontan muchas empresas ecuatorianas al momento de determinar el valor de una empresa, ante la poca información que proporciona el mercado de valores debido a su poco desarrollo, ante esta disyuntiva, se propone aplicar una metodología estandarizada que permitan determinar de manera teórica y práctica el valor de empresas que no cotiza en el mercado de capitales, proporcionando de esta manera una herramienta técnica a las empresas e inversionistas con la que sea posible llevar a cabo una adecuada valoración. La metodología aplicada para la valorización de estas empresas se la realiza bajo el análisis de tres enfoques que se complementan en el resultado final: El primero enfoque es el análisis EVA (Valor Económico Agregado) que se basa en el valor patrimonial de los resultados de los Estados Financieros de los cinco últimos años proyectado a valor futuro. El segundo enfoque aplicado en esta metodología es el Descuento de flujos de fondos (Cash Flows), el mismo que corresponden a la suma de los beneficios futuros traídos a valor actual. La sumatoria de estos dos flujos traídos al presente mas el tercer enfoque que corresponde al valor contable ajustado de los Activos Netos o Valor Razonable como es denominado ahora de acuerdo a las NIIF, proporcionará el valor de la empresa analizada. El diseño teórico utilizado, se apoya en los conceptos, postulados, principios y fórmulas que han utilizados diferentes autores concerniente a la valoración de empresas.</p>			
ADJUNTO PDF:	<input checked="" type="checkbox"/> SI	<input type="checkbox"/> NO	
CONTACTO CON AUTOR/ES:	Teléfono: +593-4-2581872 / 0968415794	E-mail: jorge.pesantes@cu.ucsg.edu.ec	
CONTACTO CON LA INSTITUCIÓN:	Nombre: Alcívar Avilés, María Teresa		
	Teléfono: +593-4-2206950 ext, 5068		
	E-mail: maria.alcivar10@cu.ucsg.edu.ec		

SECCIÓN PARA USO DE BIBLIOTECA	
Nº. DE REGISTRO (en base a datos):	
Nº. DE CLASIFICACIÓN:	
DIRECCIÓN URL (tesis en la web):	