

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**“VALORACIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS
COMERCIALES EN EL ECUADOR”**

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previa a la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

MARÍA LUCRECIA SALAZAR RAMOS

GLADYS VICTORIA REDROBÁN ANDRADE

Guayaquil – Ecuador

2016

AGRADECIMIENTO

Agradecemos a Dios infinitamente por su fidelidad ya que a lo largo de nuestra vida profesional y personal ha estado presente en cada momento dándonos la sabiduría, fortaleza y bendiciones para poder enfrentar cada reto.

A nuestras madres por ser el pilar principal de nuestras vidas ya que gracias a su apoyo incondicional hemos podido culminar esta etapa de nuestra vida; a nuestros padres que desde el cielo han sido nuestra guía y fuerza para seguir adelante.

Finalmente a nuestros hermanos y amigos por sus consejos, ayuda, ánimos y apoyo en cada momento.

DEDICATORIA

Este trabajo está dedicado a las personas que siempre estuvieron apoyándome.

Con mucho cariño a mi mamá, por su constante y abnegado apoyo ya que siempre ha depositado su entera confianza en cada reto que se me presentaba sin dudar ni un solo momento en mi inteligencia y capacidad, a mis hermanas gracias por estar conmigo siempre.

María Salazar

Dedico esta tesis a mi madre, a mi padre y hermanos por ser parte fundamental en mi vida, por sus palabras, compañía y confianza, acciones que han contribuido para el logro de mis metas.

Gladys Redrobán

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

Ph.D Katia Rodríguez Morales

PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

M.Sc. Álvaro Moreno

DIRECTOR DE TESIS

M.Sc. Pedro Gando

REVISOR 1

Dr. José de la Gasca

REVISOR 2

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, me corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR

POLITÉCNICA DEL LITORAL

María Lucrecia Salazar Ramos

Gladys Victoria Redrobán Andrade

INDICE GENERAL

| | |
|--|-----|
| AGRADECIMIENTO | ii |
| DEDICATORIA..... | iii |
| TRIBUNAL DE TITULACIÓN | iv |
| DECLARACIÓN EXPRESA..... | v |
| INDICE GENERAL | vi |
| RESUMEN..... | ix |
| INDICE DE GRÁFICOS | x |
| INDICE DE CUADROS..... | xii |
| 1. INTRODUCCION..... | 1 |
| 1.1. ANTECEDENTES | 1 |
| 1.2. DEFINICIÓN DE PROBLEMAS..... | 2 |
| 1.3. OBJETIVOS | 3 |
| 1.3.1. Objetivo General..... | 3 |
| 1.3.2. Objetivo Especifico | 3 |
| 1.4. JUSTIFICACIÓN | 3 |
| 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA | 4 |
| 2.1. DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BASICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS..... | 4 |
| 2.2. OBJETIVOS Y PROPÓSITOS DE LA VALORACIÓN | 6 |
| 2.2.1. Objetivos de la Valoración | 6 |
| 2.2.2. Propósito de la Valoración | 7 |

| | | |
|---------------|---|-----------|
| 2.3. | ETAPAS DE LA VALORACIÓN | 8 |
| 2.4. | MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS..... | 9 |
| 2.4.1. | Métodos basados en el balance | 10 |
| 2.4.2. | Métodos de múltiplos o comparables | 12 |
| 2.4.3. | Métodos de flujo de caja descontados | 14 |
| 2.4.4. | Métodos de opciones reales | 16 |
| 2.5. | VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS | 17 |
| 2.6. | VALORACIÓN EN MERCADOS EMERGENTES..... | 19 |
| 2.6.1. | Riesgos en mercados emergentes..... | 20 |
| 2.6.2. | Temas Relevantes en la valoración de empresas..... | 21 |
| 2.6.3. | Teorías para la valoración en mercados emergentes..... | 22 |
| 3. | METODOLOGÍA..... | 24 |
| 3.1. | JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO .. | 24 |
| 3.2. | DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO..... | 26 |
| 3.2.1. | Flujos de caja esperados..... | 26 |
| 3.2.2. | Tasa de descuento | 27 |
| 3.2.3. | Valor Terminal..... | 28 |
| 3.3 | FUENTES DE INFORMACIÓN..... | 29 |
| 4. | ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA S.A..... | 29 |
| 4.1. | ANÁLISIS EXTERNO | 29 |
| 4.1.1. | Contexto Macroeconómico..... | 29 |

| | | |
|--------|---|-----------|
| 4.1.2. | Industria de Bienes de Consumo Masivo en el ámbito Internacional..... | 37 |
| 4.1.3. | Sector Comercio | 39 |
| 4.1.4. | Industria de Bienes de Consumo Masivo en el ámbito local..... | 42 |
| 4.2. | ANÁLISIS INTERNO | 48 |
| 4.2.1. | Actividad y productos..... | 48 |
| 4.2.2. | Líneas de Negocio y Productos | 49 |
| 4.2.3. | Análisis FODA y Riesgos asumidos por la compañía..... | 51 |
| 4.2.4. | Análisis de Evolución de las Cifras Financiera y Principales Indicadores. | 53 |
| 5. | ESTIMACIÓN DEL VALOR MEDIANTE EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA | 64 |
| 5.1. | PROYECCIONES FINANCIERAS..... | 64 |
| 5.1.1. | Estado de Resultados | 64 |
| 5.1.2. | Flujo de Caja | 66 |
| 5.2. | ESTIMACIÓN DE LAS TASAS DE DESCUENTO..... | 67 |
| 5.3. | ESTIMACIÓN VALOR TERMINAL | 69 |
| 5.4. | ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD..... | 70 |
| 5.5. | VALOR DE LA EMPRESA..... | 71 |
| 5.6. | PONDERACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA | 74 |
| 6. | CONCLUSIONES | 74 |
| | REFERENCIAS..... | 77 |

RESUMEN

Dentro de las finanzas corporativas existe una herramienta importante como lo es la valoración de empresas que permite a los accionistas y directivos empresariales tomar las decisiones correctas que en un futuro permitirán generar valor a la compañía, a partir de esta afirmación nació la idea de elaborar este trabajo. Es así, que esta tesis tiene como objetivo principal determinar el valor financiero aplicando el método adecuado para el caso de La Compañía S.A., empresa con fuerte presencia en el mercado internacional. Este trabajo se ha dividido en cinco capítulos. En el capítulo uno observaremos la historia de la Compañía S.A. y su necesidad de incluir la valoración de empresas como una herramienta primordial para la correcta toma de decisiones. En el capítulo dos tenemos los conceptos de la valoración de empresas y sus métodos existentes indicando ventajas y desventajas en su aplicación para lograr un mayor entendimiento del tema. En el capítulo tres procedemos a justificar el método de valoración seleccionado, siendo éste el de flujos de caja esperados descontados a la tasa exigida por el accionista, por considerarlo el más apropiado para nuestro caso. En el capítulo cuatro encontraremos una revisión del entorno macroeconómico, sectorial e interno de la Compañía S.A., dentro del análisis interno se revisará: actividad, líneas de negocio, productos, mercados, riesgos, estrategias y evolución de sus cifras financieras en los últimos cuatro años. En el capítulo cinco se observaran las proyecciones, tasas de descuento, análisis de escenarios, aplicación del método seleccionado a la situación de La Compañía S.A., determinando que su valor financiero oscila entre los 10,9 y 44,9 millones de dólares, obteniendo un promedio ponderado de 25,2 millones de dólares.

INDICE DE GRÁFICOS

| | |
|---|-----------|
| Gráfico 2.1 Valor, precio y excedente | 5 |
| Gráfico 2.2 Proceso de Valoración | 9 |
| Gráfico 2.3 Riesgos que enfrenta el inversor en Mercados Emergentes..... | 20 |
| Gráfico 4.1 Crecimiento del Producto Interno..... | 31 |
| Gráfico 4.2 Exportaciones Ecuador (Millones US\$ FOB)..... | 33 |
| Gráfico 4.3 Importaciones Ecuador (Millones US\$ FOB) | 34 |
| Gráfico 4.4 Variación PIB Total vs PIB Comercio..... | 40 |
| Gráfico 4.5 Importaciones y Variación de Bienes de consumo..... | 41 |
| Gráfico 4.6 Canales de Distribución de productos cosméticos | 43 |
| Gráfico 4.7 Exportaciones de Principales Productos cosméticos y de cuidado personal (Miles US\$-FOB) | 45 |
| Gráfico 4.8 Participación de las Exportaciones de Cosméticos por tipo de Producto en el 2014..... | 46 |
| Gráfico 4.9 Importaciones de Principales Productos Cosméticos y de Cuidado Personal 2014 (Miles US\$- FOB) | 47 |
| Gráfico 4.10 Participación de las Importaciones de Cosméticos por Tipo de Producto en el 2014..... | 47 |
| Gráfico 4.11 Evolución de los activos (Miles US\$)..... | 54 |
| Gráfico 4.12 Composición de los activos (Miles US\$)..... | 54 |
| Gráfico 4.13 Evolución y Composición de los activos corrientes (Miles US\$) | 55 |
| Gráfico 4.14 Evolución de los Pasivos (Miles US\$)..... | 56 |
| Gráfico 4.15 Evolución y Composición de los pasivos corrientes (Miles US\$)..... | 57 |
| Gráfico 4.16 Evolución del Patrimonio (Miles US\$)..... | 58 |

| | |
|---|-----------|
| Gráfico 4.17 Composición del Patrimonio (Miles US\$) | 58 |
| Gráfico 4.18 Evolución de los Índices de Liquidez | 59 |
| Gráfico 4.19 Evolución estructura de capital (Miles de US\$) | 60 |
| Gráfico 4.20 Evolución de las Ventas (Miles US\$) | 61 |
| Gráfico 4.21 Evolución de Costos y Gastos (Miles US\$) | 62 |
| Gráfico 4.22 Evolución del Ebitda (Miles US\$) | 62 |
| Gráfico 4.23 Evolución de Rentabilidad | 63 |

INDICE DE CUADROS

| | |
|---|-----------|
| Cuadro 2.1 Propósito de la Valoración de Empresas | 8 |
| Cuadro 2.2 Métodos de Valoración de Empresas | 10 |
| Cuadro 4.1 Índices de Rentabilidad principales empresas competidoras | 63 |
| Cuadro 5.1 Estado de Resultado Proforma (Miles US\$)..... | 65 |
| Cuadro 5.2 Supuestos para la proyección de flujos de caja..... | 66 |
| Cuadro 5.3 Flujos de caja proyectados a 5 años (Miles US\$)..... | 67 |
| Cuadro 5.4 Supuestos escenario optimista | 70 |
| Cuadro 5.5 Supuestos escenario pesimista | 71 |
| Cuadro 5.6 Cálculo costo patrimonial | 72 |
| Cuadro 5.7 Cálculo valor terminal flujos (Miles US\$)..... | 72 |
| Cuadro 5.8 Calculo del valor de la empresa..... | 72 |
| Cuadro 5.9 Cálculo valor terminal flujos escenario optimista (Miles US\$)..... | 73 |
| Cuadro 5. 10 Cálculo del Valor de la empresa Escenario Optimista (Miles US\$)..... | 73 |
| Cuadro 5.11 Cálculo valor terminal escenario pesimista (Miles US\$)..... | 73 |
| Cuadro 5.12 Cálculo del valor de la empresa escenario Pesimista (Miles US\$) | 73 |
| Cuadro 5.13 Valor de la empresa esperado de La Compañía S.A. (Miles US\$) | 74 |

1. INTRODUCCION

1.1. ANTECEDENTES

El Grupo al cual la compañía pertenece ha desarrollado sus actividades desde hace más de 175 años, con una fuerte presencia en el mercado a nivel internacional. La Compañía fue fundada en 1837 por dos inmigrantes visionarios que supieron hacer de una pequeña industria de velas y jabones un próspero negocio que en la actualidad es un líder reconocido en el desarrollo, distribución y comercialización de productos de consumo en los siguientes segmentos: belleza, cuidado personal, cuidado del hogar y de la ropa, salud y bienestar, bebé y familia, nutrición y cuidado de mascotas; dentro de las líneas mencionadas, los principales productos incluyen: desodorantes, cremas, pilas, baterías, colonias, cosméticos, productos de limpieza para pisos y vajillas, productos para el cuidado del cabello, detergentes, productos de cuidado bucal, comida para mascotas, cremas de afeitar, entre otros. Como se puede apreciar esta compañía abarca una importante gama de productos con marcas reconocidas por el consumidor hace varios años.

Está conformada por aproximadamente 118.000 empleados trabajando en más de 70 países en el mundo comprometidos con sus valores que a través de los años han permitido superar las exigencias del mercado actual. Sus productos son vendidos en más de 180 países.

Adicionalmente, a todo el esfuerzo que se realiza por publicidad y ventas, existe una preocupación importante en investigación y desarrollo para mejorar las características de los productos que vende la Compañía y así superar las expectativas del cliente.

En el Ecuador La Compañía S.A. fue constituida el 22 de julio de 1993, domiciliada en Quito, cuya actividad principal es la de Distribuidor de Riesgo Limitado (LRD), por el cual es responsable de las ventas locales y distribución de productos importados, y la implementación de planes de mercadeo para estos productos. Teniendo en cuenta el papel y las funciones

desempeñadas, La Compañía está organizada como un distribuidor de riesgo limitado para el negocio de la importación. Con base en su contrato de distribuidor de riesgo limitado con Casa Matriz, La Compañía compra y luego distribuye en Ecuador los productos suministrados por la Casa Matriz. En función a la estructura del negocio no cuenta con empleados en relación de dependencia en Ecuador.

Su estructura societaria se compone de una compañía Suiza “International Operations S.A.” cuya participación es del 99.9997% y la compañía “Universal Holding B.V.” con el 0.0003%

Las principales líneas de negocio y productos comercializados son similares a las que lleva el Grupo a nivel mundial.

1.2. DEFINICIÓN DE PROBLEMAS

Dada la situación actual del País los administradores ven la necesidad de conocer el valor financiero de la empresa, como lo indican López Lubian & De Luna (2001) en el mundo de las finanzas corporativas; analizar el valor de la empresa se ha convertido en un referente principal, dado que con este análisis se toman las principales decisiones financieras de inversión, financiación y retribución de dividendos a los accionistas.

Con lo expuesto anteriormente existe la necesidad de valorar a la empresa con lo que los accionistas podrán tomar decisiones que aumenten el valor de la empresa y rechacen aquellas que den pérdida de valor. De acuerdo con (López Lubian & De Luna, 2001) “Una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables, teniendo en cuenta de perspectiva subjetiva en la que se lleva a cabo la valoración de empresas” los autores también plantean que “el componente subjetivo de cualquier valoración económica se articula a través de la respuesta adecuada a las siguientes preguntas: valorar para qué, valorar para quién y valorar en qué circunstancias”

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. Objetivo General

Determinar el valor financiero de la Empresa Comercial “LA COMPAÑÍA S.A.”

1.3.2. Objetivo Especifico

Estudiar sobre la valoración de empresas.- definición, objetivo, métodos.

Determinar el método de valoración apropiado, detallando su proceso y factores que en él intervienen.

Analizar los principales aspectos macroeconómicos, sectorial e interna de la empresa “Compañía S.A”.

Analizar la situación y aplicar el modelo de valoración escogido a la situación de La Compañía S.A. para determinar su valor.

1.4. JUSTIFICACIÓN

La valoración se utiliza para anticipar amenazas y oportunidades evaluando puntos fuertes como débiles, así como, para distinguir los activos necesarios para la explotación; conocer cuáles son las variables claves para la empresa y cuánto pueden desviarse de lo esperado (Viñolas & Adserá, 1997), por lo tanto al llevar a cabo una valoración se debe tomar en cuenta analizar el entorno macroeconómico, sector al que pertenece la empresa, así como también evaluar los diversos riesgos que se identifiquen como por ejemplo el legal y financiero. Para (Fernández , P, 2008) la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejoras con la experiencia. En resumen, según (Moyer & otros, 2004), la valoración se centra básicamente en el objetivo financiero principal: “maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, la cual está representada por el precio de las acciones en el mercado”

Basándonos en lo citado anteriormente se observa lo fundamental que es conocer el valor de una empresa por lo que aplicaremos el modelo de valoración a una compañía ecuatoriana perteneciente al sector comercial que cuenta con 22 años en el mercado, siendo su actividad principal la compra y venta de productos importados de consumo masivo en las siguientes líneas: belleza, cuidado personal, del hogar, siendo su mercado monopsonio con un único cliente, por lo cual es necesario evaluar su entorno macroeconómico y los efectos de las medidas adoptadas por el Gobierno en una Compañía Comercial.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1. DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BASICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Para entender la valoración de empresas es importante conocer su definición, objetivos, propósitos y problemas a los que se enfrenta el analista financiero en la práctica profesional al intentar determinar el valor de en una empresa, a continuación resumimos los principales conceptos y definiciones al respecto.

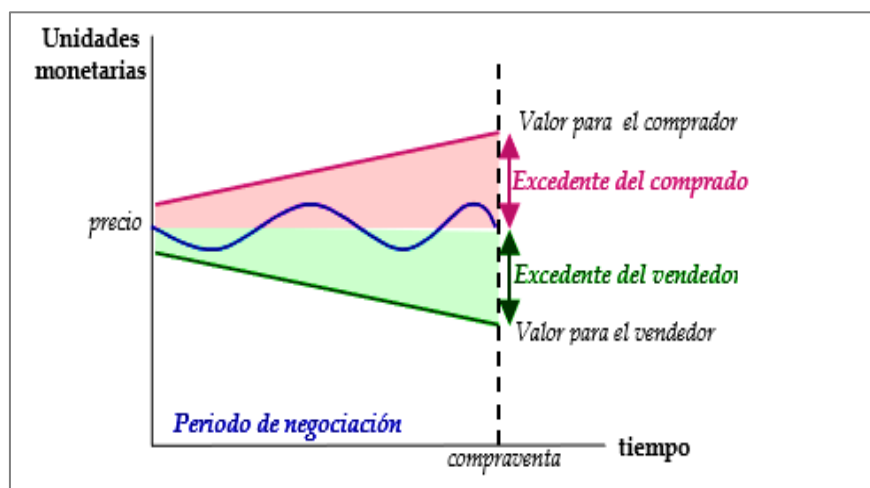
La necesidad de valorar a una empresa en la actualidad se ha vuelto primordial por lo cual la valoración se orienta básicamente hacia la distinción entre valor y precio, se debe tener toda la claridad de estos dos conceptos al enfrentarse a una negociación o decisión estratégica al respecto indicó (Fernández , P, 2008) una empresa tiene distinto valor tanto como para el comprador como para el vendedor.

Fernández (2008) detalla el siguiente ejemplo: Una empresa extranjera muy avanzada en lo que respecta a tecnología desea adquirir otra empresa nacional, conocida en el mercado, para de esta manera entrar en el mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan sólo valorará la marca pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el

vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales ya que están en situación de continuar produciendo. Desde el punto de vista del comprador, se debe determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar; mientras que para el vendedor será el valor mínimo al que debería aceptar la transacción. Estos valores son las que se comparan en una negociación donde finalmente se pacta un precio que está generalmente en algún punto intermedio entre ambas partes.

El autor (Galindo, 2005), utiliza la gráfica que se indica a continuación, para explicar la diferencia entre valor y precio, con respecto al tiempo de negociación, suponiendo que, en algún momento, se llega a un acuerdo.

Gráfico 2.1 Valor, precio y excedente



Fuente: Galindo (2005)

La escasez de información es la principal causa de imperfección en los mercados, estas dificultades se traducen en un coste tanto para la compra como para la venta, ya que al comprador le supone un menor valor y al vendedor una mayor inversión y reduce el excedente de ambos. En general el valor representa los beneficios económicos derivados de la propiedad de un activo en su aplicación a la inversión, llevado a un importe monetario actual. Por su

parte, el precio se refiere usualmente al precio de venta materializado en un intercambio, es decir, el precio se refiere a una transacción consumada.

Se entiende por valor de empresas según la definición de Caballer (1998) “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico”.

Para López Lubian & De Luna (2001), valorar una realidad económica no es tarea exclusivamente técnica: valorar es emitir una opinión, un juicio de valor, que siempre es subjetivo. Y que, como toda opinión, puede o no estar suficientemente fundamentada. En consecuencia, no existe un valor absoluto y único para una realidad económica. Los autores también indican que “una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración de empresas”.

Es importante para los administradores saber desde el punto de vista financiero cuánto vale una empresa para la toma de decisiones sean estas financieras, económicas, mercado, estratégicas, jurídicas, laborales, para obtener los resultados esperados o superiores, al respecto Viñola & Adséra (1997) indican que la valoración se utiliza para anticipar amenazas y oportunidades evaluando puntos fuertes como débiles, así como, para distinguir los activos necesarios para la explotación; como cuáles son las variables claves para la empresa y cuanto pueden desviarse de lo esperado.

2.2. OBJETIVOS Y PROPÓSITOS DE LA VALORACIÓN

2.2.1. Objetivos de la Valoración

Un aspecto fundamental que se debe tomar en cuenta son los objetivos que se persiguen en el proceso de valoración de empresas, ya que en estos se fijan las condiciones para negociar

las alternativas estratégicas del negocio, además los objetivos de la valoración de empresas no sólo se enfoca en la maximización de utilidades ya que esta se considera del corto plazo, sino también en la permanencia en el largo plazo que la empresa debe lograr para su continuidad en el mercado y generar valor a los accionistas. Para la administración financiera es importante la toma de decisiones de inversión y financiación. Las dos decisiones y la generación de utilidades se enmarcan en el proceso de generación de flujos, por lo tanto de valor, su finalidad principal es contribuir a incrementar el valor de la empresa a través de las buenas decisiones empresariales.

En consecuencia, maximizar la utilidad de la empresa no siempre significa un óptimo retorno hacia los accionistas, por lo que las utilidades deben permanecer a lo largo del tiempo. Las circunstancias u objetivos de la valoración determinan el marco de referencia dentro del cual el comprador y vendedor deben actuar y establecer claramente sus posiciones dentro del proceso de negociación, sin embargo los objetivos administrativos no son fáciles de delinear y definir, ya que la valoración de la empresa va más allá del resultado de un indicador y considera lo que la empresa vale en su nivel intrínseco.

2.2.2. Propósito de la Valoración

Los motivos por los cuales se emprende un proceso de valoración de empresas pueden ser múltiples al respecto Fernández (2008) menciona los diversos propósitos para valorar una empresa.

Cuadro 2.1 Propósito de la Valoración de Empresas

| |
|---|
| <p>1. Operaciones de compra-venta:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar. - Para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores |
| <p>2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado - Para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquéllos que le parecen más infravalorados por el mercado. - La valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias. |
| <p>3. Salidas a bolsa:</p> <p>La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.</p> |
| <p>4. Herencias y testamentos:</p> <p>La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.</p> |
| <p>5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor:</p> <p>La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.</p> |
| <p>6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers):</p> <p>Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor</p> |
| <p>7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:</p> <p>La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.</p> |
| <p>8. Planificación estratégica:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes... mantener, potenciar o abandonar. - Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor |
| <p>9. Procesos de arbitraje y pleitos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios - La valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre) |

Fuente: Fernández, P

Una vez identificado los propósitos y planeado claramente los objetivos de la valoración de empresas, podemos definir que la valoración se centra en la necesidad de tomar una determinada decisión.

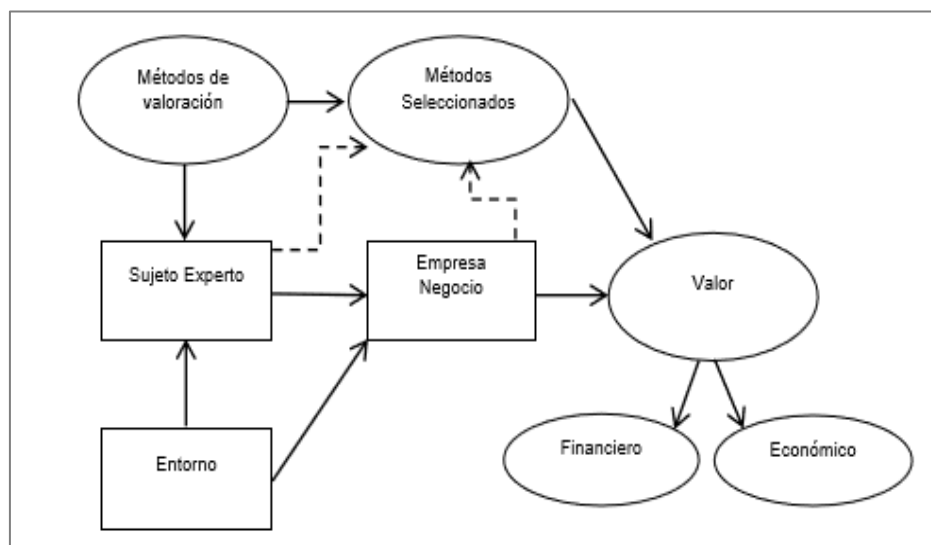
2.3. ETAPAS DE LA VALORACIÓN

El proceso de valuación de una empresa implica el recorrido de una serie de etapas que culminan con la conclusión de valor de la empresa.

Cuando valoramos a una empresa se genera todo un proceso en la que se considera aspectos técnicos y del negocio. En cuanto a los aspectos técnicos el analista debe elegir un

método de valoración adecuado que se ajuste al tipo de empresa. También es pertinente realizar el análisis del sector al que pertenece, así como también un análisis del entorno nacional e internacional, complementado con el análisis de diversos riesgos sean estos cualitativos y cuantitativos. Este proceso de valoración, (Rojo, 2007) lo resume en el siguiente diagrama.

Gráfico 2.2 Proceso de Valoración



Fuente: Rojo, 2007

2.4. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Debido a la importancia de la valoración de empresas existen diferentes métodos para la valoración los cuales buscan satisfacer un determinado propósito. Los métodos para valorar empresas se pueden clasificar de diferentes maneras se toma como referencia Fernández (2008), Titman (2007), Jaramillo (2010).

Cuadro 2.2 Métodos de Valoración de Empresas

| | |
|-----------------------------|-------------------------|
| BALANCE | Valor contable |
| | Valor contable ajustado |
| | Valor de liquidación |
| | Valor sustancial |
| CUENTA DE RESULTADOS | Múltiplos de: |
| | PER |
| | Ventas |
| | EBITDA |
| DESCUENTOS DE FLUJOS | Flujo para la deuda |
| | Flujo para acciones |
| | Dividendos |
| | APV |
| | Free cash flow |
| OPCIONES | Black y Scholes |
| | Opción de invertir |

Fuente: Fernández (2008), Titman (2007), Jaramillo (2010)

2.4.1. Métodos basados en el balance

Tradicionalmente los analistas e inversionistas han utilizado métodos de valoración que provienen del área financiera, siendo el Balance General de la empresa el punto de partida, en donde se estimara el valor de mercado de sus activos y pasivos para determinar por diferencia el valor del patrimonio de la empresa.

Estos métodos son utilizados en el mercado por su fácil entendimiento, sin embargo su procedimiento y resultados tienen un alto grado de subjetividad al momento de elegir las cuentas del balance en la valoración, esto tiene incidencia en la variación del valor justo de la empresa.

Entre los métodos tenemos: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

2.4.1.1 Valor contable

Este método también es conocido como valor en libros o valor patrimonial neto de la empresa, es decir, la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible con lo cual se obtiene el valor de los recursos propios que conforman el balance (Fernández , P, 2008), el uso de este método según Serrano (1980) “constituye un método bastante impreciso y cuyo resultado puede distar apreciablemente del valor real de la empresa”.

2.4.1.2 Valor contable ajustado

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, pero sólo lo consigue parcialmente. Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado. (Fernández , P, 2008)

2.4.1.3 Valor de liquidación

Jaramillo (2010) indicó que el valor de liquidación tiene su validez cuando se ha determinado que el negocio termina sus actividades, esto es, su actividad ha finalizado o está próximo su fin. La finalización de la actividad tiene su origen por diversas causas:

- Por razones de baja rentabilidad.
- Por apreciaciones subjetivas de los propietarios o de la dirección.
- Por finalización de una concesión administrativa o por el agotamiento de un recurso natural objeto de la explotación.

Para el profesor Fernández es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

2.4.1.4 Valor sustancial

El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente se excluyen del valor sustancial los bienes que no sirven a la explotación (Fernández , P, 2008).

Los métodos de balance son necesarios cuando por circunstancias especiales (por agilidad, por prontitud, por simpleza, entre otros) se quiere determinar el valor de la empresa. Sin embargo la justificación técnica no es muy válida puesto que se rodean de un alto grado de subjetividad e inciden en la determinación de un valor por debajo o por encima del posible valor “justo”, otro hecho relevante es que los hechos ya son el pasado por lo tanto el inversionista se ve en la obligación de tomar una decisión sobre lo ya ocurrido, cuando lo que le interesa es el futuro.

2.4.2. Métodos de múltiples o comparables

A diferencia del método anterior estos métodos se basan en la cuenta de resultados, obteniendo el valor a través de las utilidades, de las ventas o de otro indicador, este tipo de valoración ha venido tomando mucha importancia en los últimos años. De hecho, autores como Damodaran y Fernández coinciden mencionado las principales ventajas de este método:

Tiene menos suposiciones y son de fácil aplicación.

Es muy sencillo de entender y explicar a los negociantes que intervienen en la valoración.

En este método se utiliza múltiples también llamados índices bursátiles, estos proporcionan el fundamento para la aplicación del método.

Los múltiplos comparativos mayormente usados son el múltiplo de beneficios PER ¹, el múltiplo de EBITDA ² y el múltiplo de Ventas.

2.4.2.1 Múltiplo PER

Según este método el precio de la acción es un múltiplo del beneficio. La relación precio-utilidad (PER) es una de las magnitudes más utilizadas en bolsa. Consiste en dividir el precio de cada acción con la utilidad por acción de la empresa. Las variaciones que se presentan, según estudios, obedecen fundamentalmente a cambios en las tasas de interés. Con tasas de interés a la baja, el PER asciende y con tipos de interés al alza, el PER desciende. Esto permite concluir que los factores que afectan el PER son:

La rentabilidad del patrimonio, el crecimiento esperado de la empresa (g), la proporción de utilidades que se distribuyen y la rentabilidad exigida por los accionistas. (Jaramillo, 2010).

El Per se puede interpretar como una medida de la calidad y el interés que los inversores tienen por la utilidad de la empresa. Este aprecio depende fundamentalmente de las expectativas que el mercado tiene de la empresa: crecimiento, rentabilidad y riesgo.

2.4.2.2 Múltiplo de EBITDA

Este método consiste en determinar la utilidad operacional antes o después de impuestos y ajustarla con los costos y gastos que no implican salida de efectivo. Es decir, es un equivalente aproximado a efectivo que produce la compañía a través de su estado de resultados desde el punto de vista sólo operacional. (Jaramillo, 2010).

¹ Price/Earnings Ratio: Relación Precio/Beneficios

² Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization: beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

2.4.2.3 *Múltiplo de Ventas*

Este método de valoración es empleado con cierta frecuencia en varios sectores, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número este tiene que ser acorde a la industria, este múltiplo es obtenido a través de datos históricos ya sea de empresas de la industria o de la información histórica de la empresa. El ratio de múltiplo de ventas se puede descomponer en otros dos: $\text{Precio de venta} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$ siendo el primero múltiplo el ratio PER y el segundo múltiplo se lo conoce como rentabilidad sobre ventas. (Fernández , P, 2008).

Los problemas en la utilización de estos métodos es encontrar empresas que sean comparables para extraer múltiplos que servirán para la valoración de la empresa, en nuestro medio resulta difícil ya que la información no es pública.

2.4.3. Métodos de flujo de caja descontados

Los métodos basados en descuento de flujos están constituidos por criterios que tienen menos debilidades que los mencionados anteriormente. Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de caja que generará en el futuro, descontados una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

El enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería, se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de caja. Una característica de este método es que combina información financiera con información del mercado de capitales.

Existen dos métodos para valorar empresas a través de descuentos de flujos: el de Flujo de caja libre (FCF) y del Valor Actual ajustado (APV)

2.4.3.1 Flujo de caja libre (FCF free cash flow)

Es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización) de los free cash flows utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recurso Wacc.

El Wacc se calcula ponderando el coste de la deuda (K_d) y el coste de las acciones (K_e), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian a la empresa.

Los analistas utilizan una única tasa de descuento (WACC de la inversión) para descontar tanto los flujos de caja del periodo de planificación como el valor terminal. Este enfoque tiene sentido si la estructura financiera y el riesgo de la inversión son relativamente estables en el tiempo. Sin embargo, los analistas suelen tener que estimar el valor de una empresa que está pasando por algún tipo de transición, en estos caso se espera que la estructura cambie. En efecto, a menudo se compran empresas empleando una elevada proporción de deuda, que se va devolviendo con el tiempo hasta que la empresa alcance su estructura de capital apropiada. En estos casos la aplicación de WACC fijo es inapropiada, y se recomienda el uso del método de valor actual ajustado (APV). (Fernandez 2008, Titman 2008)

2.4.3.2 Valor actual ajustado (APV adjusted present value)

El método del valor presente ajustado APV es una alternativa de costo promedio ponderado del capital WACC. APV se maneja con el flujo de efectivos en dos componentes; el primero son los flujos de efectivos de operación sin apalancamiento y el segundo es el valor del financiamiento de la empresa.

El primer componente es el valor de los flujos de caja operativos de la empresa. Dado que los flujos de caja operativos no se ven afectados por cómo se financia la empresa, nos referimos a ello como los EFCF desapalancados representa el valor de los flujos de caja de la empresa bajo la asunción de que se financia 100% con recursos propios. El segundo componente es el valor actual de los ahorros fiscales de intereses asociados con el uso de financiación externa de la deuda por parte de la empresa. La premisa básica del enfoque APV es que financiar la deuda proporciona un beneficio fiscal a causa de la desgravación de los intereses.

La ventaja del APV frente a los demás métodos, es que permite separar el valor creado por las decisiones de financiamiento del valor creado por la operación de la firma, es decir, el valor creado por sus activos. (Titman 2008 y Fernández, 2008).

2.4.4. Métodos de opciones reales

En los últimos años estos modelos de opciones han cobrado gran importancia, su aplicación es escasa debido a su complejidad y a la cantidad y calidad de información necesaria sobre la empresa para poder realizarlo, sin embargo estos métodos de valoración son atractivos en sectores nuevos y dinámicos, donde el valor de la opciones reales puede ser alto, la aplicación de estos constituye un apoyo para la valoración. La principal diferencia de este método, por tanto, radica en que la empresa es algo más que una inversión financiera, es una inversión productiva y esta capacidad de actuación del inversor activo frente al desenlace de las incertidumbres del futuro.

Según Fernández la valoración de una empresa o de un proyecto que proporciona algún tipo de flexibilidad futura como las opciones reales no se puede realizar correctamente con las técnicas tradicionales de flujos futuros (VAN o TIR). Una opción real está presente en un proyecto de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual.

Las opciones reales se pueden valorar con los siguientes métodos:

Si son replicables, con la fórmula de Black y Scholes, con las formulas desarrolladas para opciones exóticas, por simulación, con la fórmula binomial o por resolución de las ecuaciones diferenciales que caracterizan las opciones.

Si no son replicables, por cualquiera de los métodos anteriores pero teniendo en cuenta la no replicabilidad. (Fernández , P, 2008)

2.5. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Es importante conocer las principales ventajas y desventajas de los principales métodos con el fin que nos ayude a elegir el método idóneo que servirá para determinar el valor financiero de la empresa “La Compañía”.

Los Métodos Basados en el Balance son poco utilizados en la actualidad debido a sus limitaciones, una de ella es que este método proporciona un valor desde una perspectiva estática debido a que no se evalúa la capacidad de la empresa de generar flujos futuros, sino que se basa en los activos y pasivos de la empresa. Tampoco considera el valor del dinero en el tiempo y otros factores como la situación del sector, problemas de organización, recursos humanos que no se reflejan en los balances de la empresa, además dependerá, muchas veces significativamente, de prácticas contables que no dejan de ser arbitrarias.

Sin embargo una de sus principales ventajas de estos métodos es que son más simples de comprender y más fáciles de presentar a los clientes que una valoración por flujos descontados, también refleja la situación económica de la empresa a un momento específico.

Los métodos de múltiplos o comparables, son fáciles de aplicar debido a su forma simple de cálculo, además facilita la comparación principalmente para empresas que cotizan en bolsa. El principal problema en una valoración de comparables radica en que reflejar el valor del mercado también implica que, al utilizar valoración relativa de un activo puede resultar en valores que son muy altos cuando el mercado está sobrevalorando a las empresas comparables, o muy bajo cuando las está subvalorando. Una de las dificultades en la aplicación de estos métodos es encontrar compañías 100% comparables, así como también utilizar múltiplos de empresas del exterior que se encuentren en mercados financieros más desarrollados para ello hay que tener en cuenta diferencias en los sistemas contables y legislación, podrían provocar que la utilización de un múltiplo particular no sea del todo adecuado.

Una de las principales ventajas en la valoración de Opciones Reales es que permite valorar los activos en condiciones de incertidumbre. En la valoración de opciones se tiene en cuenta la flexibilidad operativa y la volatilidad de los flujos de cajas, es por eso que considera el valor de la flexibilidad de realizar o no un proyecto y los niveles de apalancamiento o financiamiento. Sin embargo presenta el principal riesgo que puede ser la variabilidad de un activo. Otro problema es el del ejercicio instantáneo. Por otro lado no resulta conveniente valorar acciones con este modelo, puesto que las acciones apalancadas es una secuencia de opciones relativas, incluyendo opciones sobre opciones.

Existen dificultades al llevar esta valoración, la primera es que las opciones no pueden ser valoradas fácilmente, ya que los inputs son difíciles de obtener y a menudo confusos. En

la actualidad es poca la aplicación del enfoque de opciones reales en el mundo empresarial a pesar de sus ventajas, una de las razones es la complejidad.

Los métodos de flujo de caja descontado son métodos dinámicos y toma en cuenta aspectos olvidados por el resto de métodos como por ejemplo consideran que una empresa tiene valor en medida que sea capaz de generar un flujo de caja futuros para sus accionistas. Estos métodos son bastante sofisticados ya que toma en consideración variables claves para la valoración como los flujos de caja, el crecimiento y el riesgo e identifica factores creadores de valor.

Aplicando esta metodología es posible llevar a cabo análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemático y específicos de la empresa. Una de las desventajas es la complejidad en el cálculo, se basa en flujos futuros esperados y tasas de descuento; estos están sujetos a cambios, además que la tasa elegida por el valuador puede ser errónea y dar un valor erróneo de la empresa. En la valoración aplicar este método en empresas cuyo flujo de caja es positivo estos pueden ser estimados con cierta confianza para periodos futuros y además cuando está disponible un proxy del riesgo, que permita obtener la tasa de descuento, además de la dificultad de estimar el periodo adecuada y el valor residual o de continuidad para los flujos de caja esperado. No sería el más recomendado para empresas que tengan dificultades en estimar sus flujos futuros.

2.6. VALORACIÓN EN MERCADOS EMERGENTES

Las economías emergentes se presentan en mercados financieros desarrollados, donde sus productos de renta variable se vuelven muy atractivos para el inversionista ya que les permite diversificar el riesgo, por esta razón la valoración de empresas se vuelve una herramienta importante para los analistas financieros e inversionistas al evaluar los prospectos.

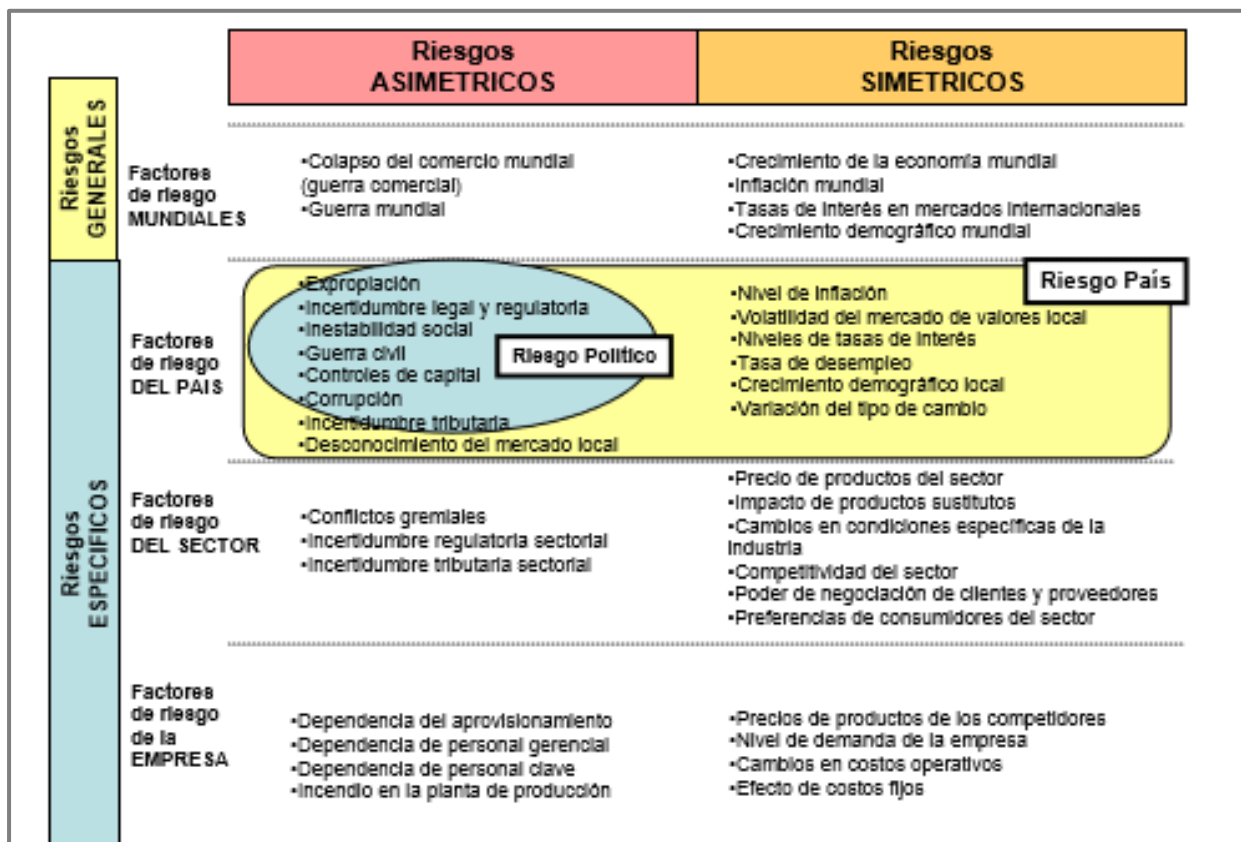
Para Standard & Poor's, un mercado de acciones es emergente si cumple al menos una de las siguientes condiciones:

- Si el mercado se encuentra en un país clasificado como de ingreso bajo o medio.
- No tiene un crecimiento constante, evidenciado esto por un índice bajo del Producto interno Bruto.
- El mercado está localizado en un país donde existen controles y restricciones.
- Se caracteriza por la falta de transparencia, regulaciones y eficiencia operativa.

2.6.1. Riesgos en mercados emergentes

Es importante conocer los riesgos presentes en una inversión en mercados emergentes, en la siguiente figura se describirán dichos riesgos.

Gráfico 2.3 Riesgos que enfrenta el inversor en Mercados Emergentes



Fuente: Rodrigo Ribero (2010)

2.6.2. Temas Relevantes en la valoración de empresas

(Damodaran A. , 2009) Destaca las siguientes características y riesgos que se presentan en los mercados emergentes:

Volatilidad de la Moneda

En algunas economías de mercado emergentes, la tasa de cambio de moneda extranjera es fija, creando la ilusión de estabilidad, pero hay cambios significativos cuando la moneda se aprecia o deprecia.

Riesgo país

Las economías en mercados emergentes tienen un crecimiento sustancial, pero este crecimiento se acompaña del riesgo macroeconómico.

Las medidas no fiables del mercado

Al valorar las empresas que cotizan en bolsa, se utilizan betas, se estiman regresiones de rendimiento de las acciones con un índice de mercado. En muchos mercados emergentes, estas dos medidas pueden volverse menos útil, si los mercados financieros no son líquidos y las empresas piden prestado a los bancos (en lugar de bonos negociados en el mercado de emisión).

Limitada información y diferencias contables

Se ha vuelto más exigente a nivel mundial la publicación de información sin embargo en los mercados de capitales en países emergentes la disponibilidad de información es limitada, esto con lleva a que sea más difícil valorar a las empresas en estos mercados. Las diferencias en las normas de contabilidad hacen que sea difícil comparar las empresas de los mercados emergentes con empresas de mercados desarrollados.

Gobierno corporativo

Muchas empresas de mercados emergentes suelen ser empresas familiares y, aunque pueden estar en el mercado bursátil (cotizar en bolsa), las familias conservan el control a través de una variedad de mecanismos - acciones con diferentes derechos de voto, las tenencias de pirámide y participaciones cruzadas entre empresas. Además, los inversores que cuestionan la gestión de estas empresas se encuentran a menudo obstaculizado por restricciones legales y la falta de acceso al capital. Como consecuencia, el cambio de la gestión en una compañía de mercado emergente es mucho más difícil que en una empresa de mercado desarrollado.

2.6.3. Teorías para la valoración en mercados emergentes

Para estimar flujos de caja descontados a una tasa que incorpora el riesgo son los mismos en cualquier lugar, sin embargo, los riesgos son muchos más grandes en los países emergentes.

Por lo cual, existen metodologías propuestas por Mckinsey y Damodaran para incorporar el término riesgo país en inversiones realizadas en mercados emergentes o países en desarrollo.

2.6.3.1 Metodología propuesta por McKinsey

Mckinsey propone incorporar el riesgo país estimando escenarios de sensibilidad para los flujos de caja descontados utilizando variables macroeconómicas porque éstas son más volátiles en los mercados emergentes, siendo las más usadas; PIB real, inflación, tipo de Cambio y Tasa de interés

2.6.3.2 Metodología propuesta por Damodaran

Damodaran sugiere realizar un ajuste al costo de capital incorporando el riesgo país de invertir en países emergentes y básicamente la prima de riesgo en cualquier mercado de capitales:

Equity Risk Premium = Base Premium for Mature Equity Market + Country Premium

Por lo tanto, Damodaran propone tres tipos de metodologías para determinar este ajuste por riesgo país:

Default Risk Spreads.- El más recomendado es el margen de mercado por default que considera básicamente un ajuste determinado por la diferencia de los rendimientos entre los bonos en dólares emitidos por un país versus los bonos del tesoro americano.

Relative Estándar Desviations.- Hay analistas que creen que las volatilidades de los mercados de capital reflejan sus diferencias en las primas por riesgo con lo cual se propone el siguiente ajuste como prima por riesgo país:

$$\mathbf{Prima\ por\ riesgo\ País}_X = Prima\ por\ riesgo_{US} * \left(\frac{\sigma_X}{\sigma_{US}} - 1 \right)$$

Default Spread + Relative Estándar Desviations.- Damodaran también cree que la prima por riesgo país se determina mediante las volatilidades entre el índice bursátil versus los bonos dólares emitidos por el país en análisis partiendo desde el margen de mercado establecido por default para cada país con lo cual se determina lo siguiente:

$$\mathbf{Prima\ por\ riesgo\ País} = Country\ Default\ Spread * \left(\frac{\sigma_{EQUITY}}{\sigma_{COUNTRY\ BOUND}} \right)$$

Una vez obtenido la prima por riesgo país se procede a estimar el verdadero costo de capital para la compañía que se pretende analizar, sin embargo, Damodaran propone metodologías en base a la exposición que tiene una compañía con esta prima por riesgo país que son mencionadas a continuación:

Se considera que todas las compañías tienen la misma exposición con la prima por riesgo país, por lo cual, se considera el siguiente cálculo para el costo de capital de una empresa

$$R_i = R_f + \beta * Prima Riesgo_{US} + Riesgo País$$

Se considera que la exposición de una compañía con respecto al riesgo país es proporcional a su exposición con los otros riesgos del mercado que es dada por el beta de la compañía con respecto al mercado considerando lo siguiente:

$$R_i = R_f + \beta * (Prima Riesgo_{US} + Riesgo País)$$

Se considera que cada compañía tiene una exposición de riesgo país diferente a su exposición con los otros riesgos de mercados para lo cual proponen lo siguiente:

$$R_i = R_f + \beta * Prima Riesgo_{US} + \frac{\% \text{ from local market } Company}{\% \text{ from local market } average \text{ country firm}} * Riesgo País$$

En resumen McKinsey incorpora el riesgo país usando escenarios con variaciones en variables macroeconómicas más representativas del país ajustando los flujos de caja determinando la probabilidad de éxito para cada escenario, Damodaran trata de estimar el riesgo país mediante información histórica de las volatilidades del mercado de capital de un país y sirve como complemento del CAPM para estimar el costo de capital de una compañía y descontar los flujos.

3. METODOLOGÍA

3.1. JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

Una vez realizada la revisión de la literatura en el capítulo anterior en donde mencionamos los principales métodos destacados en la valoración de empresas, hemos analizando las ventajas y desventajas de cada uno de ellos, además realizamos la revisión preliminar de sus Estados Financieros en la que observamos que su estructura financiera actual tiene las siguientes particularidades; su inversión es financiada en mayor proporción con recursos propios ya que no refleja en sus balances deuda con instituciones financieras, además

no ha pagado dividendos en los periodos analizados, por esta razón el método idóneo a aplicar es el método de descuento de flujo de caja libre (*FCF free cash flow*) descontados a la tasa exigida por el accionista, el cual requiere de varias etapas, que se desarrollaran en este trabajo.

Los métodos de Balance y Múltiplos han sido utilizados en el pasado principalmente por su fácil forma de cálculo. Sin embargo en la actualidad son poco empleados ya que se basan únicamente en cuentas de balance y resultado, las cuales muchas veces están expuestas a normas contables improcedentes, también solo tienen en cuenta datos históricos y no se considera proyecciones futuras, en cuanto al método de flujo de caja descontado con el enfoque APV no lo utilizaremos dado que la empresa no tiene deuda y por ende no habría beneficio fiscal a causa de la desgravación de los intereses; en cuanto al método de opciones reales su aplicación es muy complicada, además no se ajustaba a la realidad de la empresa a analizar.

Descarto los otros métodos ya que tienen falencias apreciables y la valoración de opciones es muy complicada, por lo que no entraremos en detalle en ella. Partiendo del principal concepto en la empresa que es “valor” el cual se crea a través de los flujos de caja que se generan en el futuro descontados a una tasa dependiendo del riesgo, consideramos que el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa suponiendo su continuidad proviene de la capacidad de la misma para generar dinero para los accionistas de la empresa, además se considera la estructura de capital de la empresa y toma en consideración los riesgos a los que se expone la empresa.

Los métodos de descuento de Flujo de fondos muestran el valor intrínseco de los activos descompuesto entre deuda y acciones, o simplemente se determinan descontando el FCF o el CCF con el costo de capital correspondiente.

Aplicar este método, le servirá a los accionistas de la empresa “La Compañía” estimar como los cambios de la situación macroeconómicas, el riesgo en tasa de cambio afecta el valor de la misma. Además permitirá separar el valor creado por las decisiones de financiamiento del valor creado por la operación de la empresa, es decir, el valor creado por sus activos.

3.2. DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

La valoración por el Flujo de Caja Libre, consiste en descontar los flujos de caja libre esperados de la compañía utilizando como tasa de descuento el costo de capital más el valor terminal que se calcula en la empresa, para llevar a cabo la valoración requiere de un procedimiento para el cálculo del valor de la empresa el cual será simplificado en los siguientes pasos:

3.2.1. Flujos de caja esperados

El primer paso consiste en estimar el valor de los flujos de caja esperados o también llamado flujo de fondos generado por las operaciones de la empresa del periodo planificado, en este periodo la empresa realiza proyecciones de flujo de caja en un periodo limitado de años, por lo general es de 5 años. Para determinar los flujos de caja esperados desapalancados, se obtiene el beneficio operativo, del que partiremos es el EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Pero al EBIT debemos quitar la parte operativa de los impuestos obteniendo como resultado el NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), se agrega las amortizaciones o depreciaciones ya que estas no representan salida de fondos, se reduce o se incrementa según corresponda las inversiones que se realizaron en la empresa para generar un beneficio, el resultado de esto se lo conoce como CAPEX (Capital Expenditures), también se considera las variaciones en el capital de trabajo.

Es importante destacar que la determinación del flujo de fondos libre no tiene en cuenta los efectos derivados del lado derecho del balance, esto es, los beneficios fiscales derivados del endeudamiento.

3.2.2. Tasa de descuento

El valor de la empresa se obtiene descontando los flujos de Caja, utilizando para ello la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas considerando que la empresa no tenga deuda. Esta tasa es conocida como tasa desapalancada y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas cuando la empresa estuviese apalancada en su estructura de capital, ya que en ese caso los accionistas soportarían el riesgo financiero que supone la existencia de la deuda y requerirían una prima de riesgo adicional superior. Para los casos en que no existe deuda, la rentabilidad exigida a las acciones se aplica el modelo de equilibrio de activos financieros (capital asset pricing model, CAPM), el costo de los Recursos Propios (K_e) es considerado uno del más complicado de estimar. En la práctica se calcula aplicando CAPM el cual resulta de la aplicación de la siguiente formula; $k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$, donde:

R_f es la tasa libre de riesgo (bono de Estados Unidos a largo plazo),

β Coeficiente beta o riesgo sistemático

$R_m - R_f$ es la Prima de Riesgo del mercado de renta variable

En el Ecuador no hay un coeficiente beta sectorial debido a que el mercado de valores es pequeño y cotizan en ella pocas empresas, por lo que es práctica habitual recurrir a los betas de las empresas americanas.

La mayoría de los analistas en la práctica de la valoración añaden a la tasa de descuento una prima adicional llamada “Prima por Riesgo País” principalmente cuando sus inversiones se encuentran en mercados emergentes.

3.2.3. Valor Terminal

El valor terminal es lo esperado por la empresa después del período de planificación. Tras el periodo de planificación la empresa mantiene una proporción constante, de deuda en su estructura de capital, mientras que los Flujos de caja de la empresa crecen a una tasa constante g que es inferior al WACC de la empresa, de forma perpetua, una forma muy usual de determinar este valor es utilizar el modelo de crecimiento de Gordon que consiste en calcular ese valor como una perpetuidad en la que se asume que la empresa continuará creciendo indefinidamente a un cierto ritmo. Para estimar el valor residual, también se utilizan algunas veces múltiplos de utilidades o valor contable del patrimonio, aunque estos métodos no pueden recomendarse por la dificultad de encontrar un múltiplo que se pueda considerar apropiado.

La utilización del método de valoración del flujo de caja descontado no debe ser nunca mecánica siendo esencial, por tanto, realizar un análisis de sensibilidad de los resultados, utilizar escenarios alternativos contribuirá también a identificar los rangos de valores más probables, enriqueciendo la toma de decisiones.

Con el fin de mostrar las particularidades del método seleccionado, vamos a identificar las fases fundamentales a seguir en la valoración de la Compañía:

1. Análisis del sector económico
2. Análisis de las cifras históricas de sus balances
3. Elaboración de proyecciones financieras en un periodo de planificación de 5 años.
4. Aplicación del método seleccionado en nuestro caso, el método de valoración en base a flujos de caja descontados.
5. Cálculo de los flujos de caja
6. Cálculo del coste del capital.
7. Estimación del valor terminal.

8. Obtener el valor de la empresa.

3.3 FUENTES DE INFORMACIÓN

Las fuentes de información que utilizaremos para la aplicación de este método serán las siguientes:

Análisis Interno: se utilizarán, informes de mercadeo y la Información financiera de la empresa con la efectuaremos un análisis de los principales aspectos de mercado y en relación a sus cifras e indicadores financieros.

Análisis externo: se tendrán que recurrir a fuentes de información secundarias publicada en las páginas web de las siguientes instituciones: Banco Central del Ecuador (BCE), Instituto Nacional de Estadísticas y Censo (INEC), Superintendencia de Compañías (SIC), Servicio de Rentas Internas (SRI), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), así como artículos en periódicos y revistas relacionados al tema.

Para la determinación de los flujos de caja y valor residual se utilizarán los Estados Financieros históricos de la empresa.

Para la determinación de las tasas de descuentos apropiada se recurrirá a información confiable publicada en páginas web, para obtener betas desapalancadas, prima de riesgo y tasa libre de riesgo.

4. ANALISIS DE LA COMPAÑÍA S.A

4.1. ANÁLISIS EXTERNO

4.1.1. Contexto Macroeconómico³

El 2015 ha sido un año de desafíos para Ecuador debido a la caída del precio del petróleo a nivel mundial toda vez que el mismo juega un papel muy importante en la economía

³ Información tomada de Banco Central del Ecuador (BCE), Diario el Universo, Diario El Telégrafo, Datamarket, otros

del país y corresponde al 60% de sus exportaciones. El nivel de impacto de la crisis petrolera en Ecuador se ha visto evidenciado en el desempleo que ha sido uno de los síntomas más visibles de la crisis.

Para el 2016, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento en la economía Ecuatoriana del 0,4%, que estaría por encima del 0,2% estimado por este mismo organismo para toda la región. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pronosticó un crecimiento regional del 0,8% en el 2016, con las mayores contracciones para Venezuela, Brasil, Argentina y Ecuador. No obstante, el FMI pronostica un crecimiento muy leve para el 2016 del 0,1% para Ecuador, y para el 2015 indica un decrecimiento del 0,6% cuya previsión se atribuye al abaratamiento del petróleo y al fortalecimiento del dólar estadounidense, lo que contrasta con el sólido crecimiento del 3,8% alcanzado en el 2014. Por su lado, el gobierno ecuatoriano proyectó un crecimiento estimado a septiembre 2015 del 0,4% para ese año. Esta proyección toma en cuenta un déficit fiscal de US\$ 5,3 billones y una inflación del 3,9%.

A inicios del año 2015, el gobierno ecuatoriano anunció un recorte de US\$1, 4 billones al Presupuesto General del Estado debido a la constante caída del precio del petróleo. Este ajuste al presupuesto supondría un recorte de US\$839,9 millones y US\$ 580 millones al gasto de inversión y al gasto corriente respectivamente. Actualmente el gobierno está trabajando en la proforma 2016 con un precio por barril de crudo no mayor a US\$40 y un déficit de entre 2 y 2,5% del PIB. No obstante, la posición del gobierno mantiene que los recortes al presupuesto general no afectarían los proyectos de desarrollo económicos ni los niveles de consumo nacional y empleo.

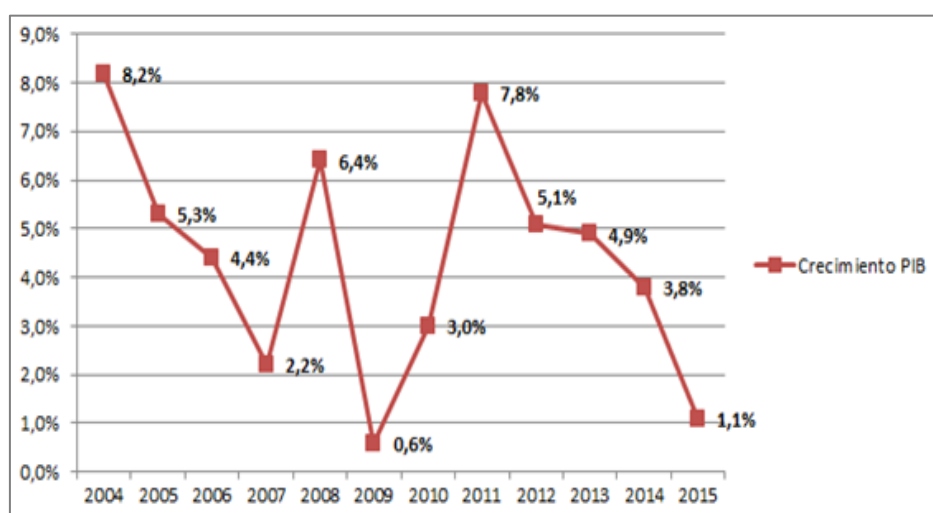
Producto Interno Bruto⁴

⁴ Banco Central del Ecuador, Indicadores macroeconómicos Diciembre-2015

El Banco Central del Ecuador (BCE), a través de la publicación de los resultados de las Cuentas Nacionales Trimestrales a diciembre del 2015, reveló que el PIB en el segundo trimestre del 2015 tuvo un crecimiento del 1,1% en relación al segundo trimestre del 2014. Este nivel de crecimiento es asociado con el comportamiento del Valor Agregado Bruto (“VAB”) petrolero que experimentó un crecimiento de 0,6% y un aumento en el VAB no petrolero de 0,2%. Por otro lado, los factores que contribuyeron al crecimiento registrado en dicho trimestre fueron: el gasto de consumo final de los hogares (1,18%), la formación bruta de capital fijo (-0,41%), el gasto de consumo final del gobierno (0,65%), las exportaciones (0,09%) y un nivel de importaciones en negativo (-0,37%). En cuanto a las actividades económicas que presentaron una mayor contribución al crecimiento inter-anual del PIB, se encuentran la construcción (0,90%), actividades profesionales, técnicas y administrativas (0,58%) y petróleo y minas (0,57%).

A la fecha el Banco Central del Ecuador (“BCE”) no ha emitido sus proyecciones con respecto al PIB estimado para el 2016 y no ha publicado el PIB final al cierre del 2015. Las proyecciones suponen un crecimiento del PIB cercano al 1,1%.

Gráfico 4.1 Crecimiento del Producto Interno



Fuente: Banco Central del Ecuador

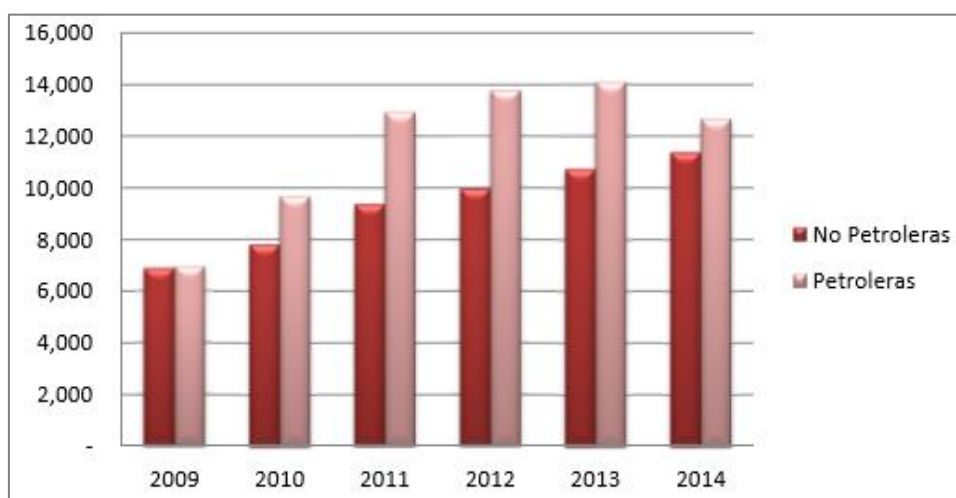
Balanza comercial y balanza de pagos

La Balanza Comercial a octubre del 2015 registró un déficit de US\$ 1,886 millones. La balanza comercial petrolera a diciembre del 2014 alcanzó un saldo positivo de US\$ 2,538 – aproximadamente US\$ 3,848 menos que lo registrado en el mismo período del 2014. Esta disminución corresponde a la caída del valor unitario del barril exportado que bajo de US\$ 90,9 a US\$ 44,30.

Por su parte, la balanza comercial no petrolera a octubre del 2015 disminuyó por 29,05% su déficit en relación al valor registrado al octubre del 2014. El saldo, en negativo, a octubre del 2015 fue US\$ 4,424 millones.

Debido a la caída del precio del petróleo, en octubre 2015 se registró una disminución de 10,9% en el valor de FOB de las exportaciones petroleras, mismas que pasaron de US\$ 499 millones en septiembre de 2015 a US\$ 444 millones. De otra parte, las exportaciones no petroleras fueron superiores en 12,4% pasando de US\$ 873 millones en septiembre a US\$ 981 millones en septiembre a US\$ 981 millones en octubre 2015. Al cierre del 2014 las exportaciones petroleras disminuyeron en un 35,3% del valor FOB pasando de US\$ 963 millones en noviembre a US\$623 millones al 31 de diciembre del 2014. Así mismo, las exportaciones no petroleras disminuyeron de US\$ 1,067 millones en noviembre del 2014 a US\$ 1,045 millones al cierre del 2014.

Gráfico 4.2 Exportaciones Ecuador (Millones US\$ FOB)

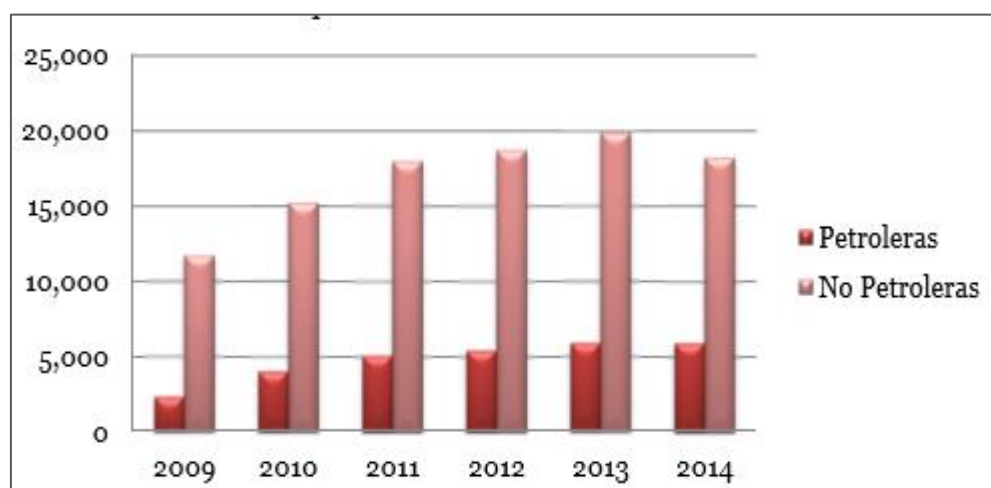


Fuente: Banco Central del Ecuador

En lo que respecta a las importaciones, a octubre del 2015 las importaciones totales en valor FOB totalizaron US\$ 17,584 millones; 19,7% menos que las compras externas en el igual período del año 2014 (US\$ 21,884 millones); para diciembre del 2014 fue de US\$ 26,459 millones, esto representó una disminución del 0,8% en comparación a las importaciones realizadas durante el año 2013 (US\$ 25,888 millones).

A diciembre el 2014, y con respecto al mes de noviembre de este mismo año, las importaciones aumentaron en los siguientes grupos de productos: bienes de capital (17,4%), materias primas (2,8%), bienes de consumo (0,1%) y productos diversos (209,3%). No obstante las importaciones de combustibles y lubricantes disminuyeron en un 20,8%.

Gráfico 4.3 Importaciones Ecuador (Millones US\$ FOB)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Deuda Externa

Al cierre de octubre del 2015, el saldo de la deuda externa pública fue de US\$ 20,330 millones, representando 20,5% del PIB. En el caso de la deuda externa privada, el saldo fue de US\$ 6,844 millones lo cual representó 6,9% del PIB.

Inversión Extranjera

Según datos del BCE, la Inversión Extranjera Directa (“IED”) ha mostrado un comportamiento ascendente a partir del año 2010. El nivel de IED registrado para el año 2014 fue de US\$ 773 millones lo cual representó un incremento de US\$ 41 millones (5,6%). Así mismo se pudo evidenciar que los principales sectores receptores del IED registrado en el 2014 fueron: Explotación de Minas y Canteras, Comercio e Industrias Manufacturera.

De acuerdo a la información oficial disponible a la fecha, el saldo neto de la IED al cierre del segundo trimestre del 2015 fue de US\$ 71 millones lo cual representó una disminución de US\$ 112 millones en relación a lo registrado en el primer trimestre de ese mismo año. Comparación que se asemeja al mismo período del 2014, que demuestra una disminución de US\$ 90 millones del saldo de la IED.

Durante el segundo trimestre del 2015, las ramas de actividad en donde más se registró inversión extranjera fueron: Explotación de Minas y Cantera, Industria Manufacturera y Comercio. Conforme a las informaciones del BCE, Chile se constituyó como el país que destinó mayor IED a Ecuador durante el segundo trimestre del 2015, invirtiendo US\$ 31,3 millones en el área de la Industria Manufacturera. Le siguen China y Uruguay como segundos y terceros con inversiones de US\$ 22,7 y US\$ 10,2 millones respectivamente. Asimismo, España destinó la mayor parte de su IED en el Ecuador a la rama de servicios prestados a empresas; Islas Virgenes a comercio.

Riesgo País⁵

Al cierre de enero del 2016, el riesgo país de Ecuador medido por el EMBI (índice de bonos de mercados emergentes), estuvo en 1421 puntos. De acuerdo a información histórica disponible de J.P. Morgan Ecuador cerró el 2015 con un índice EMBI de 1266 puntos lo cual representó un incremento de 466 en relación al 2014 y de 58 puntos en relación al 2013.

Empleo, desempleo y pobreza⁶

Por otra parte, el desempleo en el Ecuador a septiembre del 2015 mostró una tasa del 5,5% del total de la Población Económicamente Activa (PEA). Sin embargo, el subempleo (falta de empleo a tiempo completo o de empleo adecuado de la PEA) al cerrar el 2014 alcanzó el 59,5% del total de la PEA.

Según la información publicada por el BCE, a diciembre del 2014, la tasa de incidencia de pobreza de la población nacional urbana del país se situó en 15,0%. Mientras que la tasa

⁵ http://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais

⁶ Instituto Nacional de Estadísticas y Censos – Informe de empleo y desempleo Septiembre 2015

observada para el mismo período del año 2014 fue de 16,4% dándose así una reducción inter-anual del 1,4%.

En Ecuador, para el año 2015 el salario básico alcanzó los US\$ 354, presentando una alza del 4,11% en comparación al año anterior (US\$ 340). Para el 2016 el salario básico es de US\$366, 12 dólares más al establecido para el 2015.

Inflación⁷

Según el INEC, la inflación a noviembre del 2015 alcanzó el 3,40%, mostrando un decremento de 0,36 puntos porcentuales comparados con la tasa de inflación de 3,76% registrada a igual mes del 2014.

En noviembre del 2015, de un grupo de 16 países analizados de América Latina, Ecuador se ubica como una de las economías de menor inflación, por debajo de la mediana y del promedio regional que se ubicó en 4,15% a noviembre.

Las áreas con las tasas de incremento más altas de precios al consumidor durante diciembre fueron: bienes y servicios diversos (0,52%), transporte (0,34%), Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combinados (0,30%), salud (0,21%), educación (0,10%), restaurantes y hoteles (0,08%) alimentos y bebidas no-alcohólicas (0,05%).

Tasas de Interés y Sistema Bancario

El volumen de crédito total otorgado por el sistema financiero privado a noviembre del 2015, se situó en US\$ 19.663,4 millones aproximadamente, registrando una tasa de variación anual de 12,38% entre noviembre de 2015 y 2014. El segmento que registró el mayor crecimiento anual en volumen de crédito hasta noviembre del 2015 fue el segmento corporativo. Cabe recalcar que en el tercer trimestre del 2015, las instituciones financieras

⁷ Instituto Nacional de Estadísticas y Censos- Informe de Inflación Noviembre 2015

(“IFI”) privadas registraron un fortalecimiento de la demanda en los siguientes segmentos: Microcrédito, Productivo, y Consumo y un debilitamiento en la demanda de créditos en el segmento de Vivienda. Por otro lado, las IFI fueron más restrictivas en el otorgamiento de créditos en los segmentos de Consumo y Microcrédito, aun cuando la demanda por créditos en estos segmentos incremento.

En el 2015, los préstamos corporativos y tasas de depósito tuvieron un interés promedio de 8,41% y 4,40%, respectivamente. Por otro lado, la tasa de interés activa efectiva referencial promedio en préstamos al consumidor fue de 16,30% para el año 2015.

Cambios en legislación⁸

El 2015 fue un año de reformas significativas.

Entre los cambios implementados se encuentran nuevas leyes y reformas a los siguientes aspectos (entre otros):

- La Ley de Justicia Laboral y Reconocimiento del Trabajo del Hogar.
- Ley Reformativa para la Equidad Tributaria en el Ecuador y a la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno.
- Ley de Herencia.
- Ley de Galápagos.
- Reformas al Código de la Producción.

4.1.2. Industria de Bienes de Consumo Masivo en el ámbito Internacional⁹

Panorama General de la Industria

⁸ Attesting Group - Reformas a la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno y su Reglamento

⁹ Standard & Poor's Household Nondurables Industry Report, Febrero, 2014 21, Ibi

El término "bienes de consumo masivo" o "no duraderos" se refiere a productos fabricados que generalmente tienen una vida útil de tres años o menos. Estos productos suelen ser adquiridos por los consumidores en pequeñas cantidades y se utilizan en un período relativamente corto de tiempo. Los bienes de consumo masivo están divididos en dos categorías: (i) productos para el hogar, los cuales incluyen productos de limpieza, detergentes, ambientadores para el hogar, bolsas de basura y de almacenamiento, platos de papel, arena para gatos, y productos similares; y (ii) productos para el cuidado personal, los cuales incluyen productos para el cuidado del cabello, cosméticos de color (maquillaje) y fragancias, cuidado de la piel, desodorantes, productos para el cuidado oral, y productos diversos (tal y como productos para afeitarse, protección contra el sol, cuidado de las uñas, y colorantes para el cabello).

Los productos de consumo masivo son distribuidos en una gran variedad de formas, incluyendo tiendas especializadas, supermercados, farmacias, y a través del internet. Entre otros factores, las compañías que manufacturan estos productos compiten en base al reconocimiento de marca, calidad del producto, y el nivel de servicio que se proveen a sus clientes, los cuales son los vendedores mayoristas y minoristas.

Competencia

La competencia dentro de la industria de productos de consumo masivo se mantiene entre los líderes de la categoría y entre los minoristas con productos de marca privada. Los mayores productores a nivel mundial incluyen La Compañía Co. (con ventas de \$84,17 mil millones de dólares durante el periodo fiscal 2013); Unilever NV (con ventas de \$68,6 mil millones de dólares en el 2013); L'Oreal SA (con ventas de \$26,9 mil millones de dólares en 2013); y Kimberly-Clark Corp. (con ventas de \$21,2 mil millones de dólares en 2013)¹⁰.

¹⁰ Standard & Poor's Household Nondurables Industry Report, Febrero, 2014

Mercados emergentes ofrecen potencial de crecimiento¹¹

Las industrias de consumo masivo han identificado oportunidades de crecimiento en países con tendencias de crecimiento de la población, en los cuales su penetración del mercado es aun baja. De acuerdo al Departamento de Comercio de los Estados Unidos, los países en estado de desarrollo o países emergentes continuarán creciendo mucho más rápido que los países desarrollados.

Con los mercados de los Estados Unidos y el Oeste de Europa ya establecidos en una etapa madura, y con los crecientes niveles de riqueza de los países emergentes, que hacen que sus mercados sean más atractivos, los fabricantes de productos de consumo están constantemente tratando de crecer en diferentes mercados. Las compañías en el mercado de bienes de consumo masivo están constantemente invirtiendo con el fin de desarrollar sus productos en mercados emergentes tales como Europa Central y del Este, China, e India, donde nuevas tendencias económicas y crecimiento de la población generan un gran mercado para productos para el hogar y de cuidado personal. Para el 2020, se espera que los mercados de países emergentes constituyan cinco de las diez economías más grandes en relación al producto interno bruto.

4.1.3. Sector Comercio¹²

Según las cifras del Banco Central del Ecuador (BCE) indican que el sector “Comercio” es de suma importancia en la estructura económica del país, para el 2014 este sector contribuyó con 10.1% del Producto Interno Bruto (PIB) del país de un total de 3.70 para ese año; presentando un comportamiento variable conforme al movimiento de la economía en general

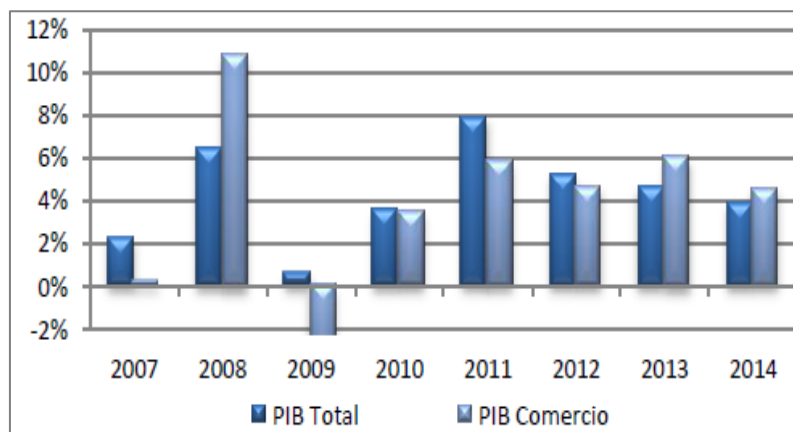
¹¹ Standard & Poor's Industry Surveys, "Household Nondurables", Febrero de 2014

¹² La información utilizada en el industrial de cosméticos a nivel local se basó en las siguientes fuentes: CASIC; PRO Ecuador; Procosméticos; Noticias publicadas en los diarios: “El Universo”, “El Hoy”, “El Comercio”, y “El Telégrafo”; Asociación Ecuatoriana de Ventas Directas; www.bce.fin.ec, www.revistalideres.ec, www.supercias.gob.ec.

que se manifestó en un crecimiento anual promedio de 3.9% desde año 2007, en el mismo lapso que la economía incrementaba un 4.3% promedio. En el año 2010 el PIB de este sector tuvo una variación de 3.4%, que aumentó en el año 2011 a 5.8%, disminuyendo en el 2012 a 4.7% pero repuntando a 6.0% en el 2013. Para el 2014 se observaron incrementos de 4.6% y para el PIB total respecto al valor del año anterior.

A pesar del aumento que había tenido este sector, en los cuatro últimos años, el desempeño del PIB del sector de comercio se redujo según el Banco Central del Ecuador, presentando un 2.2% de crecimiento y el PIB total con una variación positiva de tan solo el 1.9%.

Gráfico 4.4 Variación PIB Total vs PIB Comercio



Fuente: Banco Central del Ecuador

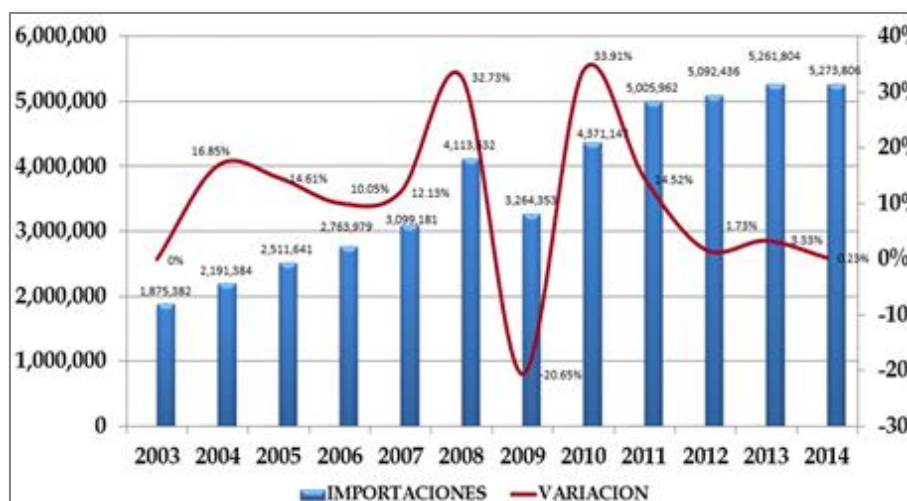
Por otro lado, de acuerdo a las cifras publicadas por la Superintendencia de Compañías, en el año 2013 se registró un total de 12,445 compañías categorizadas en la actividad económica principal de “Comercio” (12,126 en 2012). El conjunto de sociedades del sector comercial presentaban activos en 2013 por un total de US\$23,963 millones (2012: US\$20,978 millones), pasivos por US\$15,688 millones (2012: US\$13,842 millones), patrimonio de US\$8,275 millones (2012: US\$7,135 millones), e ingresos de actividades ordinarias por US\$44,222 millones (2012: US\$39,832 millones).

El segmento comercial incluye la intermediación en la distribución y/o comercialización de bienes (el uno, entre el fabricante, productor o importador y el consumidor

final; y la intervención de los comerciantes minoristas), otras modalidades para llegar al cliente final son los “agentes representantes” y las “franquicias”, que se distinguen por manejar pocas líneas de productos y actúan por cuenta y en nombre del representado.

Un factor importante dentro del sector comercial es que una mayor porción de sus ventas son bienes importados, particularmente bienes de consumo, que durante el año 2014 alcanzaron un total de US\$5,273.8 millones (FOB) y que significaron un incremento de 0.25% respecto al valor del año anterior.

Gráfico 4.5 Importaciones y Variación de Bienes de consumo



Fuente: Banco Central del Ecuador

Los principales participantes de este sector son¹³: Unilever S.A. (con ventas de US\$ 297 millones en el 2015, incluyendo ingresos por productos de limpieza), Spartan del Ecuador S.A. (US\$ 227 millones), Colgate Palmolive del Ecuador. (US\$ 126 millones).

Por otro lado, y considerando la significativa proporción de artículos importados que están involucrados en la actividad económica “Comercio”, es importante destacar el efecto sobre el sector de medidas de comercio exterior tomadas en los meses previos. En noviembre de 2013 el Comité de Comercio Exterior (COMEX) emitió la Resolución No. 116 en la cual se

¹³ Revista EKOS

reforma la nómina de productos sujetos a controles previos a la importación y se establece que el “Certificado de Reconocimiento” será exigible como documento de soporte a la Declaración Aduanera para todas las mercancías embarcadas a partir de la vigencia de dicha Resolución y del correspondiente Reglamento Técnico Ecuatoriano (RTE-INEN).

Adicionalmente, a partir de enero de 2015 entró en vigencia la Resolución No. 051-2014 del COMEX en la que se definieron nuevas tarifas arancelarias para un número importante de partidas relacionadas con maquinarias y equipos (de los grupos 40, 59, 68, 69, 72, 82, 84, 85, 87, 90, 91 y 95, cuyo arancel previo era de 0% y pasó a entre 5% y 25%). Posteriormente, y con el propósito de regular el nivel de importaciones y salvaguardar el equilibrio de la balanza de pagos, en marzo de 2015 mediante Resolución No. 011-2015 el COMEX estableció una sobretasa arancelaria que afecta al 32% del total de importaciones según el valor actual de las mercancías y que tendrá una duración de 15 meses luego de lo cual se hará un cronograma de desgravación.

Esta sobretasa fluctúa entre 5% y 45%, acorde al siguiente detalle:

- 5% para bienes de capital y materias primas no esenciales
- 15% para bienes de sensibilidad media
- 25% para neumáticos, cerámica, CKD de televisores y CKD de motos
- 45% para bienes de consumo final, televisores y motos

4.1.4. Industria de Bienes de Consumo Masivo en el ámbito local¹⁴

Dentro de la industria de consumo masivo en el Ecuador, se pueden encontrar productos para el cuidado personal y productos para el hogar como los principales. La industria de cuidado personal (cosméticos) está conformada por las siguientes categorías: cuidado y tratamiento, higiene y salud, perfumes y maquillaje. Cuidado y tratamiento, incluye productos

¹⁴ La información utilizada en el industrial de cosméticos a nivel local se basó en las siguientes fuentes: CASIC; PRO Ecuador; Procosméticos; Noticias publicadas en los diarios: “El Universo”, “El Hoy”, “El Comercio”, y “El Telégrafo”; Asociación Ecuatoriana de Ventas Directas; www.bce.fin.ec y www.revistalideres.ec

como lociones para cara y cuerpo, sprays, perfumes, eau de toilette , y aftershave ; en maquillaje los productos más representativos son tintes para el cabello, brillos labiales, blush, base, sombras de ojos, polvo, rímel y delineador de ojos.

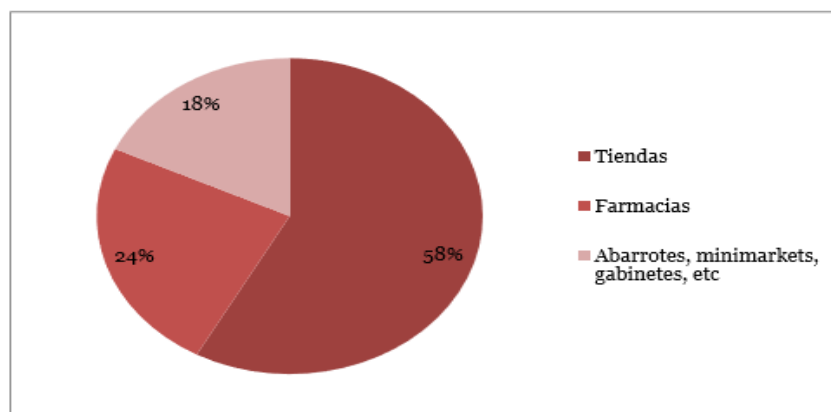
La fuerza de ingresos de la industria de cosméticos radica en la venta directa de los productos a través de catálogos. Aproximadamente 800 mil personas tienen sus fuentes de ingreso mediante este tipo de trabajo.

En Ecuador, 98 de cada 100 hogares ecuatorianos tienen en casa al menos cinco productos cosméticos de uso diario, como: jabón, desodorante, pasta dental, champú y fragancia¹⁵.

Entre los segmentos de mayor crecimiento se encuentran los productos masculinos como cremas anti-edad, protectores solares, cremas para el cabello, champú, jabones y otros.

Los productos son distribuidos al consumidor final por diferentes canales que se muestran a continuación:

Gráfico 4.6 Canales de Distribución de productos cosméticos



Fuente: Revista lideres

¹⁵ Asociación Ecuatoriana de Empresas de Productos Cosméticos, de Higiene y Absorbentes (Procosméticos),

Según el gerente de marketing de Personal Care de Unilever, el mercado de productos de cuidado de higiene personal creció de forma sostenida en un 10% en los últimos tres años.

Dentro de los productos de mayor crecimiento de la canasta de higiene y cuidado personal en Ecuador, se puede mencionar al champú, pañales desechables, papel higiénico, cremas dentales, jabones, toallas higiénicas, desodorantes, tintes, hojas de afeitar, entre otros.

De acuerdo a información de Corporación Favorita, los productos de mayor demanda entre los consumidores son: tratamientos capilares y faciales, bloqueadores, bronceadores y desodorantes.

La línea de capilares es una de las más representativas en ella se incluyen productos como champú, acondicionador, tratamientos y cremas para peinar que representan alrededor de US\$ 98 millones al año en ingresos, seguido de las categorías tocador y desodorantes cada una generando aproximadamente US\$72 millones en el mercado.

De acuerdo a información del Ministerio de Industrias y Productividad (Mipro), se estima un crecimiento del sector del 4% al 5% anual durante los próximos 5 años.

El Ecuador exporta artículos de la industria de belleza, fragancias, aceites, maquillaje, toallas húmedas, tintes, esmaltes, champú, crema dental, productos capilares, desodorantes, gel, jabón, afeitadoras, cepillos dentales, absorbentes higiénicos, entre otros.

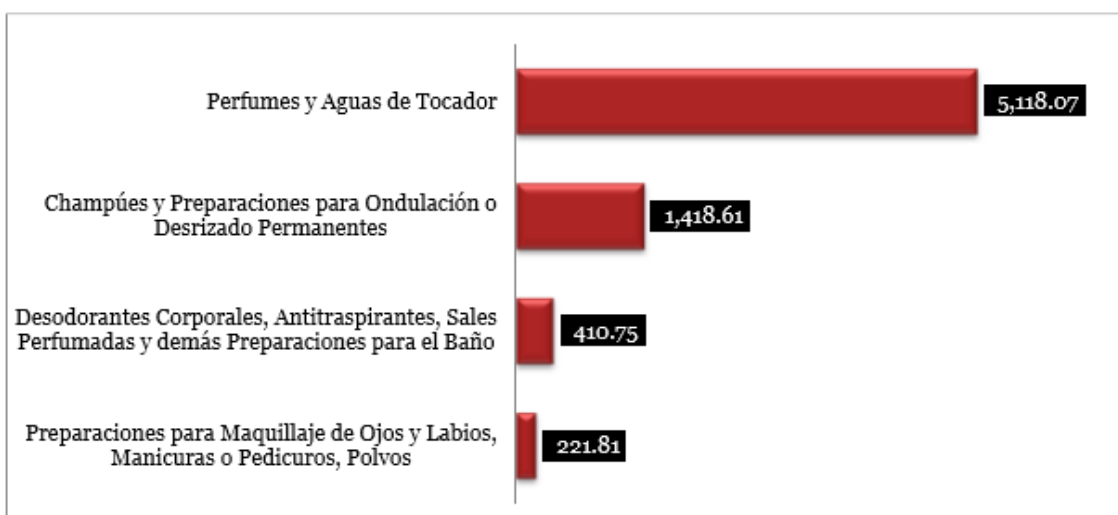
Según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), en el país existen 723 establecimientos que elaboran productos de higiene. Nueve empresas se dedican a la fabricación de papel de higiene personal como toallas, servilletas, pañuelos; 14 firmas son productoras de perfumes y cosméticos; y, la mayoría de empresas (690) se dedican a ofrecer servicios de spa, actividades de baños turcos, saunas y relacionados; las demás elaboran otros productos de higiene.

Los principales países de destino de dichos productos son:

- Colombia
- Perú
- Venezuela
- Chile
- Tailandia
- Cuba
- Panamá
- Guatemala
- Jamaica

Los productos cosméticos y de cuidado personal exportados durante el 2014, generaron un ingreso de aproximadamente US\$7169,24 miles¹⁶. A continuación se muestra un gráfico con las principales exportaciones de la industria:

Gráfico 4.7 Exportaciones de Principales Productos cosméticos y de cuidado personal (Miles US\$-FOB)

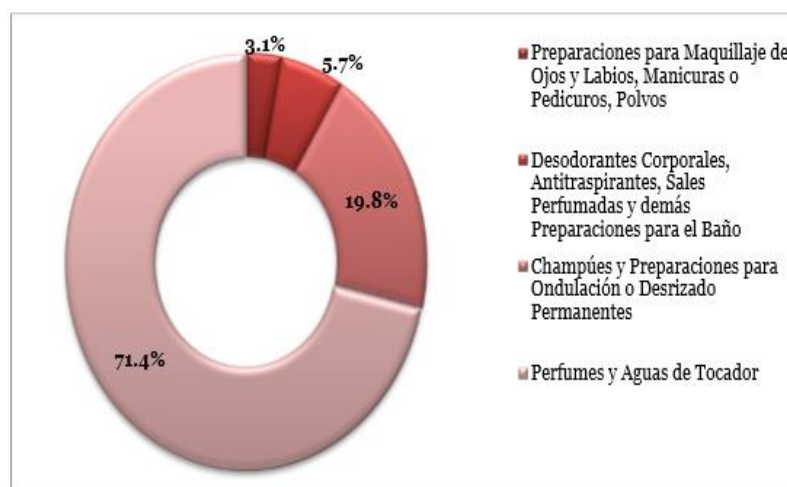


Fuente: Banco Central del Ecuador, Exportaciones Nandina

¹⁶ Para los cálculos efectuados de las importaciones y exportaciones, se utilizaron como fuente las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador, con los códigos NANDINA 3303, 3304, 3305, y 3307

Los productos que aportaron con un mayor ingreso en mercados internacionales fueron los perfumes y aguas de tocador, que representaron el 71,4% de las exportaciones. En el siguiente gráfico se expone la participación de los diferentes cosméticos en las exportaciones.

Gráfico 4.8 Participación de las Exportaciones de Cosméticos por tipo de Producto en el 2014



Fuente: Banco Central, Exportaciones Nandina.

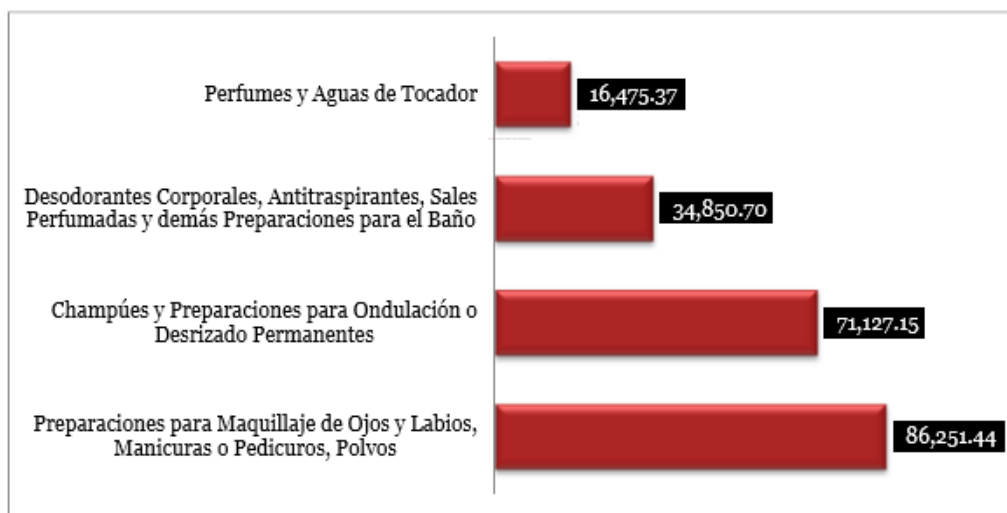
En relación a las importaciones el país importó US\$209 ¹⁷ millones en cosméticos, que comprende productos como; jabón, preparados de limpieza, perfumes y maquillaje. Las importaciones provenientes de Estados Unidos representaron US\$ 13 millones, mientras que las provenientes de la Unión Europea fueron de US\$ 12 millones.

Por otra parte, las importaciones provenientes de los países miembros de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) fueron mayores. De Colombia se importaron US\$ 109 millones en cosméticos y de Perú, US\$ 23 millones.

¹⁷ Para los cálculos efectuados de las importaciones y exportaciones, se utilizaron como fuente las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador, con los códigos NANDINA 3303, 3304, 3305, y 3307

A continuación se muestra un gráfico con las principales importaciones de la industria durante el 2014.

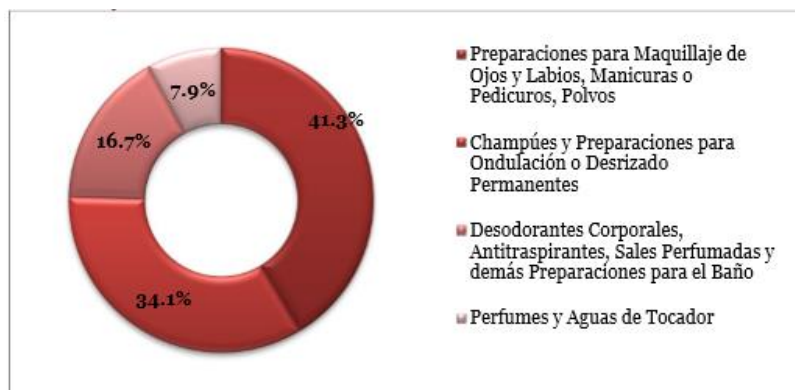
Gráfico 4.9 Importaciones de Principales Productos Cosméticos y de Cuidado Personal 2014 (Miles US\$- FOB)



Fuente: Banco Central del Ecuador, Exportaciones Nandina

En el siguiente gráfico se expone la distribución de las importaciones de cosméticos por tipo de producto.

Gráfico 4.10 Participación de las Importaciones de Cosméticos por Tipo de Producto en el 2014



Fuente: Banco Central del Ecuador, Exportaciones Nandina

Durante el 2014, los principales países proveedores de productos cosméticos a Ecuador fueron:

- Colombia
- Perú
- México
- Argentina
- Estados Unidos
- Alemania
- Brasil
- Panamá
- España
- Chile
- Francia
- Polonia

4.2. ANÁLISIS INTERNO

4.2.1. Actividad y productos

La Compañía SA tiene como actividad principal la de Distribuidor de Riesgo Limitado (LRD), por el cual es responsable de las actividades, tales como las ventas locales y distribución de productos importados, como Pantene® y Gillette®, y la implementación de planes de mercadeo de los entrepreneurs para estos productos. Teniendo en cuenta el papel y las funciones desempeñadas, La Compañía está organizada como un distribuidor de riesgo limitado para el negocio de la importación. Con base en su contrato de distribuidor de riesgo limitado con La Compañía IO, La Compañía E compra y luego distribuye en Ecuador.

4.2.2. Líneas de Negocio y Productos

Las principales líneas de negocio y productos comercializados por La Compañía E son similares a las que lleva el Grupo a nivel mundial, y que se describen a continuación.

- Belleza: incluye el cuidado del cabello, cuidado de la piel, y desodorantes. Sus principales productos son Head & Shoulders, Pantene, Herbal Essences.
- Cuidado personal: se refiere a hojillas y máquinas de afeitar, cuidado personal masculino. Incluye Productos Gillette.
- Cuidado del hogar y de la ropa: incluye detergentes para ropa. Sus principales productos son Ariel y Fab.
- Cuidado de la salud: incluye productos de higiene bucal, el cuidado personal de la salud y del cuidado femenino. Algunos productos son Oral-B y Pro (productos dentales).
- Belleza: incluye el cuidado del cabello, cuidado de la piel, y desodorantes. Sus principales productos son Head & Shoulders, Pantene, Herbal Essences.

Cliente

El principal cliente de la Compañía es Industrias C.A., con el cual se ha celebrado un contrato de distribución y ventas para el mercado local. Industrias es una entidad independiente desde el punto de vista accionario o de Grupo económico.

Competencia

La Compañía se enfrenta en Ecuador con competencia similar a la que tiene a nivel internacional. Los principales competidores por línea de producto son los siguientes:

- Detergentes – Unilever
- Cuidado del cabello – Unilever
- Productos para el cuidado de la salud – Colgate-Palmolive.

- Productos de afeitar – Schick

Compras

Todas las compras de producto terminado para la distribución se efectúan con entidades relacionadas del exterior con un plazo de pago entre 0 y 180 días, se realizan en dólares americanos. Sus adquisiciones de los productos a La Compañía son realizadas mediante órdenes de compras y se realizan previa calificación del proveedor y evaluación de cotizaciones.

Ventas

El precio de venta al público está determinado por condiciones del mercado. El precio de venta de La Compañía a Industrias se establece tomando como base el precio de venta al público, al cual se realiza un descuento por la utilidad que obtendrá Industrias por la actividad de distribución de los productos. La mayor parte de las ventas que realiza La Compañía son a Industrias, el cual se encarga de realizar la venta a todos los canales. Las condiciones de pago fijadas para Industrias tienen un término de 60 días.

Operaciones Comerciales

Las actividades promocionales a fin de lograr el crecimiento de mercado se realizan de manera conjunta entre La Compañía e Industrias.

La Compañía es la entidad que decide la realización de promociones, basados en la evaluación de los consumidores y de la competencia. Por otro lado, Industrias está encargado en determinar los clientes y los puntos de venta local.

Cabe mencionar que Industrias deberá proporcionar en forma mensual a La Compañía, información relativa al nivel de ventas comparativas por canal, referencias, clientes, reportes estadísticos, entre otra información que pudiera incidir en la distribución de los productos.

Los gastos de ejecución de la publicidad de los productos son asumidos por La Compañía, además incurre en los gastos necesarios para llevar a cabo esta actividad. Dentro de las principales actividades realizadas se menciona las siguientes: compra de medios publicitarios, promociones e inversiones en los clientes para soporte en tiendas, inversión en material de apoyo en los puntos de ventas, entre otras.

4.2.3. Análisis FODA y Riesgos asumidos por la compañía

Fortalezas

- La Compañía se encuentra en el ranking de las 1000 mejores compañías en el Ecuador.
- La Marcas que se comercializa tienen un alto posicionamiento en el mercado además de reconocida trayectoria internacional.
- Innovación continua y alta calidad de sus productos

Oportunidades

- Investigación de Mercado y Desarrollo para que la empresa pueda incursionar siendo quien realice la venta directo al consumidor
- Introducción de nuevos productos de las líneas de Alimentos, Hogar y Cuidado Personal
- Establecer plantas de manufactura en diferentes países

Debilidades

- Indicadores de eficiencia no acordes al del sector
- Comercialización de Marcas que no generen mayor rentabilidad a la empresa
- Concentración de ingresos en su único cliente Industrias por lo cual su riesgo de cobranza es alto al no tener una cartera diversificada de clientes
- Empresa impactada por el impuesto a la salida de capitales

Amenazas

- Competencia con Multinacionales tales como Unilever, Colgate-Palmolive, La Fabril
- Cambios en la economía
- Restricción a las importaciones, incremento de aranceles, salvaguardias.
- Aparición de nuevas marcas nacional
- Agresividad de la competencia local
- Riesgo país

Riesgos Asumidos por La Compañía

En esta sección se describen los riesgos que asume La Compañía como parte de su actividad de negocios.

Riesgos Económicos y de Mercado

La CompañíaIO (Relacionada) es responsable de absorber todo el riesgo de mercado, los riesgos económicos y comerciales en relación con las marcas importadas. Esto está en línea con su papel como entrepreneur, ya que hace las inversiones de dinero, toma las decisiones estratégicas, y ofrece planes de ejecución para La Compañía. De acuerdo al contrato de distribución de La Compañía con La CompañíaIO, esta tiene riesgos muy limitados, tales como el riesgo de incurrir gastos no cubiertos en el contrato y el riesgo de cualquier pérdida incurrida debido a la culpa o negligencia de su propia organización (por ejemplo, manipulación o almacenamiento inadecuado, no seguir las prácticas comerciales aceptadas por las autoridades locales).

Riesgo de Cobranzas

El riesgo de cobranzas a Industrias se monitorea de manera periódica para mantener la cartera al día por lo que el riesgo se considera medio-bajo.

Riesgo de Inventarios

La Compañía no asume por concepto alguno, averías de producto o cambio de mercadería averiada, a menos que dichas averías se detecten en el momento de la entrega del producto al distribuidor. La Compañía ofrece un descuento de no devolución incluido en la factura con el cual se asume el costo promedio de averías y es del 0,5%. Por lo expuesto anteriormente, el riesgo de inventario es limitado.

Riesgo Cambiario

En Ecuador, el 31 de marzo de 2000 los registros contables fueron convertidos a dólares estadounidenses, mediante las pautas de ajuste y conversión contenidas en la Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC) 17.

Por su parte La Compañía asume el riesgo de cambio de moneda por facturación en moneda local, por lo que las transacciones efectuadas por la Compañía son pactadas en dólares estadounidenses, y en consecuencia no existiría riesgo por tipo de cambio.

Riesgo de Investigación y Desarrollo

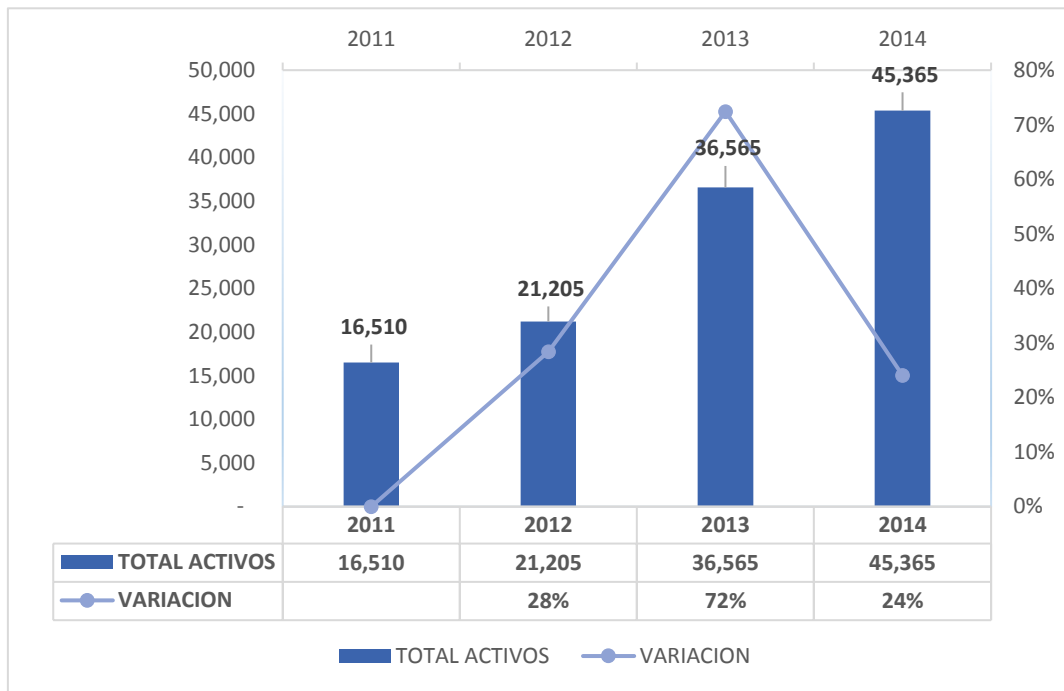
Dado que la Compañía no lleva a cabo tareas de investigación y desarrollo, no afronta este tipo de riesgo.

4.2.4. Análisis de Evolución de las Cifras Financiera y Principales Indicadores

Activos

La inversión de la empresa durante los períodos analizados presenta un continuo crecimiento. A Diciembre del 2014 el total de activos de la empresa asciende a US\$45,37 millones, cifra que representa un crecimiento de un 24% frente a la inversión del año 2013 de US\$36,57 millones, este crecimiento se da producto de un mayor nivel de activos corrientes (inventarios y cuentas por cobrar).

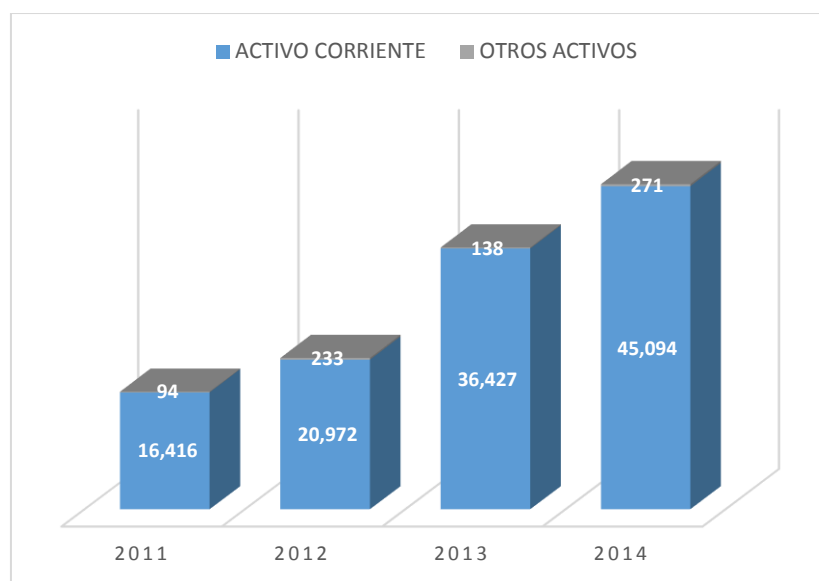
Gráfico 4.11 Evolución de los activos (Miles US\$)



Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

En cuanto a la estructura de la inversión a diciembre del 2014, vemos que la mayor participación la tiene el activo corriente con un 99% sobre la inversión total, la diferencia corresponde a los Otros activos con un 1% de participación sobre la inversión.

Gráfico 4.12 Composición de los activos (Miles US\$)

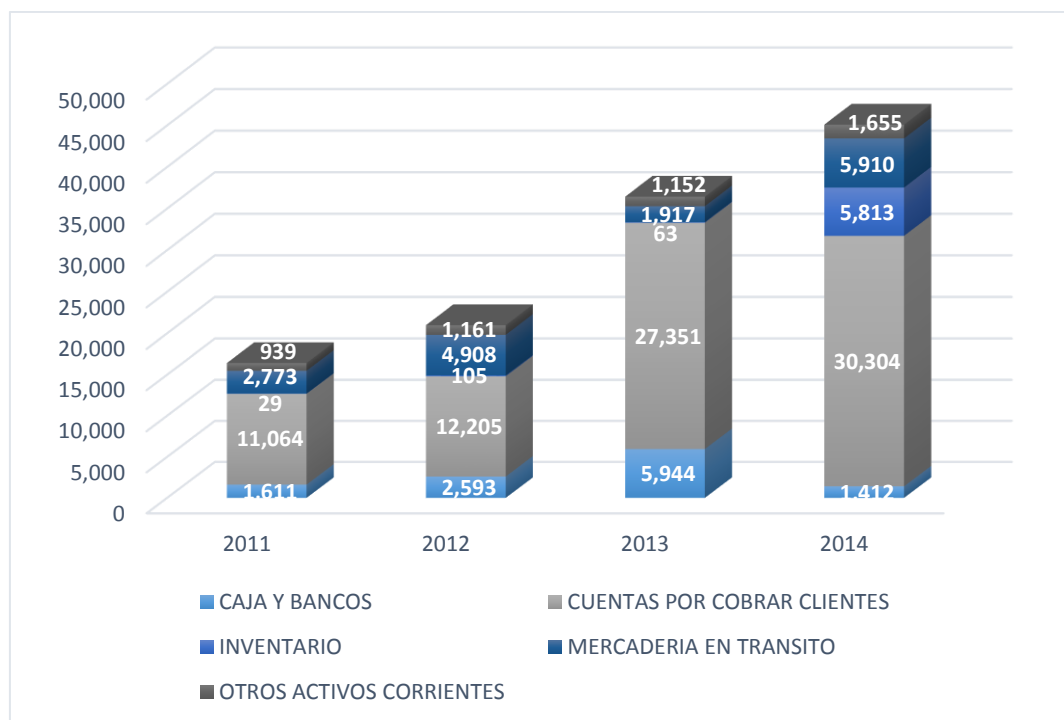


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Como parte del activo corriente los rubros más representativos son: Las cuentas por Cobrar con un saldo de US\$30,30 millones, Inventarios US\$5,81 millones y Mercadería en Tránsito US\$5,91 millones, dentro de este rubro de los inventarios hay aproximadamente 20 variedades de ítems en el mercado ecuatoriano (detergente, suavizante, prestobarba, baterías, productos de cuidado oral, entre otros)-

El plazo de rotación de los inventarios en el 2014 se ubica en 43 días como resultado del alquiler de bodegas para almacenar el producto hasta su distribución a diferencia de años anteriores que el producto era llevado directamente de aduana a las bodegas del cliente.

Gráfico 4.13 Evolución y Composición de los activos corrientes (Miles US\$)



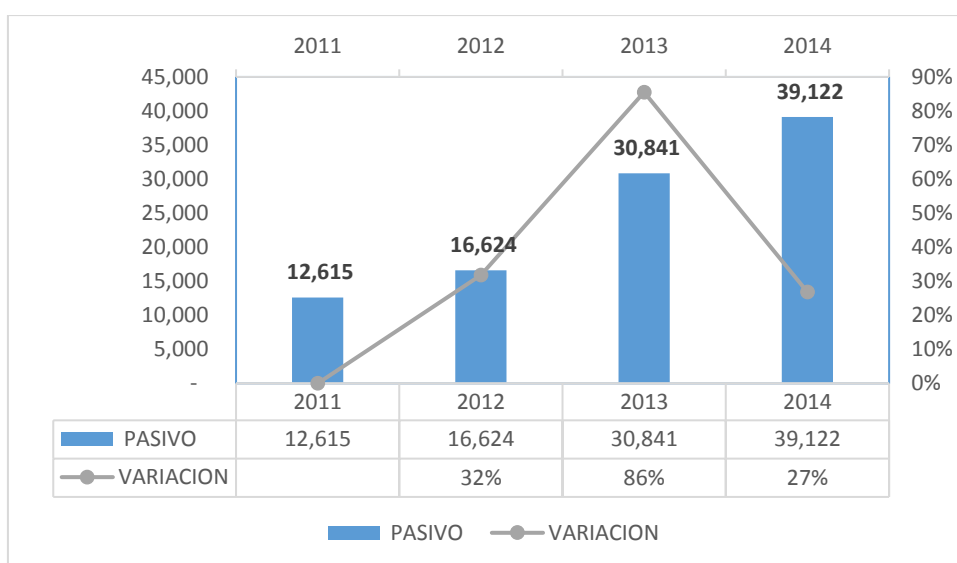
Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Las Cuentas por Cobrar Clientes de US\$30,30 millones, representa el saldo por cobrar con su principal cliente “Industrias S.A.” La rotación de la cartera se ubica en 175 días, siendo su política de crédito 60 días lo que nos indica que la compañía se está viendo afectada por las condiciones económicas de su cliente.

Pasivos

A Diciembre del 2014 los pasivos se ubican en US\$ 39,12 millones, cifra que representa un crecimiento del 27% frente al año anterior que fue de US\$ 30,84 millones; la deuda financiera está representada mayormente por cuentas por pagar proveedores- locales y relacionadas.

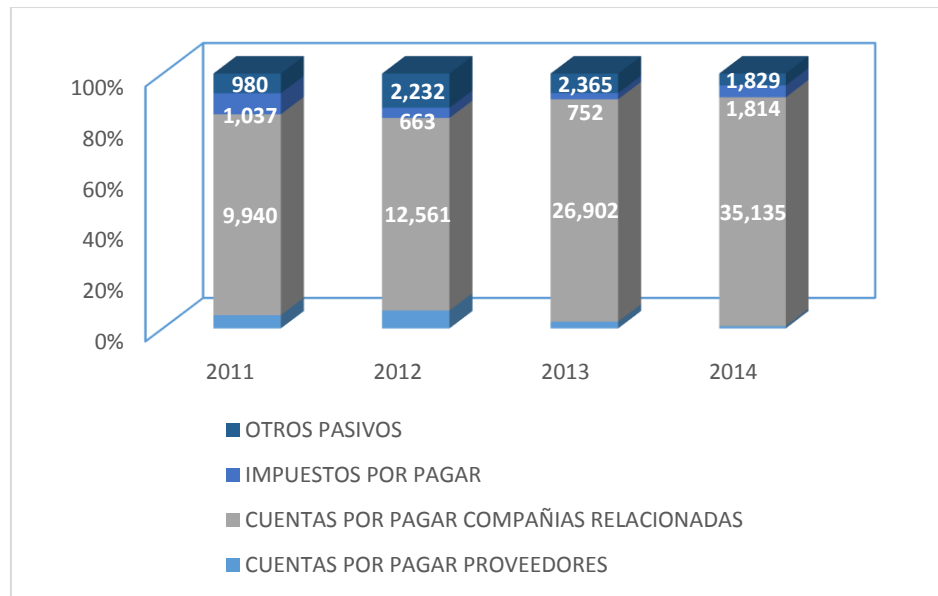
Gráfico 4.14 Evolución de los Pasivos (Miles US\$)



Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Estos pasivos se muestran a continuación: Proveedores-Locales US\$344 millones y Proveedores-Relacionados US\$35,14 millones, cuyo principal proveedor es La Compañía Relacionada del exterior donde pertenece el 100% de sus productos. El plazo de rotación de las cuentas por pagar se ubica de 260 días, plazo que luce con un desfase de 80 días dado que todas las compras de producto terminado para la distribución se efectúan con entidades relacionadas del exterior con un plazo de pago entre 0 y 180 días.

Gráfico 4.15 Evolución y Composición de los pasivos corrientes (Miles US\$)

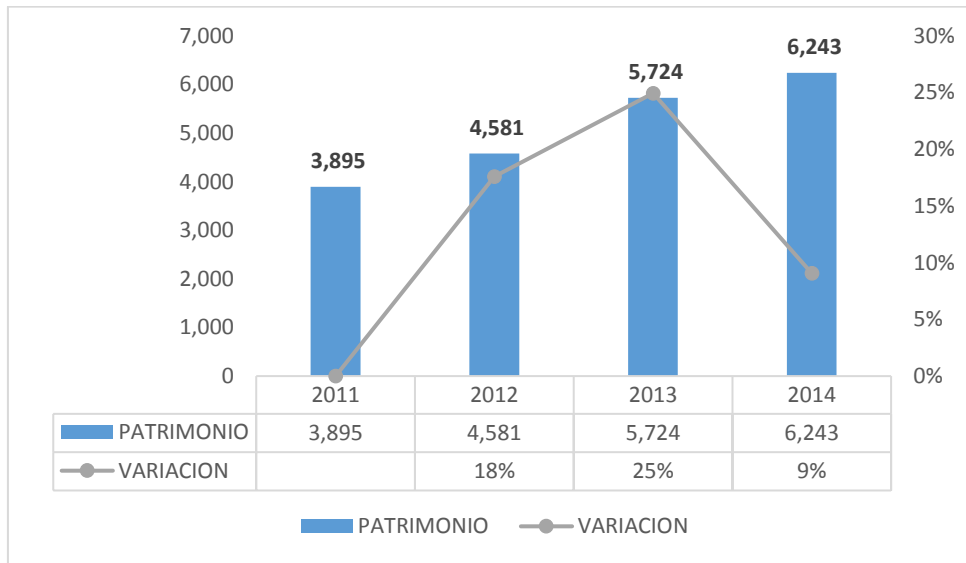


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Patrimonio

El Patrimonio de la empresa creció en un 9% pasando de US\$ 5,72 millones en diciembre del 2013 a US\$ 6,24 millones en diciembre del 2014, producto del registro del incremento de las utilidades del ejercicio. La Compañía no tiene una política definida para la repartición de dividendos. No obstante, dado al crecimiento de la empresa que requiere mayor capital de inversión y de trabajo, se busca retener las utilidades de la empresa para poder darle solvencia patrimonial al negocio.

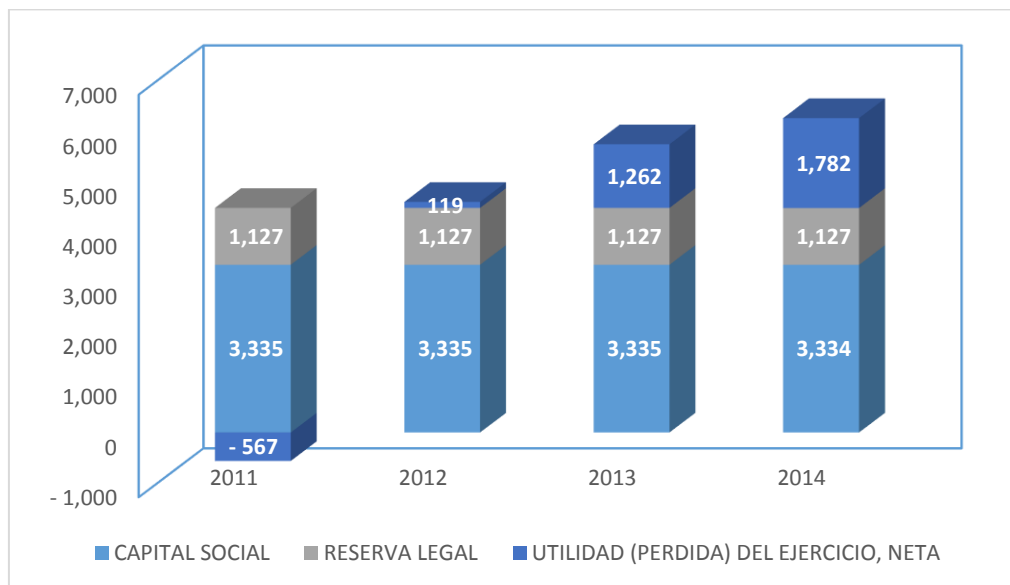
Gráfico 4.16 Evolución del Patrimonio (Miles US\$)



Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

El patrimonio de US\$ 6,24 millones lo conforman: El Capital Social por US\$3,34 millones, la Reserva Legal US\$ 1,13 millones, Utilidades Retenidas US\$827, y las Utilidades del Ejercicio US\$ 955.

Gráfico 4.17 Composición del Patrimonio (Miles US\$)

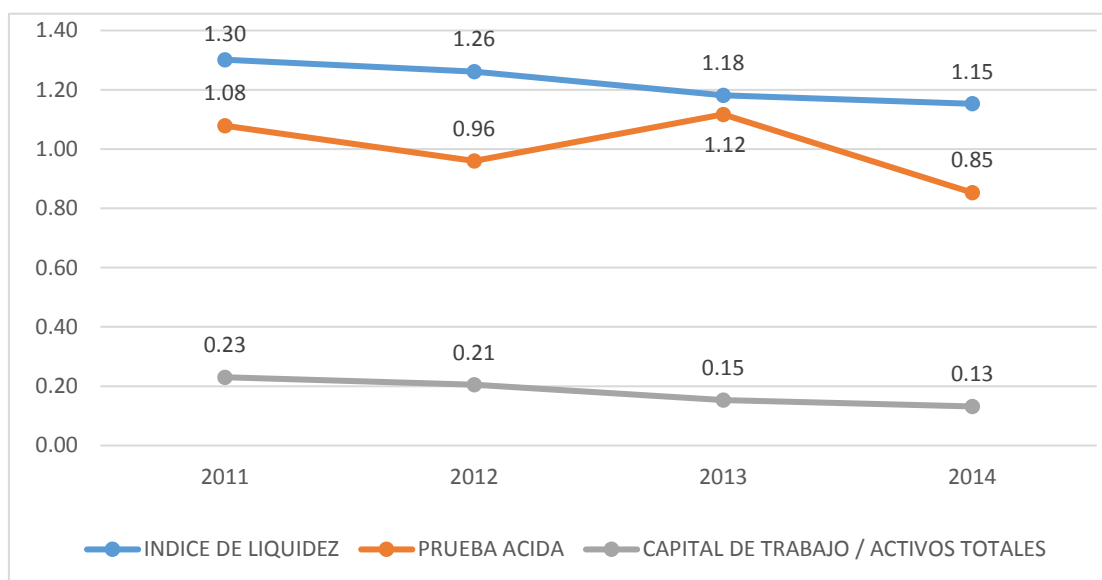


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Liquidez

Con el comportamiento variable de Activos y pasivos corrientes, el Capital de Trabajo incrementó de US\$5,58 millones positivos a US\$5,97, este incremento se da también por el aumento de los Activos Corrientes (Especialmente en el rubro de Cuentas por Cobrar), debido a esto la razón de Liquidez se ubica 1.15 y de la Prueba del Ácido 0.85, evidenciando que los recursos líquidos de la empresa son suficientes para cubrir las obligaciones en operación del negocio.

Gráfico 4.18 Evolución de los Índices de Liquidez

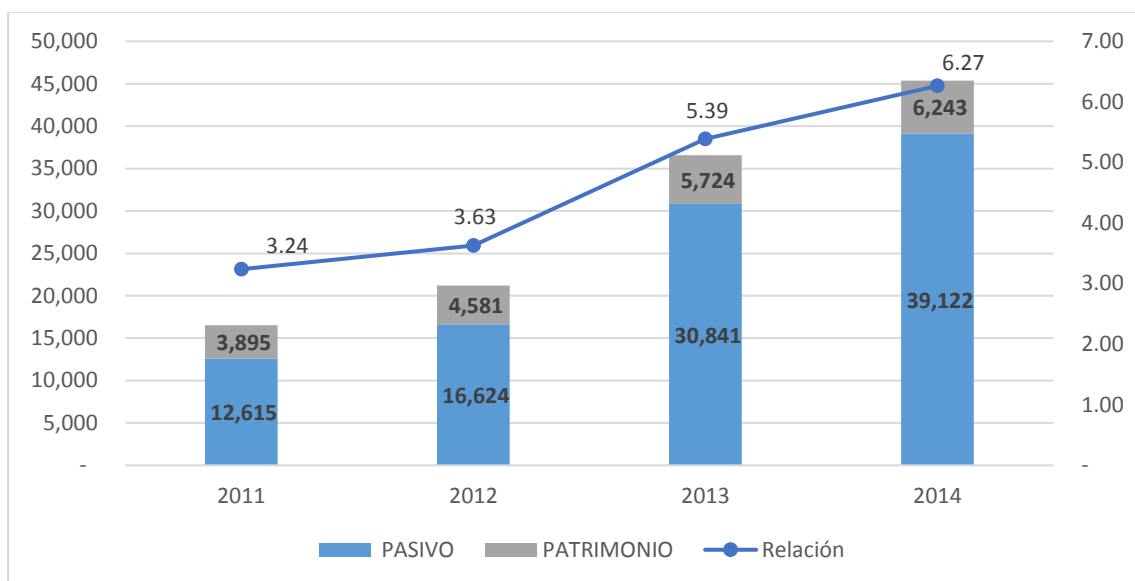


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Endeudamiento

Dado que el pasivo de la compañía representa un 86% (US\$39,12 millones) mientras que el 14% (US\$6,24 millones) restante corresponde a las aportaciones de los accionistas, reservas y resultados acumulados sobre el total de la inversión; podemos determinar el índice de Endeudamiento de 6.27, este indicador se muestra elevado por la alta inversión en compras de inventario.

Gráfico 4.19 Evolución estructura de capital (Miles de US\$)



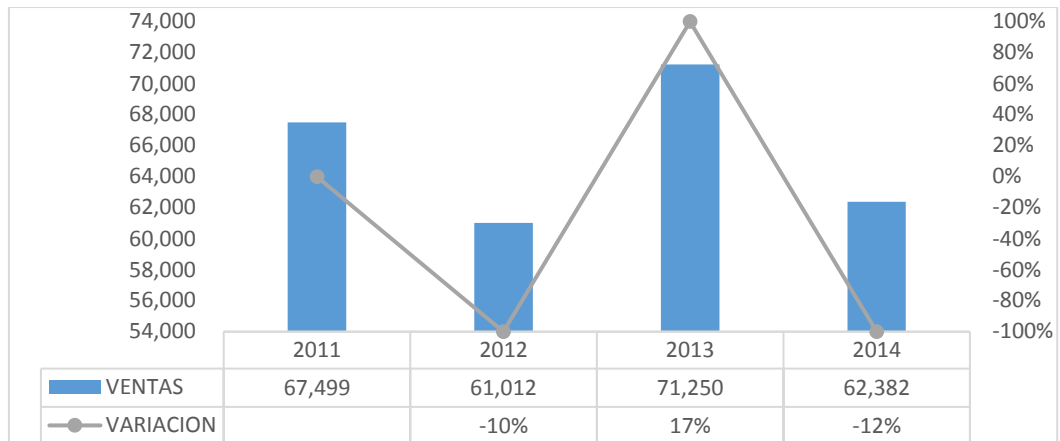
Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Ventas

El precio de venta de la mercadería de La Compañía a su principal cliente se establece tomando como base el precio de venta al público el mismo que está determinado por condiciones del mercado. La Compañía tiene la potestad para determinar qué productos son introducidos o retirados en el mercado local.

Durante los períodos analizados las ventas de la empresa lucen variables, en el año 2014 sus ventas fueron de US\$62,38 millones, cifra que representa casi un 12% de disminución frente a las ventas alcanzadas en el año 2013 de US\$71,25 millones, su reducción básicamente se da por que el Gobierno decidió restringir importaciones indirectamente, a través de reglamentos de calidad, normas de etiquetado, eficiencia, etc., para limitar el ingreso de productos extranjeros.

Gráfico 4.20 Evolución de las Ventas (Miles US\$)

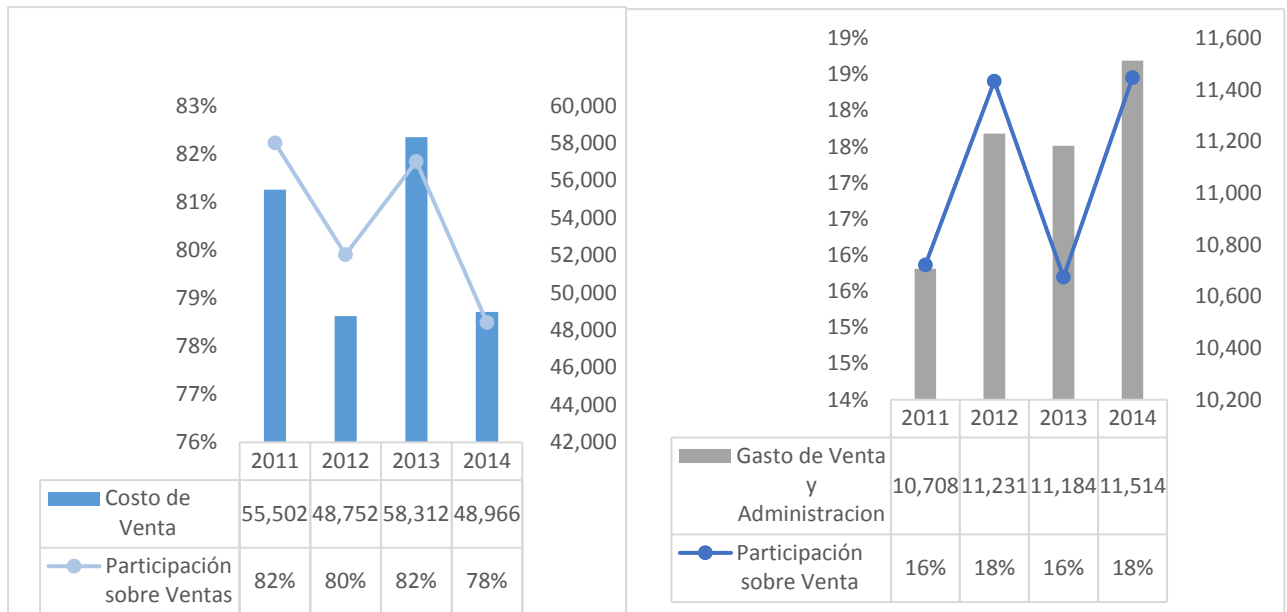


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Costos y Gastos Operativos

Los costos y los gastos presentan una disminución en igual proporción que sus ingresos. A Diciembre del 2014 su Costo de Ventas fue de US\$48,97 millones cifra que representa un 78% de sus ventas, mientras que los Gastos de Ventas y Administración de US\$11,51 que incluyen publicidad, fletes, provisión incobrables, asesoría financiera, asistencia técnica, servicios de maquila y otros impuestos; representan un 18% del total de ventas.

Gráfico 4.21 Evolución de Costos y Gastos (Miles US\$)

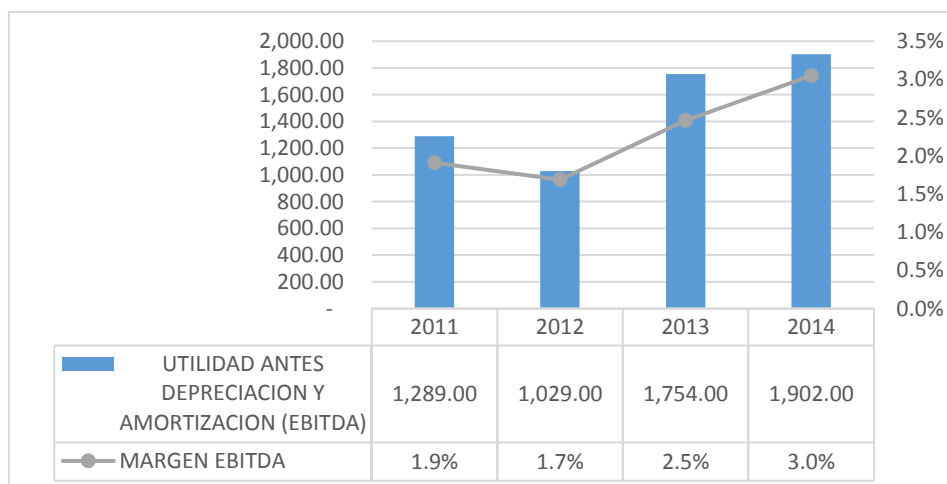


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Ebitda

El EBITDA mantiene su comportamiento decreciente hasta el 2012 tanto en montos como en márgenes, no obstante a Diciembre de 2013 y 2014 el EBITDA mejora US\$1,75 y US\$1,90 millones respectivamente, este incremento corresponde a la disminución de costos operativos. Cabe mencionar que este nivel de EBITDA ha superado el valor alcanzado en 2011.

Gráfico 4.22 Evolución del Ebitda (Miles US\$)

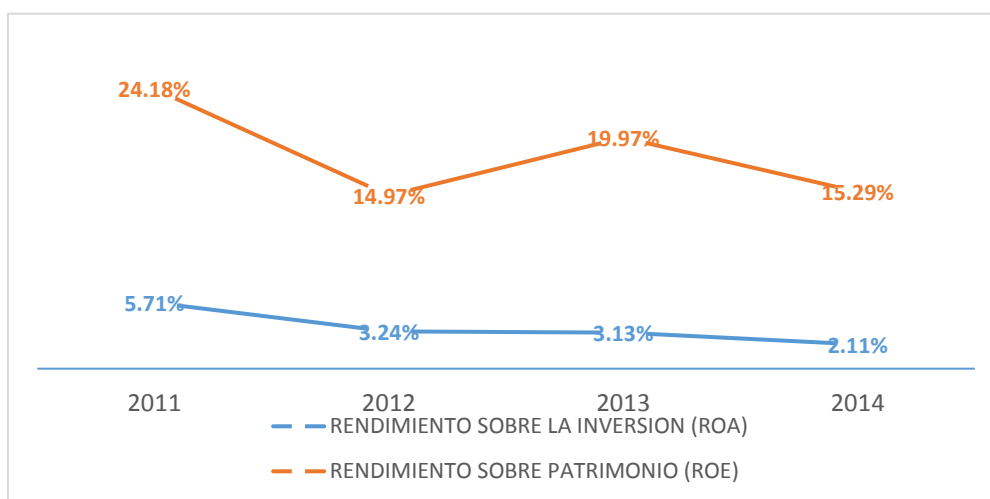


Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Rentabilidad

El retorno sobre activos (ROA) en el año 2014 evidencia que por cada US\$100 invertidos en sus activos la empresa tienen una utilidad neta de 2.11%, mientras que el Retorno sobre el patrimonio (ROE) nos indica que por cada \$100 de inversión en el patrimonio, la empresa tiene una utilidad en el año 2014 de 15.29%, una utilidad menor en referencia al año 2013 que fue de 19.97%. De acuerdo al análisis efectuado vemos que los indicadores de rentabilidad son bajos, sin embargo estos se encuentran acorde a los márgenes de sus principales competidores dentro del sector. (Ver cuadro 4.2)

Gráfico 4.23 Evolución de Rentabilidad



Fuente: Informe Auditado de La Compañía 2014

Cuadro 4.1 Índices de Rentabilidad principales empresas competidoras

| COMPAÑÍA | ACTIVO | PATRIMONIO | VENTAS | UTILIDAD | ROS | ROA | ROE |
|----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|
| LA COMPAÑÍA S.A. | 45,227,616.10 | 6,310,050 | 62,381,738 | 955,000 | 1.53% | 2.11% | 15.29% |
| LA FABRIL S.A. | 317,626,035 | 106,017,887 | 451,533,235 | 16,383,083 | 3.63% | 5.16% | 15.45% |
| UNILEVER ANDINA ECUADOR S.A. | 179,319,281 | 52,142,311 | 297,495,811 | 26,511,090 | 8.91% | 14.78% | 50.84% |
| JOHNSON & JOHNSON DEL ECUADOR SA | 49,916,001 | 34,561,627 | 96,997,996 | 22,282,887 | 22.97% | 44.64% | 64.47% |
| INDUSTRIAS ALES CA | 176,601,795 | 59,844,897 | 261,015,546 | (1,504,554) | -0.58% | -0.85% | -2.51% |

Fuente: Superintendencia de Compañías

5. ESTIMACIÓN DEL VALOR MEDIANTE EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

En el capítulo 3 se determinó utilizar el método de descuento de flujo de caja, ya que considera que la empresa es un ente generador de riquezas, por esta razón calcularemos el valor de la empresa mediante la estimación de flujos de caja futuros, actualizando dichos flujos a una tasa de descuento apropiada, para esto es necesario seguir los siguientes pasos que describiremos a continuación:

5.1. PROYECCIONES FINANCIERAS

Hemos analizado las cifras macroeconómicas y principales aspectos del sector, así como también realizamos un diagnóstico de las cifras financieras de La Compañía y el entorno en el cual desarrolla sus operaciones, el siguiente paso es proyectar los Resultados de la empresa en un periodo de planeación de 5 años, ya que considero que es un tiempo prudencial para manejar proyecciones más acertadas, el cual depende principalmente de la estabilidad del sector al que pertenece la empresa.

Las previsiones financieras se realizarán en bases a supuestos debidamente fundamentados en base a las perspectivas de crecimiento que tiene la actual administración de la empresa, estas proyecciones se utilizarán posteriormente para determinar los flujos de caja que será capaz de generar la empresa.

5.1.1. Estado de Resultados

Ingresos

Las ventas de la empresa en el año 2014 llegaron a ser de US\$ 62 millones, al cierre del año 2015 ascendieron a US\$ 64 millones de acuerdo a información proporcionada por el departamento contable, lo cual equivale a una tasa de crecimiento promedio del 2%.

Se estimó adecuadamente el nivel de ingresos que la empresa estará en capacidad de recibir en los próximos años en base al comportamiento histórico de sus ventas, además se consideró supuestos conservadores debido a la situación económica actual y crecimiento del sector, el cual está entre un 4% al 5% anual, esperando mantener un crecimiento sostenible dentro de los 5 años. Sus ventas tendrán un incremento del 2%.

Costos y Gastos

Se estimó que los costos de ventas representan un 77%, Gasto de Ventas 14%, Gastos de Administración y Generales un 3% respectivamente sobre el total de las ventas, estos porcentajes han sido considerandos en base al comportamiento histórico promedio de los 2 últimos años.

Cuadro 5.1 Estado de Resultado Proforma (Miles US\$)

| | *2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 64,345 | 65,349 | 66,369 | 67,995 | 69,661 | 71,368 |
| Ingresos | 64,345 | 65,349 | 66,369 | 67,995 | 69,661 | 71,368 |
| (-) Costos de ventas | | 50,006 | 50,787 | 52,031 | 53,306 | 54,612 |
| Margen Bruto | | 15,343 | 15,582 | 15,964 | 16,355 | 16,756 |
| (-) Gastos de Ventas | | 8,990 | 9,131 | 9,355 | 9,584 | 9,818 |
| (-) Gastos de Administración | | 1,450 | 1,473 | 1,509 | 1,546 | 1,584 |
| (-) Gastos Generales | | 227 | 230 | 236 | 242 | 248 |
| Utilidad Operacional | | 4,675 | 4,748 | 4,865 | 4,984 | 5,106 |
| (-) Impuestos | | 1,029 | 1,045 | 1,070 | 1,096 | 1,123 |
| Utilidad Neta | | 3,647 | 3,704 | 3,794 | 3,887 | 3,983 |

* Año base para la proyección

Una vez aplicado la tasa impositiva del impuesto a la renta, se obtiene el Estado de Resultado proforma el cual servirá de base para determinar el flujo de caja generado por la empresa.

5.1.2. Flujo de Caja

Los flujos de caja fueron proyectados basándonos en Estado Resultado Proforma proyectados anteriormente, el horizonte de evaluación es de 5 años, como ya se mencionó, los supuestos a considerar son los siguientes:

Cuadro 5.2 Supuestos para la proyección de flujos de caja

| Supuestos | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Perpetuidad |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|-------------|
| Crecimiento ventas | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | |
| Costo de ventas sobre ventas | 77% | 77% | 77% | 77% | 77% | |
| Gastos de Venta sobre ventas | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | |
| Gastos de Administración sobre ventas | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | |
| Gastos Generales sobre ventas | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | |
| Tasa impositiva | 22% | 22% | 22% | 22% | 22% | |
| Variación capital de trabajo | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | |
| Crecimiento perpetuo | | | | | | 2% |

Variación del capital de trabajo: Existen cuentas que son necesarias para la estimación de los flujos de cajas futuros, entre estas tenemos las que forman parte operativa de la empresa como lo son: cuentas por cobrar, inventarios, cuentas por pagar, estas constituyen el capital de trabajo de la empresa. Se entiende como capital de trabajo la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, se estima que el capital de trabajo se comportará de acuerdo a las ventas, ya que se considera que si las ventas disminuyen se necesitará menor nivel de inventarios, cuentas por cobrar y crédito con proveedores de materias primas e insumos; de igual manera se espera el efecto contrario con un aumento en las ventas.

El valor terminal o del último flujo, se estima que desde el último año crecerá un 2% la empresa y se perpetúa el último flujo.

Como primer paso determinaremos los flujos de caja desapalancados, este se determina obteniendo el beneficio operativo después de impuestos, al que se le agrega las depreciaciones,

se le deduce los aumentos en activos fijos y se le añade o deduce, según corresponda, las variaciones en el capital de trabajo.

Para nuestro ejercicio es importante mencionar que el flujo de caja desapalancados es igual al del accionista ya que la empresa no tiene deuda y por ende no hay pago de intereses.

Cuadro 5.3 Flujos de caja proyectados a 5 años (Miles US\$)

| | *2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Perpetuidad |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 64,345 | 65,349 | 66,369 | 67,995 | 69,661 | 71,368 | |
| Ingresos | 64,345 | 65,349 | 66,369 | 67,995 | 69,661 | 71,368 | |
| (-) Costos de ventas | | 50,006 | 50,787 | 52,031 | 53,306 | 54,612 | |
| Margen Bruto | | 15,343 | 15,582 | 15,964 | 16,355 | 16,756 | |
| (-) Gastos de Ventas | | 8,990 | 9,131 | 9,355 | 9,584 | 9,818 | |
| (-) Gastos de Administración | | 1,450 | 1,473 | 1,509 | 1,546 | 1,584 | |
| (-) Gastos Generales | | 227 | 230 | 236 | 242 | 248 | |
| Utilidad Operacional | | 4,675 | 4,748 | 4,865 | 4,984 | 5,106 | |
| (-) Impuestos | | 1,029 | 1,045 | 1,070 | 1,096 | 1,123 | |
| NOPAT | | 3,647 | 3,704 | 3,794 | 3,887 | 3,983 | |
| ** (+) Depreciación | | - | - | - | - | - | |
| (-) CAPEX | | - | - | - | - | - | |
| (-) capital de trabajo | 8,675 | 135.40 | 138 | 219 | 225 | 230 | |
| Flujo de caja desapalancados | | 3,511 | 3,566 | 3,575 | 3,663 | 3,752 | 3,827 |

* Año base para la proyección

**La empresa no tiene activos fijos

5.2. ESTIMACIÓN DE LAS TASAS DE DESCUENTO

Para la estimación de la tasa de descuento del flujo de caja desapalancados utilizaremos la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas (K_p), la misma que se determina mediante la aplicación del modelo de equilibrio de activos financieros (capital asset pricing model, CAPM).

Este modelo plantea que la tasa de retorno exigida a un activo debe estar en función del beta de una acción el cual mide el riesgo sistemático o de mercado; se determina mediante una ecuación sencilla: se suma al rendimiento libre de riesgo (R_f)¹⁸, una prima por el riesgo¹⁹ que

¹⁸ Es la tasa de riesgo cero. A nivel general se consideran así a la tasa de interés que pagan los bonos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América (T-bonds).

¹⁹ Es la diferencia entre la tasa de riesgo cero y los rendimientos esperados en el mercado, se suele llamar Prima de riesgo de mercado

se corre invirtiendo en dicho activo, variando la prima de riesgo $[E(R_M) - R_f]$ según la beta (β)²⁰ desapalancadas de la empresa.

Y así, partiendo de un determinado valor de la beta de las acciones, de la tasa sin riesgo y de la prima de riesgo del mercado, se puede calcular la rentabilidad exigida por los accionistas (Ver ecuación 5.1).

Ecuación 5.1 $kp = R_F + \beta_P[E(R_M) - R_F]$

En el mercado de valores ecuatoriano, existe un número reducido de empresas que cotizan en bolsa, estas características determina que existe escasa información sobre precios, rendimiento de títulos de renta variable a pesar que en los últimos años el mercado ha evidenciado mayor dinamismo, esto impone restricciones para el cálculo, por esta razón debemos utilizar betas referenciales²¹ de empresas que pertenezcan al mismo sector en economías emergentes. Para la tasa libre de riesgo tomamos como referencia los T-Bonds 30Y²² ya que consideramos que la empresa seguirá en el mercado por varios años más. Para la Prima de Riesgo de Mercado (PRM) tomamos como referencia la PRM histórica de Estados Unidos ya este es un mercado desarrollado y en vista que estamos en un país emergente resulta difícil determinar dicha cifra ya que no disponemos de los datos estadísticos para hacerlo. (Ya que debemos utilizar la mayor cantidad de datos posibles para eliminar la Desviación estándar, el promedio geométrico es la mejor estimación de una prima a largo plazo, ya que a diferencia del promedio aritmético que tiene un sesgo hacia arriba, el promedio geométrico no tiene sesgo alguno).

Una vez que aplicamos la ecuación obtenemos el costo patrimonial, no obstante es necesario realizar un ajuste de riesgo país en vista de que se trata de un país emergente, en

20 El coeficiente Beta (β) es una medida de la volatilidad de un activo, indica la sensibilidad de la rentabilidad de una acción de la empresa a los movimientos del mercado.

21 Los podemos obtener del sitio web de Damodaran: www.damodaran.com

22 Es el rendimiento a 30 años que pagan los T-Bonds

este caso se aplicará la primera opción que plantea Damodaran que es sumarle al costo patrimonial inicial el Default Spread ²³ ya que se asume que este encierra el impacto del riesgo país. (Ver ecuación 5.2)

Ecuación 5.2 $kp = R_F + \beta * PRMus + Spread$

5.3. ESTIMACIÓN VALOR TERMINAL

Teniendo en cuenta las proyecciones efectuadas en un horizonte de 5 años, al final del periodo consideramos el supuesto que la empresa continuara presentando ciclos económicos por un largo tiempo, y por tanto es necesario calcular el valor en este momento, que comúnmente se identifica como valor terminal o residual.

Consideramos que el valor residual de la empresa a perpetuidad en la valoración representa una porción significativa en el valor, por esta razón se debe analizar la situación del negocio en el último año.

La fórmula matemática de una renta perpetua que utilizaremos está basada en el Modelo de Gordón sobre el crecimiento, que consiste en calcular ese valor como una perpetuidad en la que se asume que la empresa continuará creciendo indefinidamente a un cierto ritmo; se toma el flujo de caja del último año proyectado y se asume que este crecerá a perpetuidad de acuerdo a la tasa de crecimiento constante del 4%, el valor residual sería el valor presente de esa serie de flujos de caja. (Ver ecuación 5.3)

. **Ecuación 5.3** Valor terminal = $\frac{FC(t_n) * (1 + \text{tasa de crecimiento})}{\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento}}$

²³ Margen de incumplimiento

5.4. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Para poder realizar el análisis de sensibilidad en los distintos escenarios, se debe tener en cuenta aspectos importantes tales como la evolución del sector, comportamiento histórico de sus cifras, así como también las reformas que el Gobierno establezca para regular la importación de productos de cosméticos y cuidado personal .

Es importante llevar a cabo un análisis de escenarios, que nos permita visualizar, como afectaría al valor de la empresa; para ello hemos considerado 2 escenarios uno optimista y pesimista.

Para el escenario optimista se considerará los siguientes cambios:

- Elevar las tasas de crecimiento de ventas basándonos directamente en información del sector el mismo que de acuerdo a información del Mipro, se estima tendrá un crecimiento del 4% al 5%, considerando en los años 2016 y 2017 un incremento en ventas del 3% y a partir del 2018 incrementaran un 4% anual durante los próximos años proyectados.
- Disminuir el porcentaje de costo de venta en dos puntos porcentuales siendo este el 75% sobre las ventas.
- Aumentar la tasa de crecimiento perpetuo al 4%.

La tabla de supuestos para el escenario optimista se presenta a continuación:

Cuadro 5.4 Supuestos escenario optimista

| Supuestos | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Perpetuidad |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|-------------|
| Crecimiento ventas | 3% | 3% | 4% | 4% | 4% | |
| Costo de ventas sobre ventas | 75% | 75% | 75% | 75% | 75% | |
| Gastos de Venta sobre ventas | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | |
| Gastos de Administración sobre ventas | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | |
| Gastos Generales sobre ventas | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | |
| Tasa impositiva | 22% | 22% | 22% | 22% | 22% | |
| Variación capital de trabajo | 3% | 3% | 4% | 4% | 4% | |
| Crecimiento perpetuo | | | | | | 4% |

Para el escenario pesimista se considerará los siguientes cambios:

- Disminuir las tasas de crecimiento de ventas, considerando que la empresa será susceptible a factores externos que impidan su crecimiento, en los años 2016 y 2017 el porcentaje será del 1%, mientras que a partir del 2018 sus ventas incrementaran un 2% en los años proyectados. .
- Aumentar el porcentaje de costo de venta 78% de las ventas, considerando un alza en los precios.
- Disminuir la tasa de crecimiento perpetuo al 2%.

Cuadro 5.5 Supuestos escenario pesimista

| Supuestos | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Perpetuidad |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| Crecimiento ventas | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | |
| Costo de ventas sobre ventas | 78% | 78% | 78% | 78% | 78% | |
| Gastos de Venta sobre ventas | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | |
| Gastos de Administración sobre ventas | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | |
| Gastos Generales sobre ventas | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | |
| Tasa impositiva | 22.00% | 22.00% | 22.00% | 22.00% | 22.00% | |
| Variación capital de trabajo | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | |
| Crecimiento perpetuo | | | | | | 2% |

5.5. VALOR DE LA EMPRESA

Escenario Esperado

El valor de la empresa mediante el método de Flujo de Caja descontado será el valor actual de los flujos de caja libres proyectados, más el valor terminal.

Cuadro 5.6 Cálculo costo patrimonial

| Rubro | Valor | Fuente |
|-----------------------------------|---------------|---|
| Beta desapalancada | 0.71 | Betas promedio por sector página web (www.damodaran.com) |
| Rendimiento libre de riesgo | 2.62% | Promedio de rendimiento anual T Bonds 30 años Febrero 2016 (www.investing.com) |
| Prima de riesgo de mercado | 6% | Promedio historico geometrico(1928-2013) sobre los T-Bonds (www.damodaran.com) |
| Default Spread Ecuador | 8.26% | Ajuste por riesgo país (www.damodaran.com) Promedio Banco Central del Ecuador (www.bce.fin.ec) |
| Costo Patrimonial | 6.86% | $kp = R_F + \beta_P [E(R_M) - R_F]$ |
| Costo Patrimonial ajustado | 15.12% | $kp = R_F + \beta * PRMus + Spread$ |

Cuadro 5.7 Cálculo valor terminal flujos (Miles US\$)

| | |
|------------------------------|---------------|
| Flujo caja 2021 | 3,827 |
| g: Tasa de crecimiento | 2% |
| ke: Costo patrimonial (CAPM) | 15.12% |
| Valor Terminal | 29,171 |

Cuadro 5.8 Cálculo valor de la empresa (Miles US\$)

La Compañía Ecuador

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Flujos de caja | 3.511 | 3.566 | 3.575 | 3.663 | 3.752 |
| Valor Terminal flujos de caja | | | | | 29.171 |
| Total flujos | 3.511 | 3.566 | 3.575 | 3.663 | 32.923 |

Valor actual flujos de caja (Tasa: 15.12%) \$ 26.452

Valoración de la empresa \$ 26.452

De esta manera se determinó que el valor de la Empresa La Compañía es de US\$26,45 millones.

Escenario Optimista

El valor terminal determinado fue de US\$59,76 millones a una tasa constante del 4%

Cuadro 5.9 Cálculo valor terminal flujos escenario optimista (Miles US\$)

| | |
|------------------------------|---------------|
| Flujo caja 2021 | 6,646 |
| Tasa de crecimiento | 4% |
| Costo patrimonial | 15.12% |
| Valor residual flujos | 59,760 |

Cuadro 5. 10 Cálculo del Valor de la empresa Escenario Optimista (Miles US\$)

La Compañía Ecuador

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Flujos de caja | 5.576 | 5.752 | 5.904 | 6.142 | 6.390 |
| Valor residual flujos de caja | | | | | 59.760 |
| Total flujos | 5.576 | 5.752 | 5.904 | 6.142 | 66.150 |

Valor actual flujos de caja (Tasa: 15.12%) \$ 49.266

Valoración de la empresa \$ 49.266

De esta manera se determinó que el valor de la Empresa La Compañía es de US\$49,27 millones.

Escenario Pesimista

Cuadro 5.11 Cálculo valor terminal escenario pesimista (Miles US\$)

| | |
|------------------------------|---------------|
| Flujo caja 2021 | 1,567 |
| Tasa de crecimiento | 2% |
| Costo patrimonial | 15.12% |
| Valor residual flujos | 11,944 |

Cuadro 5.12 Cálculo del valor de la empresa escenario Pesimista (Miles US\$)

La Compañía Ecuador

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Flujos de caja | 1.507 | 1.524 | 1.477 | 1.506 | 1.536 |
| Valor residual flujos de caja | | | | | 11.944 |
| Total flujos | 1.507 | 1.524 | 1.477 | 1.506 | 13.480 |

Valor actual flujos de caja (Tasa: 20.15%) \$ 10.951

Valoración de la empresa \$ 10.951

De esta manera se determinó que el valor de la Empresa La Compañía es de US\$10,95 millones.

5.6. PONDERACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA

Tomando en cuenta la situación económica, política, sectorial en el que desarrolla sus operaciones La Compañía S.A., se ha determinado probabilidades para cada uno de los escenarios que son del 70%, 10% y 20% para el escenario esperado, optimista y pesimista respectivamente, ponderando el valor en cada uno de los escenarios, con el que se obtuvo un valor esperado de la empresa de US\$25,20 millones.

Cuadro 5.13 Valor de la empresa esperado de La Compañía S.A. (Miles US\$)

| Escenario | Valor empresa | Probabilidad | Valor ponderado |
|-------------------------------------|---------------|--------------|------------------|
| Pesimista | \$ 10.951 | 20% | \$ 2.190 |
| Esperado | \$ 26.452 | 70% | \$ 18.517 |
| Optimista | \$ 44.957 | 10% | \$ 4.496 |
| VALOR DE LA EMPRESA ESPERADO | | | \$ 25.203 |

6. CONCLUSIONES

En la actualidad la valoración de empresas es de gran importancia y se ha convertido en una herramienta principal para la dinámica empresarial que requiere constantemente evaluar la situación financiera y riesgos del negocio para una asertiva toma de decisiones que ayuden a la creación de valor para sus accionistas.

Existen diferentes métodos para efectuar una valoración, el cual es posible determinar a través del análisis de las características de la compañía y su entorno, en donde, luego de la revisión de la literatura logramos definir el método idóneo que para nuestro caso es el flujo de caja descontado ya que es el método que se adapta conceptualmente a nuestras condiciones y además es el más utilizado por el tipo de mercado en que la compañía se desenvuelve.

Para efectuar la valoración llevamos a cabo varias fases tales como: análisis macroeconómico y del sector, análisis financiero de sus cifras históricas, elaboración de proyecciones, cálculo del flujo de caja, determinación del coste patrimonial para finalmente obtener el valor de la empresa.

La Compañía S.A. es parte de un importante grupo con amplia trayectoria en el ámbito empresarial y es un actor muy importante en la industria de productos de consumo masivo al igual que su competencia; por ello a medida que esta industria se convierte en una industria global, un gran número de compañías han empezado a establecer plantas de manufactura en diferentes países y a tercerizar la fabricación de productos, con el fin de reducir costos de producción. El hecho de contar con plantas de fabricación en diferentes mercados también ayuda a estas empresas a tomar una posición competitiva con respecto a otros participantes que intentan acceder al mismo mercado.

Por otra parte, la demanda de productos de consumo masivo está constantemente definida por factores de crecimiento de la población. Actualmente, los mercados más determinantes para estos productos son los mercados de países emergentes tales como países de América Latina, Europa Central y del Este, China, e India. A medida que la población de estos países crece y sus economías se amplían, también se genera una mayor demanda por productos del hogar y productos de cuidado personal.

Debido al crecimiento del mercado, La Compañía debe prestar atención a la competencia tanto con las compañías multinacionales como las locales establecidas en el país, mientras que en el contexto macroeconómico los cambios en la economía generan como consecuencia un riesgo país elevado. En cuanto al sector en que se desenvuelve actualmente está presentando riesgos como incrementos arancelarios en las importaciones, pero gracias a

sus estrategias y por tratarse de una empresa con capital extranjero posesionada ya hace varios años en el país han desarrollado estrategias para mitigar estos riesgos.

El CAPM (Capital Assets Pricing Model) es una herramienta factible para el cálculo del costo patrimonial, además es ajustable para calcular el riesgo percibido en un país emergente, muy útil por no contar con un mercado bursátil desarrollado el cual limita en cierta manera el cálculo, sin embargo podemos recurrir a datos referenciales, que son de fácil acceso para los analistas.

El método de Flujo de caja descontado ofrece una base analítica sólida por esta razón fue posible realizar un análisis de sensibilidad tomando en consideración variables claves del negocio, con el que se llevó a cabo el análisis de escenarios que nos permiten conocer el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemáticos y específicos, siendo esta una de las herramientas de análisis más eficaces.

Se estableció una proyección de 5 años, con el fin de que los datos no distorsionen mucho de la realidad, se determinó el valor de la empresa el cual resulta de la suma entre el valor actual y el valor terminal descontados al costo patrimonial.

Finalmente, para el caso de la empresa La compañía S.A. el valor bajo los escenarios optimista y pesimista esta entre US\$44,96 y US\$10,95 millones respectivamente, por lo tanto la ponderación del valor esperado de la empresa en función de la probabilidad de ocurrencia de cada uno de los escenarios es de US\$25,20 millones.

REFERENCIAS

- Alvarez, R., García, K., & Borraez, A. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre Económico*, 59-80.
- Asttesting Group. (2014). *Reformas a la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno y su Reglamento*.
- Banco Central del Ecuador. (Diciembre de 2015). *Indicadores macroeconómicos*. Obtenido de <http://www.bce.fin.ec/index.php/indicadores-economicos>
- Banco Central del Ecuador. (2015). *Inversion extranjera directa*. Obtenido de <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>
- Banco Central del Ecuador. (Marzo de 2016). *Riesgo país*. Obtenido de contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais
- Damodaran. (Enero de 2016). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current*. Obtenido de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
- Damodaran. (Enero de 2016). *Betas by sector*. Obtenido de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- Damodaran. (Enero de 2016). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Obtenido de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- Damodaran, A. (2009). *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies* . Stern School of Business .
- EKOS. (2015). *Ranking empresas* . Obtenido de www.ekosnegocios.com/empresas/RankingEcuador.aspx

Fernández , P. (6 de Mayo de 2008). *Métodos de valoración de empresa*. Barcelona: IESE Business School.

Fernández, P. (2001). *Valoración de Empresas- Como medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Fernández, P. (Septiembre de 2008). Valoración de Empresas por descuento de flujos: Diez Métodos y siete teorías. *IESE Business School*.

Galindo, L. (2005). *Fundamentos de Valoración de Empresas*.

Importaciones bajarían 800 millones. (2014 de Enero de 2104). *Diario el universo*.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (Septiembre de 2015). *Empleo*. Obtenido de http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2015/Septiembre-2015/Presentacion_Empleo.pdf

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (Noviembre de 2015). *Inflación Anual*. Obtenido de http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2015/InflacionNoviembre2015/Reporte_inflacion_Dic_2015.pdf.

Investing. (Febrero de 2016). *T Bonds*. Obtenido de <http://www.es.investing.com>

Jaramillo, F. (2010). *Valoración de empresas* (1 era ed.). Bogotá: Ecoe ediciones.

López Lubian, F., & De Luna, W. (2001). *Valoración de empresas en la práctica*.

Moscoso Escobar, J., & Botero Botero, S. (2014). Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. *Semestre Económico*, 237-262. Obtenido de <http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/410/826>.

Pereyra, M. (2008). Valoración de empresas: Una revisión de los métodos actuales.

PWC Asesores Empresariales. (2014). *Informe de precios de transferencias*. Guayaquil.

Revista de líderes. (2012). El sector orientado a la higiene y cuidado se fortalece. *Revista de líderes*.

Ribero, R. (2010). *Valuación de empresas fundamentos y práctica en Mercados Emergentes*. Montevideo: 2da Edición KPMG.

Serrano, J. (2000). Consideraciones críticas en valoración de empresas. *Revista Latinoamericana de Administración*, 51-66.

Standard & Poor's . (Febrero de 2014). *Industry Surveys Household Nondurables*.

Superintendencia de Compañías. (2014). *Portal de Información empresas*. Obtenido de <http://www.supercias.gob.ec>

Titman, S. (2010). *Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa*.

Titman, S., & Martin, J. (2010). *Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa*.