

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**



**PROYECTO DE TITULACIÓN**

**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA IMPORTADORA SALUD &  
VIDA CIA. LTDA.”**

**Previa la obtención del Título de:**

**MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**

**CALDERÓN YÉPEZ VANESSA KATHERINE**

**CUSME PINCAY JOHANNA MABEL**

**Guayaquil – Ecuador**

**2021**

## **AGRADECIMIENTO**

Con la gracia de Dios, apoyo de mis compañeros de trabajo, mis amigas de maestría y el de mi familia, en especial, de mi querido esposo e hijo, hoy puedo dar por terminada esta etapa de mi carrera.

*Vanessa Calderón Yépez*

A Dios, por darme salud y fortaleza para lograr y cumplir satisfactoriamente mi Maestría.

A Miss Katia Rodríguez quién desde la entrevista creyó en mí, quién me dio sus palabras de ánimo y quién finalmente se convirtió en nuestra Directora de tesis.

A Vanessa Calderón, por ser la mejor Partner y por convertirse en mi amiga.

A mi familia y en especial a mi hija quién a pesar de su corta edad fue mi total apoyo e inspiración.

*Johanna Mabel Cusme Pincay*

## **DEDICATORIA**

Dedicado a mis padres Roberto y Maritza, por su apoyo incondicional y su gran lucha en hacer de este mundo un lugar mejor. A mí amado esposo Alfredo y a mi hijo Maximiliano, quienes me apoyaron todos los días de mi maestría, y aportaron con sus frases motivadoras a la culminación de este trabajo. A mi hermana Karina, por ser mi fan número uno, y alegrarse de mis logros como si fueran los de ella. Y a mi compañera de tesis, Johanna por sobrellevar mis exigencias en cada trabajo desarrollado en clases.

*Vanessa Calderón Yépez*

Dedicado a mis padres Elsa y Washington, por siempre recordarme que con Dios todo se puede lograr. A mi hermosa hija Danna Sophia por ser mi mayor motivación y porque sé que esta meta cumplida será la base y ejemplo para la consecución de sus propios y futuros objetivos.

*Johanna Mabel Cusme Pincay*

**COMITÉ DE EVALUACIÓN**

*Katia Rodríguez*

---

**Katia Rodríguez Morales**

**Tutor del Proyecto**

*Sara Escobar*

---

**Sara Escobar Murillo**

**Evaluador 1**

*Claudia Márquez*

---

**Claudia Márquez Pinoargote**

**Evaluador 2**

## DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma **ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**”



---

**VANESSA CALDERÓN YÉPEZ**



---

**JOHANNA CUSME PINCAY**

## ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO .....	ii
DEDICATORIA .....	iii
COMITÉ DE EVALUACIÓN .....	iv
DECLARACIÓN EXPRESA .....	v
ÍNDICE GENERAL .....	vi
RESUMEN .....	viii
ÍNDICE DE TABLAS .....	ix
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	x
ABREVIATURAS .....	xi
Capítulo I.....	12
1.    Introducción.....	12
1.1. <i>Antecedentes</i> .....	12
1.2. <i>Definición del problema</i> .....	13
1.3. <i>Objetivos</i> .....	14
1.4. <i>Justificación</i> .....	15
Capítulo II.....	17
2.    Revisión de la literatura .....	17
2.1. <i>Definición y conceptos básicos de la valoración de empresas</i> .....	17
2.2. <i>Aplicación de la valoración de empresas</i> .....	18
2.3. <i>Importancia de la valoración de empresas</i> .....	20
2.4. <i>Tipos de valoración</i> .....	21
2.5. <i>Métodos de valoración financiera</i> .....	22
Capítulo III .....	29
3.    Marco metodológico.....	29
3.1. <i>Fuentes Primarias</i> .....	30
3.2. <i>Fuentes Secundarias</i> .....	30
3.3. <i>Método de Valoración Financiera</i> .....	30
3.4. <i>Método de flujo de caja descontado.</i> .....	31
Capítulo IV .....	35
4.    Análisis estratégico y financiero de la empresa .....	35
4.1. <i>Diagnóstico situacional</i> .....	35
4.2. <i>Filosofía corporativa</i> .....	35
4.3. <i>Valores corporativos</i> .....	36

4.4. <i>Matriz FODA</i> .....	36
4.5. <i>Mapa de procesos</i> .....	37
4.6. <i>Organigrama</i> .....	38
4.7. <i>Análisis financiero</i> .....	39
Capítulo V .....	53
5. Valoración financiera de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda. ....	53
5.1. <i>Estimación del flujo de caja proyectado</i> .....	53
5.2. <i>Estimación de las Tasas de Descuento</i> .....	57
Conclusiones y recomendaciones .....	61
Referencias Bibliográficas .....	63

## RESUMEN

La pandemia afectó de forma insospechada al mundo, a las sociedades y a la economía en general, como nunca antes se había visto. En Ecuador, como en otros países, las medidas sanitarias han afectado desproporcionalmente tanto los capitales del sector público como algunos del sector privado. Ciertas empresas ecuatorianas se vieron golpeadas y en algunos casos pulverizadas en sus finanzas, por la carencia de planes estratégicos o de contingencia, que les permitiesen tomar medidas acertadas para enfrentar la crisis sanitaria del COVID-19. Por esta razón, el presente proyecto de investigación está enfocado en brindar a los Administradores una visión global de la situación financiera actual de la empresa, con el objetivo de que puedan incluir dentro de sus lineamientos estratégicos, las actividades y planes a implementar, para el crecimiento de la compañía, así como la atracción de nuevos inversores, que le permitan generar mayores beneficios económicos futuros.

En el capítulo I, se detalla los antecedentes de la empresa, definición del problema, objetivos y justificación de la valoración financiera; en el capítulo II, se desenvuelve la revisión de la literatura, dónde se incluye definiciones de valoración según diversos autores, importancia, tipos y métodos de valoración financiera. El capítulo III, detalla la metodología de investigación, sobre las cuales se consideraron las premisas para realizar la valoración financiera de la empresa importadora Salud & Vida Cía. Ltda.; en el capítulo IV, se realizó un análisis estratégico y financiero de la empresa considerando los estados financieros del periodo 2017-2021 e índices respectivos. Finalmente, en el capítulo V se realiza el proceso de valoración financiera de la empresa, de acuerdo al método seleccionado, adicionalmente se realizó la sensibilización de tres posibles escenarios en un horizonte de tiempo de diez años, dónde se incluyó las estimaciones financieras, estrategias y expectativas de crecimiento de la importadora Salud & Vida Cía. Ltda.



## ÍNDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1</b>	Subclasificación de los métodos de valoración de empresas.....	23
<b>Tabla 2</b>	Clasificación del método basado en el balance.....	24
<b>Tabla 3</b>	Clasificación del método basado en cuenta de resultados .....	24
<b>Tabla 4</b>	Clasificación del método basado en descuento de flujos.....	26
<b>Tabla 5</b>	Clasificación de los flujos de fondos .....	32
<b>Tabla 6</b>	Estado de resultados integral del periodo 2017-2021 .....	40
<b>Tabla 7</b>	Estado de situación financiera del periodo 2017-2021 .....	41
<b>Tabla 8</b>	Análisis vertical del estado de situación financiera del periodo 2017-2021.....	47
<b>Tabla 9</b>	Proyección crecimiento de ingresos operacionales 2022 - 2031 .....	53
<b>Tabla 10</b>	Proyección costos y gastos 2022 – 2031.....	54
<b>Tabla 11</b>	Proyección CAPEX 2022 – 2031 .....	54
<b>Tabla 11</b>	Proyección FCFF 2022 – 2031 .....	56
<b>Tabla 13</b>	Proyección beneficio tributario 2022 – 2031 .....	56
<b>Tabla 14</b>	Cálculo del costo patrimonial .....	58
<b>Tabla 15</b>	Cálculo del valor terminal.....	59
<b>Tabla 16</b>	Comparativos escenarios .....	60
<b>Tabla 17</b>	Valoración financiera.....	60

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

<b>Ilustración 1</b>	Clasificación de los métodos de valoración de empresas. ....	22
<b>Ilustración 2</b>	Clasificación de los métodos mixtos. ....	25
<b>Ilustración 3</b>	Clasificación de los métodos basados en creación de valor. ....	27
<b>Ilustración 4</b>	Fórmula de los flujos descontados .....	31
<b>Ilustración 5</b>	Fórmula del WACC .....	33
<b>Ilustración 6</b>	Fórmula del $K_e$ .....	33
<b>Ilustración 7</b>	Fórmula de los flujos de caja para los accionistas .....	34
<b>Ilustración 8</b>	Fórmula del Capital Cash Flow.....	34
<b>Ilustración 9</b>	Valores corporativos .....	36
<b>Ilustración 10</b>	Matriz FODA .....	37
<b>Ilustración 11</b>	Matriz Mapa de procesos .....	38
<b>Ilustración 12</b>	Organigrama.....	39
<b>Ilustración 13</b>	Evolución Ingresos operacionales.....	42
<b>Ilustración 14</b>	Evolución Costo de venta.....	43
<b>Ilustración 15</b>	Evolución Otros ingresos .....	44
<b>Ilustración 16</b>	Composición Otros ingresos .....	44
<b>Ilustración 17</b>	Evolución Gastos administrativos y de ventas.....	45
<b>Ilustración 18</b>	Evolución utilidad neta.....	45
<b>Ilustración 19</b>	Evolución del Estado de situación Financiera 2017-2021 .....	48
<b>Ilustración 20</b>	Índices de liquidez 2017-2021 .....	49
<b>Ilustración 21</b>	Índices de apalancamiento 2017-2021 .....	50
<b>Ilustración 22</b>	Índices de rotación cuentas por cobrar y cuentas por pagar 2017-2021 .....	50
<b>Ilustración 23</b>	Índices de rotación de inventarios 2017-2021.....	51
<b>Ilustración 24</b>	Índices de rentabilidad 2017-2021 .....	52
<b>Ilustración 25</b>	ROA y ROE 2017-2021 .....	52
<b>Ilustración 26</b>	Fórmula Costo patrimonial.....	57
<b>Ilustración 27</b>	Fórmula valor terminal.....	58
<b>Ilustración 28</b>	Fórmula valor presente neto.....	59

## ABREVIATURAS

APV	Valor presente ajustado
$\beta$	Beta desapalancado
BAIT	Beneficios antes de intereses e impuestos
BE	Beneficio económico
CAPEX	Inversión en bienes de capital
CAPM	Método de valoración de activos financieros
CCF	Flujo de capital
CFac	Flujo de los accionistas
CFROI	Rendimiento de flujo de fondos sobre la inversión
EBITDA	Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones
EVA	Valor económico añadido
FODA	Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas
FCF	Flujo de caja libre
Kb	Costo de la deuda
Ke o Kp	Costo patrimonial
PER	Ratio Precio – beneficio
Rf	Tasa libre de riesgo
Ri	Prima de iliquidez
Rm	Rentabilidad del mercado
Rm-Rf	Prima de riesgo de mercado
ROA	Rendimiento sobre los activos
ROE	Rendimiento sobre el patrimonio
T o Tc	Tasa impositiva
VE	Valor empresa
VMA	Valor de mercado añadido
VEA	Valor económico añadido
UAII	Utilidad antes de intereses e impuestos
UEC	Unión de expertos contables
WACC	Costo promedio ponderado de capital

## Capítulo I

### 1. Introducción

#### *1.1. Antecedentes*

Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., es una empresa ecuatoriana que inició sus operaciones en 1990, se dedica a la importación y distribución de artículos para la salud, la compañía es parte del grupo empresarial de la Familia Avendaño compuesto por varias empresas dedicadas a la fabricación de productos relacionados a la salud, construcción, servicios digitales, entre otros.

La misión de Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., es satisfacer la demanda de la comunidad de la salud y de la población infantil del Ecuador, así como el mercado internacional.

La visión de Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., está dirigida a mantener el liderazgo de los productos para la salud ofreciendo productos de mejor calidad, todo esto por la búsqueda constante de productos innovadores que permiten cada día que los socios comerciales y cliente cuenten con productos de vanguardia.

Como parte del plan estratégico del año 2013, Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., inició con la comercialización de sus productos, en el mercado internacional de Colombia, Chile, Argentina y Bolivia, esto por disponer de una planta que produce el 30% de los productos distribuidos por la compañía.

La empresa está administrada sentando la base sobre la autoridad, con un grupo de trabajo con el cual se dialoga permanentemente y se toman decisiones, logrando así que se cumplan los objetivos, sin embargo la compañía reconoce que al disponer de un grupo pequeño de trabajo existe una visión y misión que no es compartida por todos, sino únicamente por este pequeño grupo, lo que hace necesario realizar una valoración global que permita mitigar este riesgo, así como de disponer todas las variables que deban ser consideradas en el plan estratégico de la empresa.

Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., forma parte de la huella “Mucho mejor, Ecuador” trabajando constantemente con el consumidor final, de tal manera que reconozcan y prefieran la producción nacional, basado en que “La Huella de Mucho Mejor Ecuador”, representa el valor agregado de compromiso y respaldo de la producción ecuatoriana de calidad, logrando así que el mercado objetivo al momento de tomar la decisión de compra

adquiera los productos fabricados localmente teniendo en cuenta la calidad y el precio, cambiando así la perspectiva que lo importado “es mejor”.

El objetivo fundamental de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., y de todas las empresas que forman parte del Grupo Económico de la Familia Avendaño, es incluir dentro de los lineamientos de la Planificación Financiera el valor de la entidad a través de la utilización de métodos financieros o de mercado, que permitan determinar la situación actual y futura de la empresa con base en su actividad económica. Dentro del proceso valorativo de una empresa, debe considerarse a más de la estructura económica y financiera, de la organización, aspectos externos relacionados a las estimaciones de crecimiento del país, tendencias políticas y de relaciones internacionales, así como los avances tecnológicos e innovación dentro del sector, y que pudiera afectar o incidir en la asignación de valor empresarial.

Gracias a todo lo expuesto anteriormente, Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., en los últimos cinco años ha mantenido ventas promedio por encima de los \$30 millones, siendo así una empresa que aporta a la economía del país.

### ***1.2. Definición del problema***

Las empresas familiares contribuyen a la economía del país, por ser consideradas entes creadores y generadores de empleo a nivel mundial; sin embargo, se caracterizan por estar constituidas entre personas con vínculos familiares, ocasionando conflictos en la toma de decisiones y en el crecimiento institucional de las mismas. (Palafox et al., 2019). Por ello, es necesario que se establezcan líneas de liderazgo y autoridad en función a las capacidades de la empresa, con el objetivo de que se logre una eficiente gestión administrativa.

Un estudio realizado por la Universidad de Especialidades Espíritu Santo (2017), acerca de las empresas familiares en el Ecuador revela que:

El 90,5% de las empresas ecuatorianas registradas en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros tienen una estructura de tipo familiar. Un 7,9% de las empresas son de propiedad dispersa no familiar y el 1,7% de propiedad desconocida. Adicionalmente, del conjunto de grandes empresas un 65,9% son de propiedad familiar, mientras que, en el segmento de empresas medianas este tipo de estructura representa un 88%, finalmente, las empresas pequeñas y microempresas representan más del 90% como empresas familiares (Camino & Bermudez, 2018, p.48).

En ocasiones, el desarrollo y posicionamiento dentro del mercado de estas empresas se ve limitado por la ausencia de nuevos socios capitalistas y estratégicos, que contribuyan a que dichas entidades se vuelvan sostenibles a través del tiempo. Para tal efecto, es necesario conocer el valor financiero y la estructura patrimonial que posee la empresa, permitiéndole de esta forma, obtener mayor capital operativo y establecer objetivos que apunten hacia la creación de valor, y les permitan ser más atractivas ante los nuevos inversionistas.

El valor de una empresa familiar adquiere relevancia cuando se pone a la venta, o cuando forma parte de una negociación de separación de bienes, o en su defecto requiere ser valorada para un proceso de sucesión cuando su propietario fallece, u otro (Block & Hirt, 2008, citado por Tovar & Muñoz, 2018).

Sanjurjo y Reinoso (2003, citado por Zambrano, 2019, p. 21), definen a la valoración empresarial como “un proceso a través del cual se pretende cuantificar económica y financieramente los diversos componentes del patrimonio empresarial desde su gestión operativa, para de esta manera alcanzar sus objetivos estratégicos, o desde cualquier otra perspectiva apropiada de ser valorada”.

Por su parte, Aguilar (2015), plantea tres elementos a considerar en el proceso de valoración: (1) El sesgo que el analista aporta al proceso; el cual empieza con las compañías seleccionadas para evaluar, (2) la incertidumbre con que se tiene que lidiar; los analistas deberían tratar de enfocarse en hacer sus mejores estimaciones de la información específica de una empresa, (3) la complejidad que la tecnología moderna y de fácil acceso a la información ha introducido en la valoración.

El presente estudio está orientado a analizar de forma detallada los diferentes métodos financieros o de mercado utilizados en el proceso de valoración de empresas, enmarcado a un grupo de negocios familiares dentro del sector de importación, analizando el comportamiento histórico-financiero y las perspectivas futuras de los administradores de la empresa, a fin de determinar el valor financiero actual de la organización.

### ***1.3. Objetivos***

#### **1.3.1. Objetivo general.**

Determinar el valor financiero de la empresa importadora Salud & Vida Cía. Ltda., con el propósito de conocer la situación actual y futura de la empresa basada en su actividad económica y sus objetivos a corto, mediano y largo plazo.

### **1.3.2. Objetivos específicos.**

- Exponer los distintos métodos de valoración de empresas existentes con base a las definiciones de varios autores.
- Detallar el método de valoración financiera que se empleará para Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.
- Analizar la situación económica financiera y administrativa de Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.
- Determinar el valor financiero de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., teniendo en consideración el análisis de distintos escenarios.

### **1.4. Justificación**

La creación de riqueza de una empresa responde a los patrones de beneficios futuros que puede alcanzar la misma durante su ciclo de vida, y estaría determinada principalmente por factores internos (uso de recursos financieros, aplicación adecuada de actividades estratégicas y competencia de sus administradores) y factores externos (competidores y componentes macroeconómicos).

Producto de dichos factores, a los que se enfrentan diversas compañías durante su ciclo de vida, se torna fundamental desarrollar planes estratégicos financieros con expectativas de crecimiento organizacional, en dónde se busque cuantificar el valor real de la empresa aplicando criterios financieros y técnicos, que permitan a los propietarios de dichas compañías tomar decisiones acertadas, alineadas con la creación de riqueza de la organización (Rojo, 2008).

Los propósitos o razones que llevan a los propietarios o administradores a valorar una empresa son muy diversos y se clasifican en tres grupos de acuerdo con los motivos que dan origen al proceso: definir conflictos legales, aprovechar oportunidades de mercado y realizar cambios estructurales en el ámbito interno. (Álvarez et al., 2006, p. 62)

Para López y De Luna (2001, citado por Álvarez et al., 2006, p. 63), “una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración”.

Antes de la aplicación de cualquier método de valoración financiera de una empresa, es necesario conocer la situación histórica y actual de la organización, el sector o entorno en el que se desenvuelve, las circunstancias en que se realiza la valoración y sus expectativas a largo

plazo, con el fin de generar un criterio objetivo avalado en la posibilidad de obtención de beneficios futuros que determinen un valor inmaterial de la misma. La valoración no debe estar solamente supeditada a la venta total o parcial de la organización, ya que en el proceso valorativo se presentan diferentes percepciones tanto del lado del comprador, del vendedor, del accionista como de parte de los acreedores.

En el caso de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., en los últimos tres años se ha mantenido el nivel de ventas, fundamentado en estrategias comerciales que permitan la inclusión de nuevos clientes así como la ampliación de la empresa, con la apertura de centros especializados; que concedan a pesar de la crisis sanitaria e ingreso de nuevos competidores, mantener el nivel de las ventas; sin embargo, la administración considera necesario que, como parte de la planificación estratégica para los próximos diez años, se incluya un análisis de valoración financiera de la empresa, que permita a los administradores conocer la situación actual y futura de la empresa basada en su actividad económica y sus objetivos a corto, mediano y largo plazo.



## Capítulo II

### 2. Revisión de la literatura

#### 2.1. Definición y conceptos básicos de la valoración de empresas

Una de las grandes dificultades que atraviesan los propietarios o dueños de una empresa, es la de poder conocer el valor real que tiene su organización; y es que, aunque el mismo puede variar de acuerdo con quien se interese o las circunstancias en que se realice dicha valoración, se lo considera de vital importancia dentro de la planificación estratégica – financiera de una organización, por el valioso análisis que proporciona sobre la situación financiera (cuantitativa y cualitativa) de la empresa, que permitiría a los administradores adoptar soluciones acertadas ante las dificultades que se le presenten a corto, mediano o largo plazo, siempre en beneficio de la maximización de la riqueza de sus accionistas (Álvarez et al., 2006).

A menudo, ha prevalecido una discusión entre la diferencia existente en la definición de precio de venta, valor y costo de una empresa. De acuerdo con Rojo (2000, citado por Álvarez et al., 2006) el precio de venta de una empresa se lo define como la cantidad de dinero a la que un comprador y un vendedor acuerdan realizar una transacción de compra-venta. El costo es la medida de la cantidad de recursos empleados para crear y mantener la empresa, mientras que valor es el grado de utilidad o capacidad para generar bienestar a sus accionistas, dueños u otro grupo de interés.

“La valoración de empresas no solo debe entenderse como un elemento útil en la realización de transacciones de compra - venta, fusiones y adquisiciones, su funcionalidad también puede ser aplicable al monitoreo de la generación real de valor para el cliente y el accionista” (Riascos & Sáenz, 2019, p.80).

Para Ramón et al., (2006, p. 14), la valoración de empresas busca “la cuantificación, en una unidad de medida homogénea (unidades monetarias), de los elementos que forman el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad y otras características destacables, dónde el resultado final es la estimación del valor de la empresa”.

En diferentes situaciones o circunstancias durante el ciclo de vida de una empresa, podría realizarse una valoración financiera, lo cual no está encadenado a la venta parcial o total de la compañía, ya que, podría darse por la creación de nuevas líneas de negocios, inclusión de agencias o sucursales, fusión, absorción de compañías, o como menciona García por el simple

deseo de “implementar modelos de medición de creación de valor como parte del fomento de la cultura de la gerencia del valor” (García, 2003, citado por Tovar & Muñoz, 2018, p. 141).

Es un proceso mediante el cual se asignan cifras a eventos o hechos económicos, de acuerdo con reglas, con unos propósitos particulares para dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital en el presente, considerando unas variables que permitan determinar su valor en el tiempo. (Barrios, 2013, p. 3)

## ***2.2. Aplicación de la valoración de empresas***

La valoración de empresas puede ejecutarse bajo diferentes circunstancias, y no solo debe situarse como una actividad de aplicación específica relacionada con una eventual negociación de adquisición o fusión, sino también debe ser considerada como una adecuada herramienta de planificación y gestión de oportunidades para una organización a mediano y largo plazo; siendo fundamental que, previamente a la adopción del método de valoración a emplear se conozca el propósito y características de dicha valoración, así como la situación financiera en la que se encuentra la empresa a ser valorada, que permita la toma de decisiones acertadas ante posibles procesos de compraventa o eventos similares (Narváez, 2009).

Para Álvarez et al.,(2006), los motivos o razones para valorar una empresa se clasifican en tres grupos: conflictos legales, aprovechar oportunidades de mercado y cambios estructurales en la organización.

**a) Conflictos legales:** El conflicto dentro de una organización es definido por Robbins y Coulter (2000, citado por Polanco & Fernández, 2009), como las divergencias incompatibles percibidas que dan como resultado interferencias u oposición a ciertas decisiones o realización de actividades en la organización.

Entre los conflictos legales se menciona (Álvarez et al., 2006):

- Definir la participación de los beneficiarios de una herencia, testamento o sucesión.
- Procesos de expropiación o nacionalización.
- La distribución de los bienes de un patrimonio conyugal
- Liquidación o quiebra de una empresa.
- Conflictos laborales, financieros fiscales y medioambientales.

**b) Oportunidades de mercado:** Situaciones favorables que pueden presentarse de forma natural para una empresa o sector determinado.

Álvarez et al.,(2006), enumera entre las oportunidades de mercado, las siguientes:

- Transacciones de compra-venta de empresas.
- Emisión y/o compraventa de acciones.
- Creación de grupos empresariales y unidades de negocios.
- Incursiones de nuevas líneas de negocio y/o mercados.
- Operaciones de fusión, integración o capitalización de empresas.

En las operaciones de fusiones o adquisiciones, tanto el potencial comprador como el vendedor tendrán diferentes percepciones sobre el rango de valores adecuados a las características de la empresa. El comprador que aspira al control de la empresa-objetivo fundará su valoración en un plan de empresa diferenciado, con distintos supuestos operativos y financieros. (Narváez, 2009, p. 29)

**c) Cambios estructurales en la organización:** Corresponde a circunstancias ordinarias en el ciclo de vida de la empresa. Según Ramón et al., (2006), los hechos que determinan a la valoración de una empresa en concordancia a sus necesidades son:

- **Cumplimiento de objetivos de planificación estratégica:** “La creación de valor para los accionistas, está relacionado con el valor bursátil en el caso de empresas cotizadas y con el valor de mercado en el caso de las que no lo están” (Ramón et al., 2006, p. 19).

La valoración de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes mantener, potenciar o abandonar; del mismo modo, la valoración permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor. (Martínez, 2012, p. 22)

- **Como base de la negociación con terceros:** Incluye garantías y valor patrimonial de la empresa para el otorgamiento de un préstamo;

negociación de un seguro y/o el cumplimiento de obligaciones fiscales, dónde se requiera conocer el valor de la empresa (Ramón et al., 2006).

- **Como base para cálculos económicos:** “El proceso de valoración de empresas es esencial para identificar y jerarquizar los principales impulsores de valor (value drivers); asimismo, la valoración permite identificar las fuentes de creación y destrucción de valor” (Martínez, 2012, p. 22).

### ***2.3. Importancia de la valoración de empresas***

La valoración de empresas actualmente no solo sirve para establecer su precio en el mercado, también es un instrumento eficaz para medir la gestión de sus administradores y cuyo objetivo principal es maximizar su valor desde el punto de vista de sus accionistas (Labatut, 2005).

“La valoración es útil en una amplia gama de tareas, y tiene gran relevancia en la valoración y gestión de cartera, análisis de adquisiciones y finanzas corporativas” (Damodaran, 2002, p. 8).

- **Valoración y gestión de carteras**

El rol de la valoración en la gestión de carteras está determinado por la filosofía de inversión del inversor, es así que, en el caso de un inversor pasivo, la valoración juega un papel mínimo en la cartera gestión, mientras que para un inversor activo, el proceso de valoración influye en sus decisiones, debido a que sus análisis fundamentalmente se centran en las características financieras de la empresa tales como: perspectivas de crecimiento, riesgo, perfil de la organización y flujos de caja proyectados, dónde cualquier desviación de este valor real, es una señal de que una acción está por debajo o sobrevalorado. Diferentes inversores activos usan modelos de flujo de efectivo descontados para valorar las empresas, mientras que otros utilizan múltiplos como el precio de ganancias y ratios precio-valor contable (Damodaran, 2002).

- **Valoración en el análisis de adquisiciones**

Brealey et al., (2010, p. 13), afirman que:

Las compañías invierten en activos reales, que son activos tangibles como planta y equipo, y activos intangibles como patentes y capacitación para los empleados. El objetivo de la decisión de invertir, o del presupuesto de capital es conseguir activos reales que valgan más de lo que cuestan.

En el análisis de adquisiciones de empresas o activos, la valoración desempeña un rol importante, dónde la empresa licitadora debe decidir sobre el valor razonable de la empresa y/o activo que desea adquirir antes de hacer una oferta, y la empresa objetivo tiene que determinar un valor razonable para sí misma antes de decidir aceptar o rechazar la oferta. Por lo que Damodaran (2002, p. 11) menciona tres factores importantes de considerar en la valoración de las adquisiciones:

- a) Los efectos de la asociación en el valor combinado de dos empresas tienen que ser considerados antes de que se tome una decisión sobre la oferta.
- b) Los efectos sobre el valor, del cambio de dirección y la reestructuración de la empresa objetivo, tendrán que ser tomados en cuenta al decidir sobre un precio justo.
- c) El sesgo en las valoraciones de las adquisiciones. Las empresas pueden ser demasiado optimistas al estimar el valor, especialmente cuando la adquisición es hostil, y están tratando de convencer a sus accionistas de que el precio de oferta es demasiado bajo. Del mismo modo, si la empresa licitadora ha decidido, por razones estratégicas, realizar una adquisición, puede ser una fuerte presión sobre el analista para llegar a una estimación del valor que respalde la adquisición.

- **Valoración en finanzas corporativas**

“Las finanzas corporativas se centran en cómo las empresas pueden obtener fondos para financiar sus actividades y en cómo invertir estos fondos para generar valor” (Amat et al., 2013, p. 12).

La relación entre las decisiones financieras, la estrategia corporativa y el valor de la empresa debe ser delineado. El valor de una empresa puede estar directamente relacionado con las decisiones que toma, sobre los proyectos que asume, sobre cómo los financia y sobre su política de dividendos. Entendiendo esto, la relación es clave para tomar decisiones que aumenten el valor y para obtener información financiera sensata. (Damodaran, 2002)

#### ***2.4. Tipos de valoración***

Según Martínez (2012), en relación a las necesidades de cada empresa y de los fundamentos de aproximación y de diversos análisis aplicados, se pueden distinguir diferentes tipos de valoración:

- a) **Valor de mercado:** Para Cortéz (2008) el valor de mercado se lo define como:

El precio por el cual una propiedad puede ser vendida, en una transacción libre de influencia ajenas a las partes, dónde el valor de mercado es la cantidad que se puede obtener de la venta o la cantidad que debe pagarse por la adquisición de un instrumento

financiero en un mercado de valores. Dentro del proceso de valoración de mercado, se debe asumir que la empresa se encuentra en funcionamiento (p. 210).

- b) **Valor justo o razonable:** En el marco normativo según las Normas Internacionales de Información Financiera (2005, citado por Castellanos, 2010) se define al valor razonable como “la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua” (p. 273).

El valor razonable será el mismo valor de mercado si el elemento sometido a valoración cuenta con un mercado activo para su comercialización. Sin embargo, la ausencia de un mercado activo ocasiona que el elemento no tenga asociado un valor de mercado, pero si pudiera tener un valor razonable mediante la aplicación de modelos o técnicas financieras. (Castellanos, 2010, p. 274)

Lo indicado anteriormente conceptualizaría al valor razonable como la mejor estimación entre el precio negociado y el obtenido mediante un proceso de valoración. Se utiliza de forma obligatoria en todos los instrumentos financieros que la empresa conserve, con excepción de préstamos o partidas a cobrar originados por ella (Cortéz, 2008).

- c) **Valor económico:** “Es el valor del negocio para el propietario actual. Dicho valor representa la compensación que éste requeriría por no poseer el negocio, incluyendo aquí una compensación por cualquier consecuencia indirecta” (Martínez, 2012, p. 26).

### 2.5. Métodos de valoración financiera

Los métodos de valoración de empresas se pueden clasificar en seis grupos, como se muestra en la Ilustración 1: basado en el balance, basado en la cuenta de resultados, los mixtos o Goodwill, los basados en descuento de flujo de fondos, los de creación de valor y los de valoración de opciones. (Álvarez et al., 2006)

#### Ilustración 1

*Clasificación de los métodos de valoración de empresas.*



Adaptado de “Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados” p. 64, por Álvarez et al., 2006, *Semestre Económico*, 9(18).

Por su parte Fernández (2008, p. 5) describe una subclasificación para los seis métodos de valoración descritos anteriormente:

**Tabla 1**

*Subclasificación de los métodos de valoración de empresas.*

Balance	Cuenta de resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
Valor contable	Múltiplos de Beneficio: PER	Clásico	Free cash flow	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Ventas	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ebitda	Contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Otros múltiplos	Renta abreviada	Capital cash flow	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real		Otros	APV		Usos alternativos

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas.

### 2.5.1. Método basado en el Balance.

Es una metodología tradicional que busca determinar el valor de la empresa por medio de la estimación del patrimonio de una empresa, basado en que el valor de una empresa está en los activos, es decir, en el balance. El punto de partida para la aplicación de este método es el estado de situación financiera o balance contable, por lo que es necesario disponer de un documento bien estructurado y que cumpla con las Normas Internacionales de Información Financiera, debidamente evaluado y sin alteraciones que puedan afectar a la valoración (Álvarez et al., 2006).

La aplicación de este método se realiza en un momento específico del tiempo, considerándolo como un método estático de valoración, donde una de sus principales desventajas sería el no incluir la proyección de los ingresos futuros de la empresa así como de las variables relacionadas a éste, los gastos (Fernández, 2008). Sin embargo, entre las ventajas de este método se podría indicar, el de disponer de una aproximación inicial de la determinación del valor de la empresa, del monto del patrimonio; dónde se analizaría los recursos que en el momento de la valoración presenta la organización, tanto en activos, como en pasivos (Pereyra, 2008).

Los métodos basados en el balance se segregan como sigue: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

**Tabla 2**  
*Clasificación del método basado en el balance.*

Método	Tipo	Generalidades
Basado en el Balance	Valor contable	"Es equivalente al patrimonio neto, contable" <sup>a</sup>
	Valor contable ajustado	"Es equivalente al patrimonio neto, contable ajustado al precio de mercado, es decir a su valor de reposición" <sup>a</sup>
	Valor de liquidación	"Es el valor de la empresa en el supuesto de no continuidad, por lo que se interrumpe la gestión continuada" <sup>a</sup>
	Valor sustancial	"Representa la inversión que se tendría que realizar para constituir una empresa en idénticas circunstancias a la que se pretende valorar " <sup>a</sup>
	Activo neto real	"En general, el valor contable de las acciones tiene poco que ver con el valor de mercado" <sup>b</sup>

*Nota.* <sup>a</sup>Labatut (2005, p. 6). <sup>b</sup>Fernández (2008, p. 5).

### 2.5.2. Método basado en cuentas de resultados.

Los métodos basados en cuenta de resultados tienen como objetivo determinar el valor de la empresa en base a la magnitud de los beneficios, las ventas o de otro indicador. Entre los métodos se encuentran: valor de los beneficios: PER, ventas, EBITDA, y otros múltiplos (Fernández, 2008).

**Tabla 3**  
*Clasificación del método basado en cuenta de resultados*

Método	Tipo	Generalidades
Basado en cuentas de resultado	Valor de los beneficios. PER	1) El valor de las acciones es obtenido multiplicando el PER por el beneficio neto anual. 2) Dividendo por acción repartido por la empresa para la rentabilidad exigida a las acciones.
	Ventas	Consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número: Relación entre la rentabilidad y la ratio precio/ventas.
	EBITDA	Valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA)
	Otros múltiplos	1) Valor de la empresa/beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). 2) Valor de la empresa/cash flow operativo. 3) Valor de las acciones/valor contable.

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas



### 2.5.3. Métodos Mixtos.

Método que busca conjugar los planteamientos de valor de la contabilidad y el análisis financiero. Se basa en que el valor de la empresa se puede descomponer entre el valor de la cuantía inicial de las inversiones realizadas y la derivada de su capacidad de generar retornos superiores exigibles en función de su nivel de riesgo. (Álvarez et al., 2006, p. 71)

En los métodos mixtos se encuentran: el clásico, de renta abreviada del Goodwill, de Unión de Expertos Contables (U.E.C.), prácticos o indirectos, anglosajón o directo, compra de resultados anuales y tasa con riesgo y libre de riesgo.

#### Ilustración 2

*Clasificación de los métodos mixtos.*

Método	Forma de cálculo
Clásico	$VE = A + (n * B^0)$
Renta abreviada del Goodwill	$VE = A + a_n * (B^0 - R_f * A)$
Unión de Expertos Contables (U.E.C)	$VE = \frac{A + a_n * B^0}{(1 + a_n * R_f)}$
Prácticos o Indirectos	$VE = A + \frac{1}{2 * R_f} * (B^0 - R_f * A)$
Anglosajón o directo	$VE = A + \frac{1}{k} * (B^0 - R_f * A)$
Compra de resultados anuales	$VE = A + m * (B^0 - R_f * A)$
Tasa con riesgo y libre de riesgo	$VE = \frac{A + \frac{B^0}{k}}{1 + \frac{R_f}{k}}$

Adaptado de “Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados” p. 71, por Álvarez et al., 2006, *Semestre Económico*, 9(18).

Dónde:

- VE = Valor de la empresa
- A = Valor de los activos netos ajustados a precios de mercado
- n = Múltiplo del beneficio neto, el cual puede variar de 1.5 a 3
- B<sup>0</sup> = Beneficios generados por la empresa
- a<sub>n</sub> = Factor de actualización de n anualidades
- R<sub>f</sub> = Tasa de interés libre de riesgo
- k = Tasa de interés con riesgo
- m = Número de años de superbeneficio en que se valora el Good Will

#### 2.5.4. Métodos basados en descuentos de flujos de fondos.

Es muy utilizado en la actualidad por ser considerado uno de lo más apropiados técnicamente para valorar empresas. Este método permite determinar el valor de la empresa en base a la estimación de los flujos de dinero que se generaría en un futuro, flujos que son descontados al ser sometidos a una tasa apropiada en base al riesgo asociados a los mismos (Fernández, 2008).

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa, como, por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería. En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. (Fernández, 2008, p. 14)

Entre los métodos basados en descuentos de flujos de fondos están: valor de la empresa, y valor del patrimonio, detallado como sigue:

**Tabla 4**  
*Clasificación del método basado en descuento de flujos*

Método	Tipo	Generalidades
Descuento de flujos	Valor de la empresa	1) Valor presente del flujo de caja libre de los activos (FCFF) 2) Valor presente ajustado
	Valor del patrimonio	Valor presente del flujo de caja del accionista

Adaptado de “Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados” p. 74, por Álvarez et al., 2006, *Semestre Económico*, 9(18).

### 2.5.5. Métodos basados en la creación de valor.

Este método está relacionado principalmente en la responsabilidad que tiene la dirección de una empresa, de maximizar el valor de ésta, demostrado en base a los indicadores que permitan medir la creación de valor de una empresa (Álvarez et al., 2006).

#### Ilustración 3

*Clasificación de los métodos basados en creación de valor.*

Indicador	Medición
VEA: Valor Económico Añadido (Economic Valued Added – EVA )	$EVA = UOAI_t (1 - TS) - CMPC \cdot I_t$
BE: Beneficio Económico	$BE_t = BFO_t - Ke Evc_t - I$
VMA: Valor de Mercado Añadido (Market Valued Added – MVA)	$MVA = V - I$
VCA: Valor de Caja Adicionado (Cash Value Added – CVA)	$CVA_t = NOPAT_t + AM_t - AE - (D_0 + Evc_0) WACC$
RFI: Rentabilidad del Flujo de la Inversión (Cash Flow Return on Investment – CFROI)	TIR de los flujos de la inversión ajustados por inflación

Donde:

$V_t$	= Valor de mercado de la empresa en el período t.
$I_t$	= Capital invertido = Valor contable de los recursos ajenos (RA) + Valor contable de los recursos propios (RP).
$UOAI_t$	= Utilidad operativa antes de intereses e impuestos en el período t.
TS	= Tasa impositiva. CMPC= Coste medio ponderado de capital.
$I_t$	= Valor contable de los capitales invertidos, propios y ajenos, deducido el pasivo ajeno sin costo explícito.
$BFO_t$	= Beneficio contable o beneficio después de impuestos.
$Ke$	= Rentabilidad exigida a las acciones.
$Evc_{t-1}$	= Valor contable de las acciones.
$NOPAT_t$	= Beneficio de la empresa sin deuda (antes de interés y después de impuestos).
$AM_t$	= Amortización contable. AE = Amortización económica.
$(D_0 + Evc_0) WACC$	= Costo de los recursos utilizados.

Adaptado de “Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados” p. 77, por Álvarez et al., 2006, *Semestre Económico*, 9(18).

### 2.5.6. Métodos basados en opciones.

El método de opciones es una herramienta apropiada que nos permite valorar instrumentos financieros de activos y pasivos tomando básicamente las variables que estos instrumentos tienen; lo cual con la aplicación de métodos tradicionales sería complicado su medición (Álvarez et al., 2006).

Para calcular el valor de la empresa por los métodos convencionales en la teoría de opciones, deben seguirse los siguientes pasos:

- 1) Estimar el valor de mercado de la empresa (de los activos), mediante el descuento de flujos de explotación.
- 2) Estimar el valor de la deuda, así como su plazo medio de vida, que define el tiempo hasta la expiración de la opción.
- 3) Estimar la volatilidad del activo.

Para Barón et al., (2008) los inconvenientes que se presentan al valorar empresas con opciones reales son:

- Conflicto en la definición de los parámetros necesarios para valorar opciones.
- Limitación al momento de cuantificar la volatilidad de las fuentes de incertidumbre.
- Dificultad para calibrar la exclusividad de la opción.

## Capítulo III

### 3. Marco metodológico

En el capítulo II se realizó una revisión literaria de los diferentes métodos de valoración financiera con mayor relevancia en el ámbito académico y empresarial; sin embargo, luego del análisis de estos modelos, y en relación al objetivo de la empresa de determinar la situación actual y futura de la misma alineada a su planificación estratégica, se consideró que el método de flujo de caja descontado sería el modelo más acertado para determinar el valor de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., ya que permite obtener el valor presente de la empresa estimando los flujos de dinero que generará la misma en los próximos años, descontados a una tasa de descuento.

Los otros métodos de valoración no complementan el objetivo principal de valoración de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., encaminado en efectuar un análisis integral de la estructura económica - financiera de la organización, y de negocios familiares dentro del sector de la importación, con expectativas futuras basadas en sus metas a corto, mediano y largo plazo, y que no pudiera efectuarse con métodos apoyados en el balance general o resultados, que pese a que ayudan a establecer el valor de la empresa a través de la estimación del valor de sus activos, ventas, resultado o beneficios, su metodología se vuelve estacional al no considerar la evolución futura de la compañía ni el valor temporal del dinero y las perspectivas de crecimiento del sector donde se encuentra la organización. Por su parte, los métodos mixtos o Goodwill determinan el valor de la empresa a través del análisis estático de la estructura patrimonial de la empresa, y las rentas futuras de la misma, sin embargo, no existe una unanimidad metodológica para su cálculo, generando con ello, inconvenientes al momento de su aplicación. Los métodos basados en creación de valor, no aportan un análisis preciso, debido a que solo comparan los indicadores financieros de la empresa con otras de similares características. Los métodos basados en opciones, son más adecuados para la valoración de proyectos de inversión en condiciones de riesgo e incertidumbre (Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad de Valencia, 2008).

Por otro lado, el método de flujos de caja descontados proporciona un análisis de valoración integral, al considerar la estructura económica – financiera actual de la empresa, así como los flujos futuros de la misma, sustentado en su planificación estratégica, y que pese a ser estimada en base a supuestos, o posibles cambios dentro del sector y del país, pudieran ser interpretados como beneficiosos para la empresa importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

### **3.1. Fuentes Primarias**

Con el propósito de alcanzar proyecciones eficientes, se analizará la información interna de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., en el que se incluye los estados financieros informes de auditorías, indicadores de gestión, de los últimos tres años, así como los planes estratégicos futuros de la empresa.

### **3.2. Fuentes Secundarias**

Para maximizar y complementar la información obtenida de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda se considerará las siguientes fuentes:

- Superintendencia de Compañías - <https://www.supercias.gob.ec/portalscvts/>
- Yahoo Finance - <https://finance.yahoo.com/>
- Banco Central del Ecuador - <https://www.bce.fin.ec/>
- Damodaran - <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Artículos, libros y publicaciones relacionadas con valoración de empresas.

### **3.3. Método de Valoración Financiera**

Para Fernández, (2008, p. 21) las etapas fundamentales y los aspectos críticos para realizar una buena valoración son:

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector.
2. Proyecciones de los flujos futuros.
3. Determinación del costo (rentabilidad exigida).
4. Actualización de los flujos futuros.
5. Interpretación de resultados.

#### **3.3.1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector.**

Un adecuado análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de la empresa es fundamental para evaluar la consistencia de las proyecciones futuras de la misma. Y se incluyen aspectos como: evolución económica – financiera de la empresa de los últimos tres años, análisis del sector, análisis organizacional, identificación de los inductores de valor y de sus principales competidores (Fernández, 2008).

#### **3.3.2. Proyecciones de los flujos futuros.**

Se conoce también como el efectivo generado en un período futuro. En él se registran los ingresos y egresos que se espera ocurran en el momento en que realmente se reciben o se pagan. Trata de medir la liquidez de la firma o del proyecto. (Barrios, 2013, p. 15)

Dentro de las proyecciones de los flujos futuros debe considerarse: previsiones financieras relacionadas con nuevas inversiones o financiamiento de la empresa; así como previsiones estratégicas basadas en la proyección de una posible evolución del sector y competidores (Fernández, 2008).

### **3.3.3. Determinación del costo.**

“Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: costo de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y costo ponderado de los recursos” (Fernández, 2008, p. 21).

### **3.3.4. Actualización de los flujos futuros.**

La actualización de los flujos previstos por la empresa, a la tasa de rentabilidad exigida.

### **3.3.5. Interpretación de resultados.**

Análisis de la valoración financiera obtenida, comparación con empresas del sector, horizonte de sostenibilidad del valor de la empresa incluyendo la justificación estratégica (Barrios, 2013).

## **3.4. Método de flujo de caja descontado.**

La aplicación del método flujo de caja o efectivo descontado, busca predecir en el presente una corriente de flujos monetarios de entrada y de salida durante el ciclo de vida de una empresa o proyecto, descontados a una tasa de costo de capital de la empresa, reflejando así el valor del dinero en el tiempo y el grado de riesgo de los flujos (Barrios, 2013). La fórmula base de proyección para el cálculo de los flujos descontados es:

### **Ilustración 4**

*Fórmula de los flujos descontados*

$$V = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \frac{CF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

Dónde:

**$CF_n$** : Flujo de caja esperado en el período n

**$VR_n$** : Valor residual en el período n

**$K$** : Tasa de descuento que refleja el riesgo de los flujos esperados

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

“Existen tres flujos de fondos básicos: el flujo de fondos libre, el flujo de fondos para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda” (Martínez, 2012, p. 34).

**Tabla 5***Clasificación de los flujos de fondos*

<b>Flujo de Fondos</b>	<b>Tasa de descuento utilizada</b>
<b>FCF.</b> Flujo de fondos libre (free cash flow)	<b>WACC.</b> Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
<b>CFd.</b> Flujo de fondos para la deuda	<b>Kd.</b> Rentabilidad exigida a la deuda
<b>Cfac.</b> Flujo de fondos para los accionistas	<b>Ke.</b> Rentabilidad exigida a las acciones
<b>CCF.</b> Capital cash flow	<b>WACC</b> antes de impuestos

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, *Métodos de valoración de empresas*

### **3.4.1. Flujo de fondos libre (free cash flow)**

Es el flujo de fondos generado por las operaciones de la empresa, sin considerar la deuda financiera, después de impuestos. Está relacionado con el flujo de caja del accionista y el flujo de fondos para la deuda, se lo reconoce como el dinero que queda disponible después de que la empresa ha cubierto sus necesidades de reinversión de activos y exigencias operativas de fondos, en el cual se excluyen los préstamos y los aportes de los socios, los financiamientos recibidos y los pagos de amortizaciones de los mismos (Barrios, 2013).

Para calcular los flujos de fondos futuros, se debe realizar una previsión de los posibles ingresos y egresos de efectivo de la empresa en los diferentes periodos de tiempo. Los impuestos se deben calcular sobre la UAII (Utilidad antes de intereses e impuestos) y sumarle las amortizaciones y depreciaciones del periodo porque no representan una salida de efectivo, sino que constituyen un ajuste contable. Adicionalmente, se debe considerar los importes de dinero destinados a nuevas inversiones de activos (CAPEX) y las necesidades operativas de fondos (Barrios, 2013).

El CAPEX o Capital Expenditure por sus siglas en inglés, son inversiones de capital que crean beneficios. Un CAPEX se realiza cuando un negocio invierte tanto en la compra de un activo fijo como para añadir valor a un activo existente con una vida útil que se extiende más allá del año imponible. Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) es la inversión de capital circulante, que se modifica en el proceso de producción de una empresa. Su forma de cálculo es la siguiente: Existencias + Clientes – Proveedores. (García, 2012, c.p., Valor, 2015, p. 26)

La tasa a emplear para el método de fondos libres, se fundamenta en la siguiente fórmula:



### **Ilustración 5**

#### *Fórmula del WACC*

$$WACC = \frac{EKe + DKb(1 - T)}{E + D}$$

Dónde:

**E:** Valor de mercado de los recursos propios.

**D:** Valor de la deuda.

**Kb:** Coste de la deuda antes de impuesto.

**T:** Tasa impositiva.

**Ke:** Rentabilidad exigida de los accionistas.

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

El WACC se utiliza para calcular el costo de capital promedio ponderado de una empresa, considerando el peso proporcional de los rendimientos requeridos para la deuda Kb y las acciones Ke, en función a la estructura financiera de la empresa. Cuando la deuda de la compañía es cero, el WACC será igual al Ke (Barrios, 2013).

Para el inversionista su tasa de descuento (Ke) es la tasa de interés de oportunidad o tasa de interés mínima exigida. Para el caso del inversor, se recomienda utilizar el modelo de equilibrio de los activos financieros conocido como CAPM. Esta tasa de interés contiene dos elementos: el valor de interés sin riesgo y la prima de riesgo que a su vez depende del beta y de la prima de riesgo del mercado. (Barrios, 2013, p. 15)

La fórmula es la siguiente:

### **Ilustración 6**

#### *Fórmula del Ke*

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

Dónde:

**Ke:** Rentabilidad exigida de los accionistas.

**R<sub>f</sub>:** Tasa de interés libre de riesgo, rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos.

**R<sub>m</sub>:** Rentabilidad ofrecida por el mercado.

**β:** Beta de la inversión.

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

### 3.4.2. Flujo de fondos para la deuda

Este método considera la estructura financiera de la empresa, incluyendo en su cálculo los intereses que se pagan por la deuda existente más la devolución del principal en el momento en que vencen, es decir es el dinero disponible que corresponde a los accionistas a través de dividendos o acciones. La tasa de descuento que se utiliza es el  $K_d$  o también llamado costo de la deuda (Valor, 2015).

### 3.4.3. Flujo de fondos para los accionistas

El flujo de fondos disponible para las acciones ( $CF_{ac}$ ) se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada período a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. (Fernández, 2008, p. 18)

Su fórmula es:

#### **Ilustración 7**

*Fórmula de los flujos de caja para los accionistas*

$$CF_{ac}: FCF - (\text{Intereses pagados} \times (1 - T)) - \text{Pago principal} + \Delta \text{deuda}$$

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

### 3.4.4. Capital Cash Flow

Es la sumatoria del valor de mercado de los recursos propios de la empresa más el valor de mercado de su deuda, descontados al coste ponderado del capital antes de impuestos.

#### **Ilustración 8**

*Fórmula del Capital Cash Flow*

$$CCF = CF_{ac} + CF_d$$

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

## Capítulo IV

### 4. Análisis estratégico y financiero de la empresa

#### 4.1. Diagnóstico situacional

Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., es una compañía domiciliada en la ciudad de Guayaquil, constituida en el año 1990, dedicada a la importación y distribución de artículos para la salud. Actualmente brinda empleo a más 300 personas y su centro de distribución, está ubicado en el Km. 15 1/2 vía a Daule.

La compañía tiene como objeto social, la importación, compra, venta, distribución y representación de productos insumos médicos en general y como actividad secundaria tiene la venta de artículos de bazar en general, artículos infantiles y equipos e implementos de uso médico quirúrgico.

La estructura de la empresa está basada en dos líneas de negocios: hospitalaria e infantil.

#### 4.2. Filosofía corporativa

“La misión debe proporcionar información específica sobre los propósitos de la organización respondiendo a preguntas como “en qué negocio está la organización” (Johnson et al., citado por Robledo et al., 2013, p. 36).

Para Ozdem (2011, citado por Robledo et al., 2013, p. 36) la visión de una empresa “es el planteamiento que refleja los objetivos de largo plazo de la organización, sirviendo de guía para acciones futuras con el fin de que esta se convierta en lo que quiere ser y alcance la posición que desea”.

##### 4.2.1. Misión de Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

Somos un grupo empresarial que inspirados por los valores fundacionales orientamos todas nuestras actividades y emprendimientos al crecimiento socialmente responsable para trascender en el tiempo.

##### 4.2.2. Visión de Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

Mantener el liderazgo de la empresa en los sectores hospitalarios e infantiles, ofreciendo cada vez, más calidad y mejores precios, buscando la innovación para ofrecer a nuestros socios comerciales nacionales e internacionales productos de vanguardia para atender a las economías familiares con excelente relación costo-beneficio.

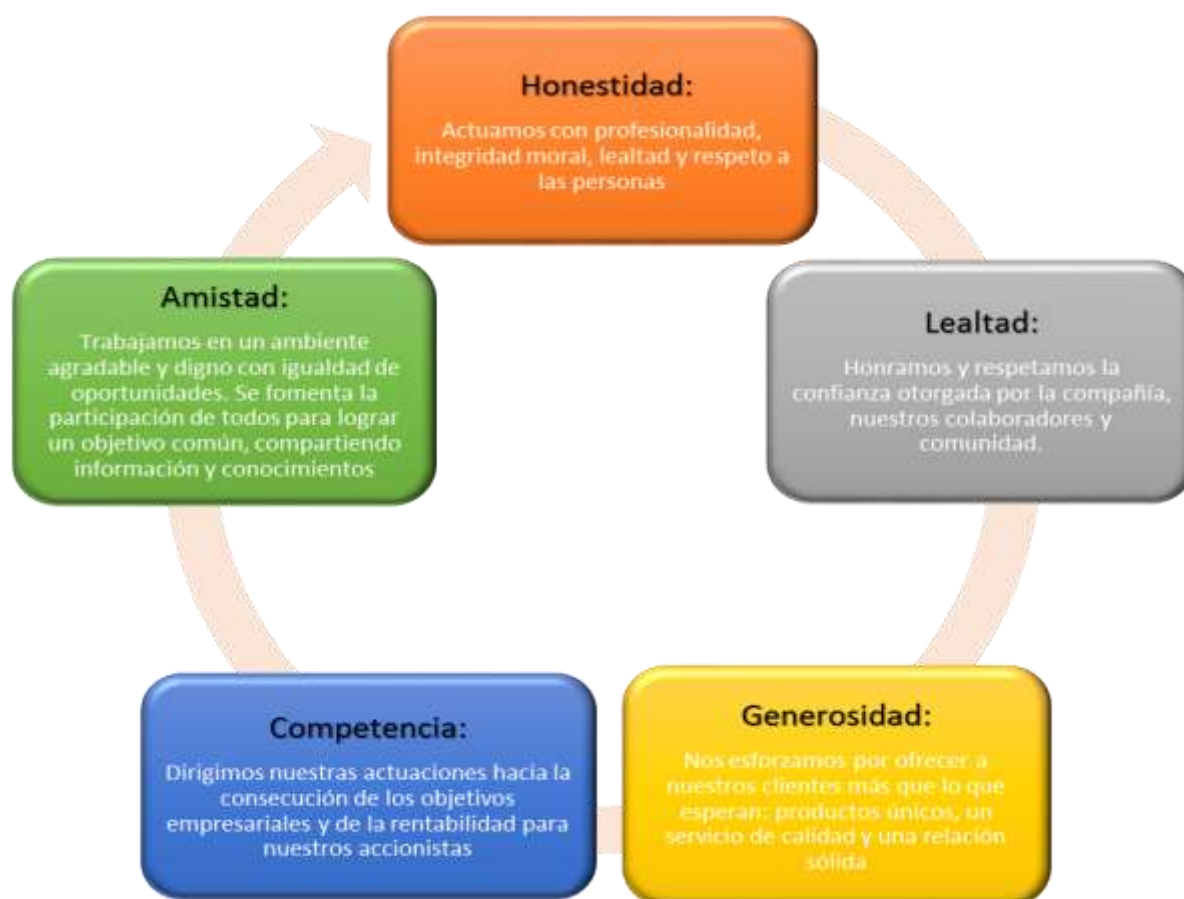
### 4.3. Valores corporativos

Los valores corporativos son elementos de la cultura empresarial, propios de cada compañía, dadas sus características competitivas, las condiciones de su entorno, su competencia y las exigencias de los clientes y propietarios. Son las costumbres, actitudes comportamientos o pensamientos que la empresa asume como normas o principios de conducta.(Mejía, 2014, p.1)

A continuación, se presentan los valores corporativos de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

#### Ilustración 9

Valores corporativos



Nota. Elaboración propia.

### 4.4. Matriz FODA

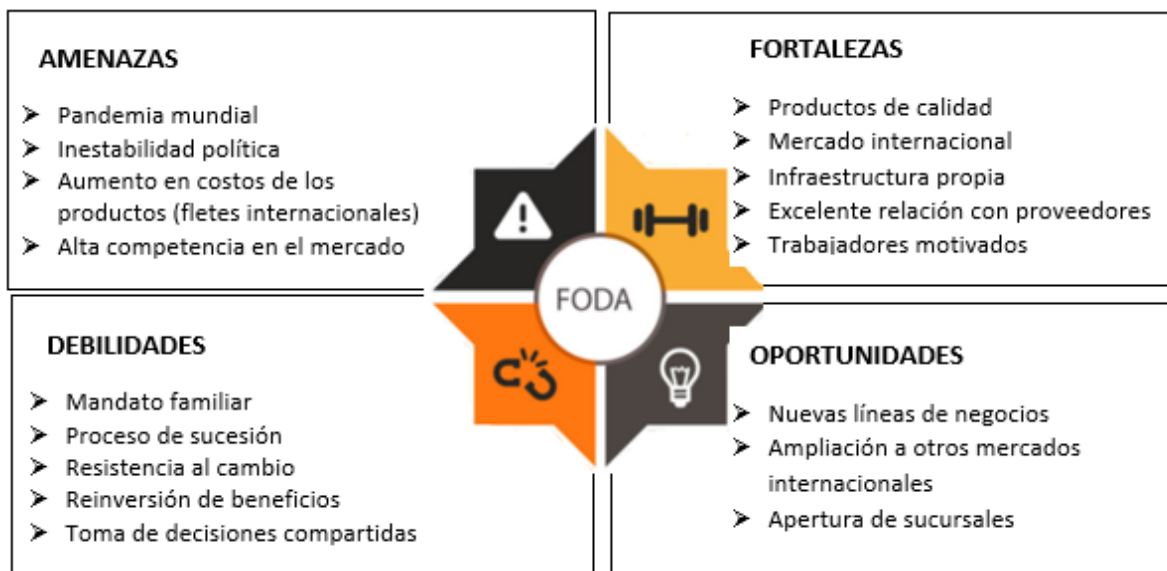
El propósito de la matriz FODA, según Thompson y Strikland (1998, citado por Ponce, 2007,p. 114) es “estimar el efecto que una estrategia tiene para lograr un equilibrio o

ajuste entre la capacidad interna de la organización y su situación externa, esto es, las oportunidades y amenazas”.

A continuación, se presenta la Matriz FODA de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

### Ilustración 10

#### Matriz FODA



Nota. Elaboración propia.

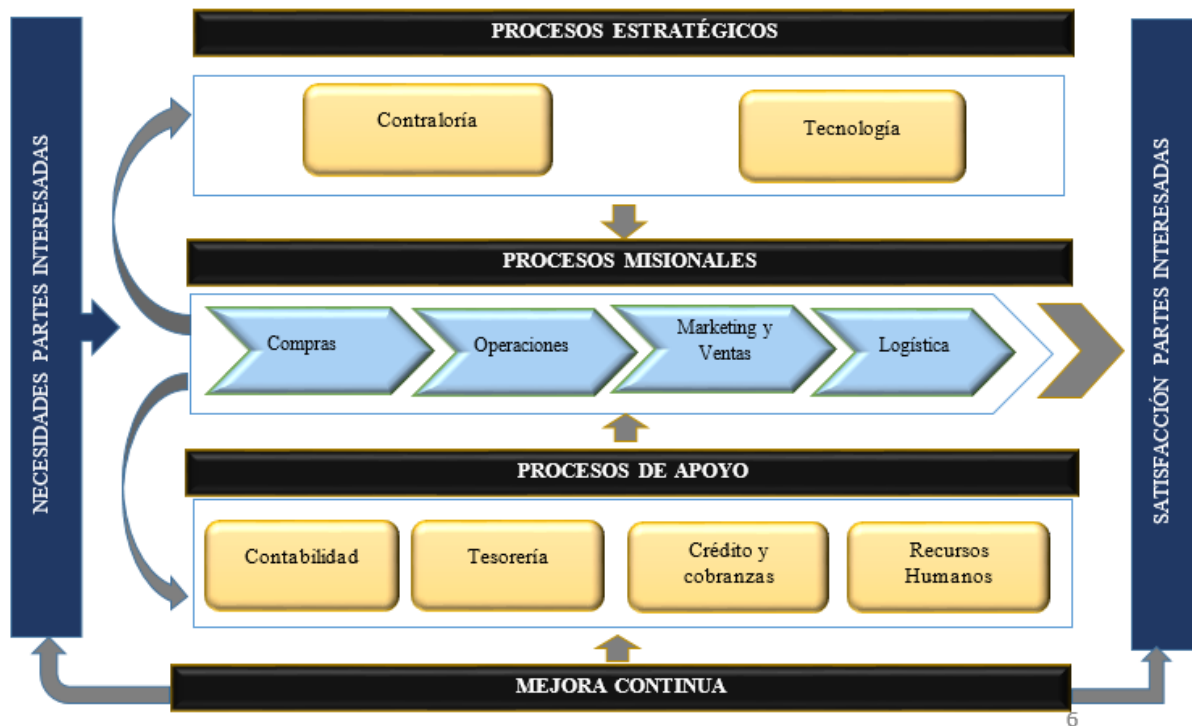
#### 4.5. Mapa de procesos

Para Pico (2006, p. 298) se define al mapa de procesos como:

“Técnica o herramienta que se utiliza para diagramar los procesos, de tal modo que se descubra el flujo de valores que están en ellos; mediante estos mapas se puede detectar la interrelación existente entre todos los procesos que realiza una organización”.

A continuación, se presenta el mapa de procesos de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

**Ilustración 11**  
*Matriz Mapa de procesos*



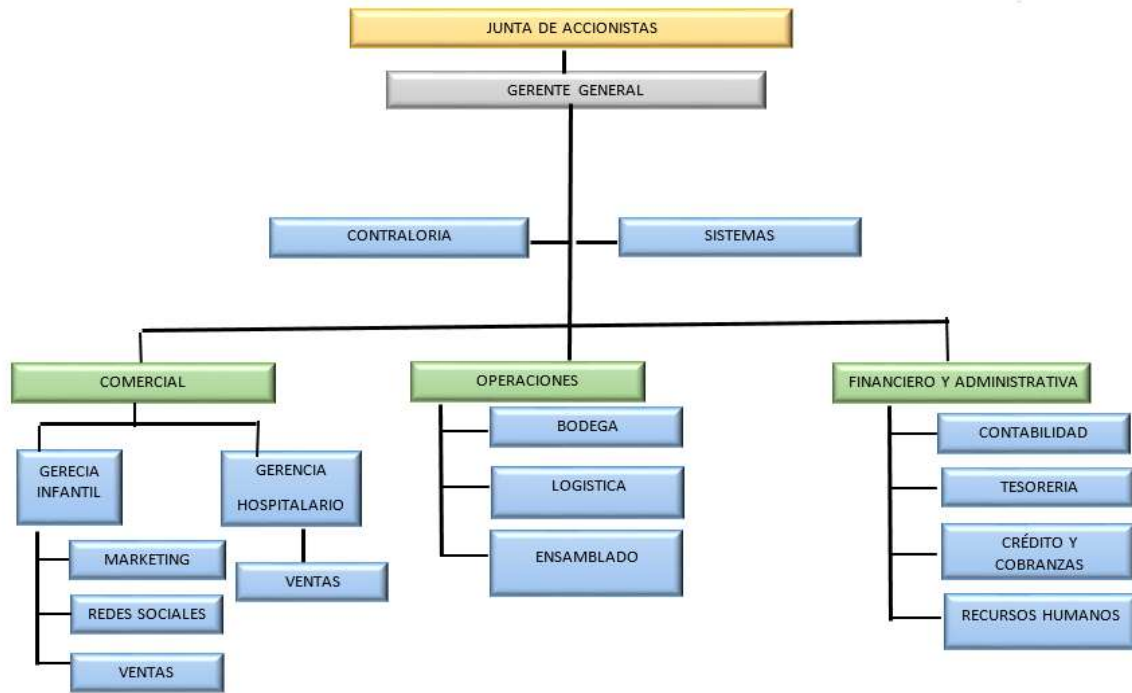
Nota. Elaboración propia.

#### **4.6. Organigrama**

Para Ospina (2010, citado por Chuquiguanga, 2015, p.4 ) el organigrama es “el gráfico que representa la estructura formal de una agrupación, en el cual se visualizan las líneas de autoridad, de responsabilidad, los diferentes cargos, las unidades departamentales, las relaciones de comunicación, tanto horizontales como verticales, además, si es una estructura plana o una estructura alta”.

A continuación, se presenta el organigrama de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

**Ilustración 12**  
*Organigrama*



Nota. Elaboración propia.

**4.7. Análisis financiero**

Se evalúa la posición económica - financiera de la empresa Salud & Vida Cía. Ltda., correspondiente a los periodos 2017 – 2020, para el año 2021 se consideró un posible escenario de cierre, sustentado en las cifras registradas durante los primeros 10 meses del presente año. Las cuentas anuales han sido obtenidas de los registros contables de la compañía y se presentan de acuerdo con el marco normativo de información financiera que le resulta de aplicación, de forma que muestran la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, de los resultados de la compañía registrados durante los correspondientes ejercicios económicos.

A continuación, se detallan los estados financieros de la importadora Salud & Vida Cía. Ltda.:

**Tabla 6***Estado de resultados integral del periodo 2017-2021*

	A-2017	A-2018	A-2019	A-2020	A-2021 (*)
Ingresos operacionales	38,132,860	42,142,590	41,773,310	41,226,544	39,575,544
Costo de venta	20,486,446	23,656,538	23,456,357	22,640,787	20,151,984
<b>Utilidad operativa</b>	<b>17,646,413</b>	<b>18,486,052</b>	<b>18,316,953</b>	<b>18,585,756</b>	<b>19,423,560</b>
Venta de servicios	840,000	861,149	1,250,313	964,043	943,929
Rendimientos financieros	491,661	479,806	1,158,481	1,835,144	1,701,188
Otros ingresos	998,220	965,381	95,990	97,567	168,997
<b>Otros ingresos</b>	<b>2,329,881</b>	<b>2,306,336</b>	<b>2,504,784</b>	<b>2,896,755</b>	<b>2,814,114</b>
Gastos administración y ventas	15,994,883	15,876,690	14,719,621	13,940,029	13,359,186
<b>Utilidad antes de Participación trabajadores e Impuesto a la Renta</b>	<b>3,981,412</b>	<b>4,915,698</b>	<b>6,102,116</b>	<b>7,542,482</b>	<b>8,878,489</b>
Participación de trabajadores	597,212	737,355	915,317	1,131,372	1,331,773
Impuesto a la renta causado	1,043,892	1,358,841	1,702,229	1,866,272	1,872,298
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2,340,308</b>	<b>2,819,502</b>	<b>3,484,570</b>	<b>4,544,839</b>	<b>5,674,417</b>
<b>Presión Fiscal</b>	<b>2.58%</b>	<b>3.06%</b>	<b>3.84%</b>	<b>4.23%</b>	<b>4.42%</b>
<b>Conciliación Tributaria</b>					
Utilidad antes de PT/Impto. Rta.	3,981,412	4,915,698	6,102,116	7,542,482	8,878,489
menos Participación trabajadores	(597,212)	(737,355)	(915,317)	(1,131,372)	(1,331,773)
Gastos no deducibles/Impto. Diferido	1,360,765	1,775,493	2,042,935	1,527,660	430,478
<b>Utilidad Gravable</b>	<b>4,744,965</b>	<b>5,953,836</b>	<b>7,229,733</b>	<b>7,938,770</b>	<b>7,977,194</b>
% Impuesto a la Renta	22%	25%	25%	25%	25%
Impuesto diferido	-	129,618	105,205	118,421	122,000
Impuesto a la Renta	1,043,892	1,358,841	1,702,229	1,866,272	1,872,298

*Nota.* Elaboración propia.



**Tabla 7**  
*Estado de situación financiera del periodo 2017-2021*

	A-2017	A-2018	A-2019	A-2020	A-2021 (*)
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
Efectivo y equivalentes al efectivo	14,401,062	22,141,826	24,055,707	27,343,844	30,345,493
Cuentas por cobrar clientes	8,742,347	8,398,712	8,887,447	9,692,828	8,147,327
Cuentas por cobrar otros	1,391,808	663,953	296,451	1,006,793	1,202,871
Cuentas por cobrar relacionadas	2,029,409	1,439,328	1,348,986	589,634	960,390
Inventarios y mercaderías en tránsito	2,891,184	2,819,350	4,025,310	4,969,290	3,372,423
Pagos anticipados	35,056	35,134	-	-	-
Activos por impuestos corrientes	877,871	4,711	4,617	-	881,445
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>30,368,738</b>	<b>35,503,014</b>	<b>38,618,518</b>	<b>43,602,389</b>	<b>44,909,949</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>					
Otras cuentas por cobrar	115,860	88,245	87,215	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	4,330,875	5,969,051	5,444,531	5,238,467	6,075,042
Otros instrumentos financieros	7,588	7,588	7,588	778	778
Activos por impuestos diferidos	-	129,618	232,261	350,683	350,605
Derecho Fiduciario	-	-	2,520,000	2,520,000	2,520,000
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>4,454,323</b>	<b>6,194,502</b>	<b>8,291,596</b>	<b>8,109,928</b>	<b>8,946,424</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>34,823,061</b>	<b>41,697,516</b>	<b>46,910,114</b>	<b>51,712,317</b>	<b>53,856,372</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>					
Cuentas por pagar, proveedores	11,955,724	16,297,612	17,823,942	19,184,390	16,118,482
Cuentas por pagar, relacionadas	125,407	1,052,677	997,370	-	-
Beneficios a empleados	1,542,132	1,635,056	1,597,576	1,660,370	891,128
Pasivo por impuestos corrientes	1,185,391	947,338	995,433	430,953	189,528
Otras cuentas por pagar	-	-	-	-	155,004
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>14,808,654</b>	<b>19,932,683</b>	<b>21,414,320</b>	<b>21,275,712</b>	<b>17,354,143</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>					
Beneficios a empleados	4,928,813	5,007,898	4,812,166	5,195,332	5,102,088
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>4,928,813</b>	<b>5,007,898</b>	<b>4,812,166</b>	<b>5,195,332</b>	<b>5,102,088</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>19,737,466</b>	<b>24,940,582</b>	<b>26,226,486</b>	<b>26,471,044</b>	<b>22,456,231</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital social	766,000	766,000	766,000	766,000	9,960,000
Reserva legal	60,535	60,535	60,535	60,535	60,535
Reserva facultativa	73,958	73,958	73,958	73,958	73,958
Resultados acumulados	13,071,851	13,969,389	16,788,893	20,273,462	14,025,670
Resultados del ejercicio	2,340,307	2,819,502	3,484,570	4,426,418	7,639,078
Otros resultados integrales	(1,227,056)	(932,450)	(490,327)	(359,099)	(359,099)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>15,085,595</b>	<b>16,756,935</b>	<b>20,683,628</b>	<b>25,241,273</b>	<b>31,400,142</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>34,823,061</b>	<b>41,697,516</b>	<b>46,910,114</b>	<b>51,712,317</b>	<b>53,856,372</b>

Nota. Elaboración propia.

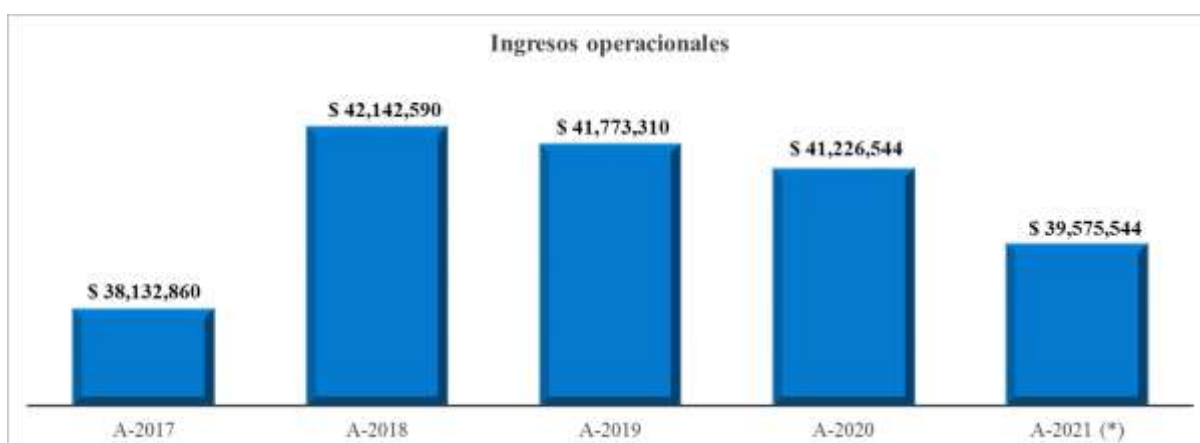
#### 4.7.1. Ingresos operacionales

En el 2018, los ingresos operacionales de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., se situaron en USD 42 millones, mostrando un crecimiento del 10.52% en comparación a lo registrado en el año 2017, generado por la suscripción de acuerdos productivos entre varios entes del gobierno ecuatoriano y empresas farmacéuticas, enfocados en la fomentación de la producción y creación de medicamentos en el país, mediante el aumento de la capacidad instalada y la mejora de la calidad de los procesos de manufactura. Durante los periodos 2019 y 2020, los ingresos operacionales de la empresa se mantuvieron en USD 41 millones, lo que representaría una disminución del 1% en relación a lo obtenido en el 2018, dónde la compañía se expuso a mayores competidores, producto de la crisis sanitaria COVID-19, que generó el incremento del número de compañías con actividad económica, dedicada a la venta de insumos médicos.

Para el cierre del 2021, la empresa proyecta un total de ingresos operacionales por USD 39.5 millones, lo que significaría una disminución en relación al año 2020 del 4%, esto es USD 1.6 millones; y que guarda relación con la estrategia aplicada por la Administración en la disminución de concesión de ventas a créditos por el riesgo que pudiera generarse en la recuperación de los mismos.

#### Ilustración 13

*Evolución Ingresos operacionales*



*Nota.* Elaboración propia

#### 4.7.2. Costo de Venta

El costo de venta de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., representa en promedio el 54% de participación del total de los ingresos operacionales. En el periodo 2018, este rubro muestra un incremento del 15.47% (USD 3.2 millones) en comparación a lo obtenido en el 2017, y que guarda relación directa con el nivel de ingresos operacionales obtenidos en dicho

periodo. Para el 2019 y 2020, el costo de venta presenta un decrecimiento anual del 0.85% y 3.48% respectivamente, generados por el alza de los costos de los productos originado por el cierre de fronteras por la pandemia mundial COVID-19, que afectó de forma directa a las importaciones.

En el año 2021, la empresa estima cerrar con un costo de venta de USD 20 millones, similar al obtenido en el periodo 2017, fundamentado principalmente por la disminución de aranceles en determinados productos.

#### **Ilustración 14**

##### *Evolución Costo de venta*



*Nota.* Elaboración propia

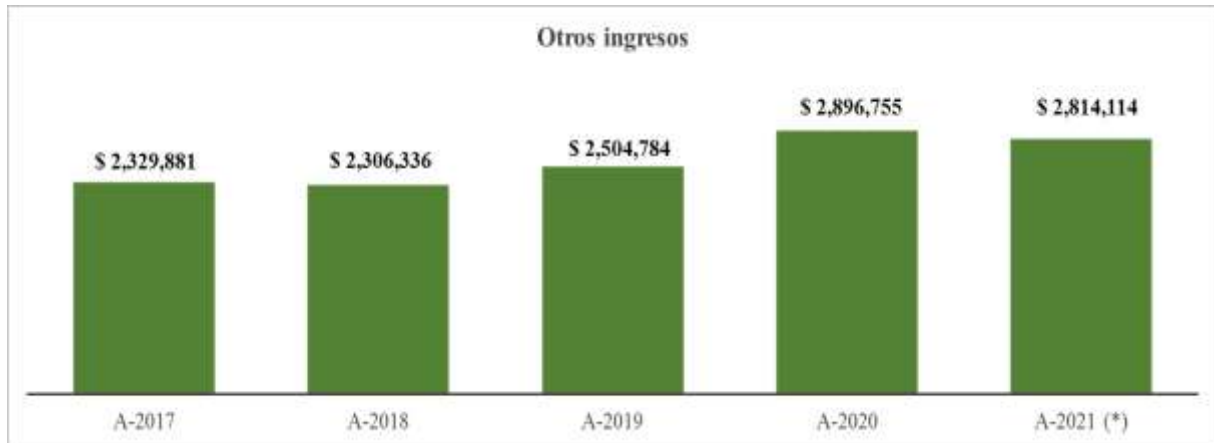
#### **4.7.3. Otros ingresos**

Los otros ingresos de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., está compuesto por los rubros: venta de servicios, rendimientos financieros y otros ingresos, los cuales en su totalidad representan en promedio el 6% de participación del total de los ingresos operacionales. En el periodo 2018, este rubro muestra un decremento del 1.01%, esto es USD 23 mil en comparación a lo obtenido en el 2017, y que guarda relación directa con la eliminación de la facturación de los servicios médicos. Para el 2019 y 2020, los otros ingresos presentan un crecimiento anual del 8.60% y 15.65% respectivamente, generados por el aumento de la venta de servicios médicos y los rendimientos financieros alcanzados por la empresa, en relación a la negociación de tasas de interés en cuentas bancarias.

En el año 2021, la empresa estima cerrar en USD 2.8 millones, similar al obtenido en el periodo 2020, fundamentado principalmente por la decisión de la administración en invertir en certificados de depósitos.

### Ilustración 15

#### Evolución Otros ingresos



Nota. Elaboración propia

### Ilustración 16

#### Composición Otros ingresos



Nota. Elaboración propia

#### 4.7.4. Gastos administrativos y de ventas

Los gastos administrativos y de ventas representaron en el año 2017, el 42% de participación del total de los ingresos operacionales, en el año 2018 este indicador disminuyó y se ubicó en el 38%, mostrando para los periodos 2019 – 2021 en promedio una participación del 34%, dónde la Administración de la empresa implementó estrategias financieras, orientadas a la reducción de gastos generales, con el objetivo de compensar el decrecimiento del margen de contribución bruto, que se vio afectado por mantener los precios de venta de ciertos productos.

### Ilustración 17

*Evolución Gastos administrativos y de ventas*



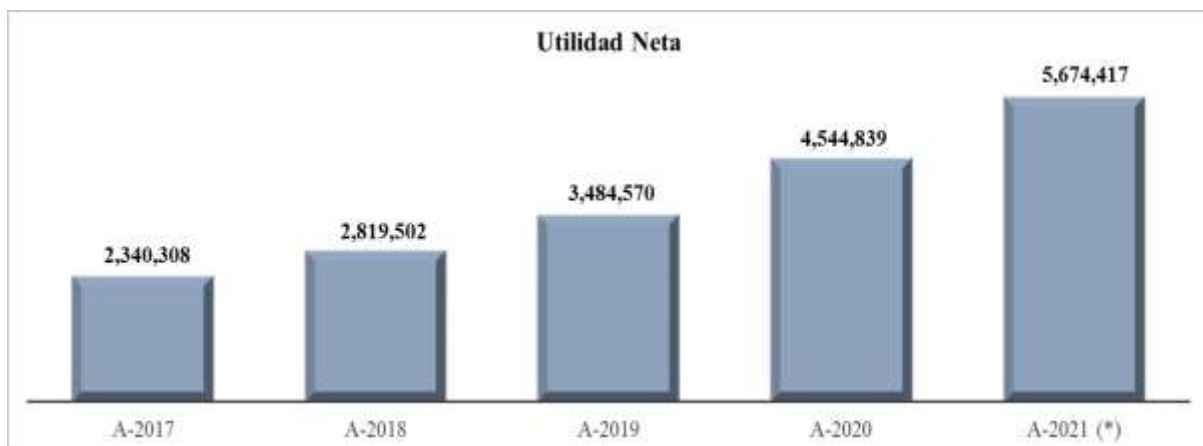
*Nota.* Elaboración propia

#### 4.7.5. Utilidad Neta

Aunque los ingresos operacionales de la importadora Salud & Vida Cía., Ltda. en los últimos tres años (2019-2021) han ido decreciendo, la utilidad neta ha aumentado, generado por la optimización de los gastos administrativos y de ventas, es así que en el 2019 la utilidad neta se ubicó en USD 3.5 millones, un 23.59% superior en comparación al año 2018. Para el 2020, el crecimiento de la utilidad neta fue del 30.43% esto es USD 1 millón en comparación a lo registrado el año anterior, y se espera que en el 2021 la utilidad de la empresa cierre por encima de los USD 5 millones, lo que evidencia un incremento del 24.85% en relación al 2020, originado por la disminución del costo de venta.

### Ilustración 18

*Evolución utilidad neta*



*Nota.* Elaboración propia

#### **4.7.6. Estructura del estado de situación financiera**

El activo de la empresa Salud & Vida Cía. Ltda., cerró el 31 de diciembre de 2017 con un saldo de USD 34.8 millones, detallando en su estructura una gran participación del efectivo con el 41.35% (USD 14.4 millones) y de las cuentas por cobrar, con un 34.93% (USD 8.7 millones). Se refleja el peso de existencias que administra la empresa, el cual supone un 8.30%, esto es USD 2.8 millones del activo.

Los pasivos de la empresa en el 2017, se ubicaron en USD 19.7 millones, sin embargo, al analizar verticalmente las cuentas de balance de dicho periodo, llama la atención el nivel de endeudamiento de la empresa con proveedores, con una participación del 34.33% del total del activo, esto es USD 11.9 millones y que, al realizar un análisis profundo, se justifica por el crédito de 90 días otorgado por los proveedores en las importaciones, ya que a partir del año 2015 la Administración gestionó la extensión de los días de crédito, Por su parte el patrimonio neto representa un 43.32% del total del activo.

En los años 2018 y 2019, los activos de la empresa mantuvieron un saldo promedio por debajo de los USD 50 millones; dónde la participación de sus cuentas es similar a la generada en el año 2017, denotando un crecimiento del activo fijo en el año 2018 producto de la compra de maquinarias con tecnología avanzada, que le permitieron mejorar el nivel de producción para abastecer la demanda de sus ventas futuras.

Para el 2020, los activos denotan un crecimiento del 10.24%, en relación a lo registrado en el 2019, cerrando con un saldo aproximado de USD 52 millones, producto del incremento en USD 1.4 millones del saldo de sus cuentas por pagar en relación al año anterior, originado la extensión de 30 días adicionales en el plazo de los créditos otorgados por venta de insumos infantiles en los meses de mayo a agosto de dicho periodo. El patrimonio de la empresa, presenta un crecimiento del 22% en el año 2020, en comparación al año 2019 producto de la variación ascendente de la utilidad neta, y que guarda relación con la optimización de costos y gastos de administración y ventas.

Al cierre de 2021, se estima que el activo de la empresa se ubique por encima de los USD 53 millones, detallando en su estructura una participación del efectivo del 56.35%, esto es USD 30 millones y de las cuentas por cobrar, con un 15.13%, USD 8 millones. El inventario por su parte, muestra una disminución en su participación, al pasar del 9.61% en el 2020 al 6.26% en el 2021, producto de la situación que se presenta a nivel mundial por la escasez de productos, generando la aplicación de políticas de stock mínimo de artículos para la venta de un mes. El activo fijo de la empresa, se ubicaría al término del año 2021 en USD 6 millones,

denotando un incremento de USD 836 mil, en comparación a lo registrado en el año 2020, generado por la adquisición de un galpón en la ciudad de Quito. Por su parte el pasivo de la empresa se estima disminuya en USD 3 millones, al pasar de USD 26 millones (dic-2020) a USD 22 millones (dic-2021), dónde el recurso monetario adicional de cobro generado en dicho periodo, fue utilizado para pagar las deudas a corto plazo, y así poder disminuir su nivel de endeudamiento con proveedores.

**Tabla 8**

*Análisis vertical del estado de situación financiera del periodo 2017-2021*

	A-2017	A-2018	A-2019	A-2020	A-2021 (*)
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
Efectivo y equivalentes al efectivo	41.35%	53.10%	51.28%	52.88%	56.35%
Cuentas por cobrar clientes	25.11%	20.14%	18.95%	18.74%	15.13%
Cuentas por cobrar otros	4.00%	1.59%	0.63%	1.95%	2.23%
Cuentas por cobrar relacionadas	5.83%	3.45%	2.88%	1.14%	1.78%
Inventarios y mercaderías en tránsito	8.30%	6.76%	8.58%	9.61%	6.26%
Pagos anticipados	0.10%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%
Activos por impuestos corrientes	2.52%	0.01%	0.01%	0.00%	1.64%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>87.21%</b>	<b>85.14%</b>	<b>82.32%</b>	<b>84.32%</b>	<b>83.39%</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otras cuentas por cobrar	0.33%	0.21%	0.19%	0.00%	0.00%
Propiedades, planta y equipo, neto	12.44%	14.32%	11.61%	10.13%	11.28%
Otros instrumentos financieros	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%
Activos por impuestos diferidos	0.00%	0.31%	0.50%	0.68%	0.65%
Derecho Fiduciario	0.00%	0.00%	5.37%	4.87%	4.68%
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>12.79%</b>	<b>14.86%</b>	<b>17.68%</b>	<b>15.68%</b>	<b>16.61%</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>					
Cuentas por pagar, proveedores	34.33%	39.09%	38.00%	37.10%	29.93%
Cuentas por pagar, relacionadas	0.36%	2.52%	2.13%	0.00%	0.00%
Beneficios a empleados	4.43%	3.92%	3.41%	3.21%	1.65%
Pasivo por impuestos corrientes	3.40%	2.27%	2.12%	0.83%	0.35%
Otras cuentas por pagar	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.29%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>42.53%</b>	<b>47.80%</b>	<b>45.65%</b>	<b>41.14%</b>	<b>32.22%</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>					
Beneficios a empleados	14.15%	12.01%	10.26%	10.05%	9.47%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>14.15%</b>	<b>12.01%</b>	<b>10.26%</b>	<b>10.05%</b>	<b>9.47%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>56.68%</b>	<b>59.81%</b>	<b>55.91%</b>	<b>51.19%</b>	<b>41.70%</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital social	2.20%	1.84%	1.63%	1.48%	18.49%
Reserva legal	0.17%	0.15%	0.13%	0.12%	0.11%
Reserva facultativa	0.21%	0.18%	0.16%	0.14%	0.14%
Resultados acumulados	37.54%	33.50%	35.79%	39.20%	26.04%
Resultados del ejercicio	6.72%	6.76%	7.43%	8.56%	14.18%
Otros resultados integrales	-3.52%	-2.24%	-1.05%	-0.69%	-0.67%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>43.32%</b>	<b>40.19%</b>	<b>44.09%</b>	<b>48.81%</b>	<b>58.30%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

Nota. Elaboración propia

## Ilustración 19

Evolución del Estado de situación Financiera 2017-2021



Nota. Elaboración propia

### 4.7.7. Índices financieros

#### 4.7.7.1. Liquidez y prueba ácida

La empresa Salud & Vida, Cía. Ltda., posee el 40% de sus ventas al contado, en el periodo 2017 muestra un índice de liquidez del 2.05, mostrando un decrecimiento en el periodo 2018 al ubicarse en 1.78 y para el año 2019, se incrementa en 0.02 puntos y se ubica en 1.80, producto de la demanda de insumos médicos generado por la pandemia mundial COVID-19, manteniendo sus niveles de incremento, que permitieron que para el año 2020 este indicador se ubique en 2.05, estimando cerrar en el año 2021 en 2.59, lo que indicaría que la empresa cuenta con el disponible suficiente para cumplir con sus obligaciones.

La compañía en su indicador de prueba ácida muestra la misma tendencia que su indicador de liquidez, es así que para el año 2017, dicho ratio era del 1.86 y cuatro años después, estima un crecimiento del 28.49%, cerrando a diciembre de 2021 en 2.39, sustentando en estrategias financieras adecuadas, que permitieron a la empresa mantenerse en el periodo analizado con la liquidez necesaria.

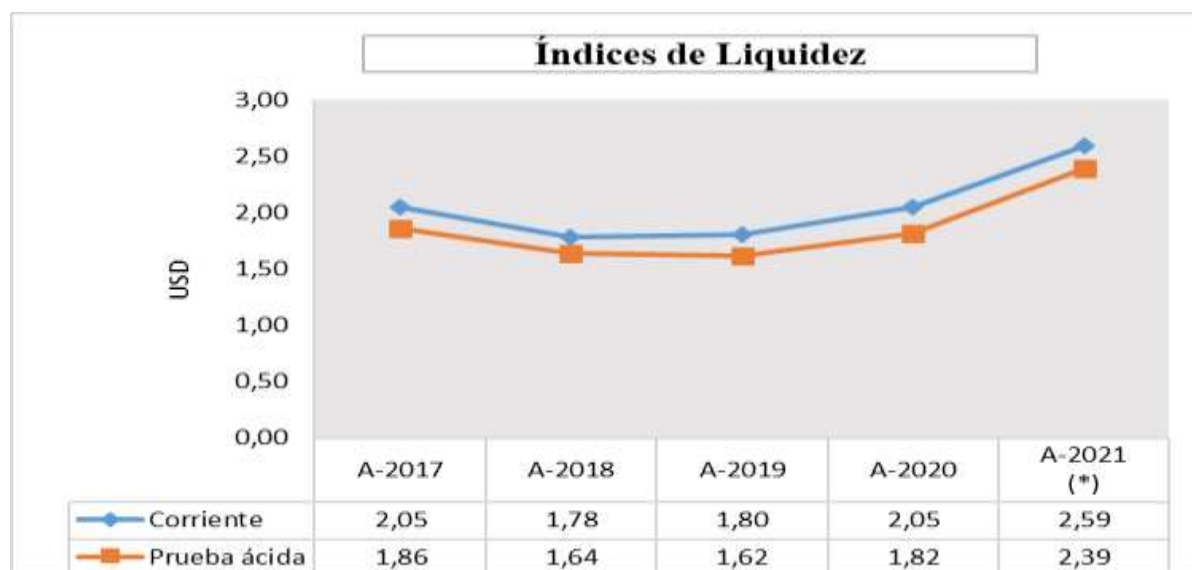
Es importante resaltar, que uno de los motivos principales para que la empresa tenga un índice de liquidez por encima del 2.00 está relacionado directamente con la composición del patrimonio, dónde la política de los accionistas es no retirar los dividendos de la empresa, para lo cual se estableció mantener niveles de liquidez mínimo del 2.00, según indica la política



de tesorería de la empresa con la finalidad de poder cubrir las necesidades requeridas por los accionistas en cualquier momento.

### Ilustración 20

Índices de liquidez 2017-2021



Nota. Elaboración propia

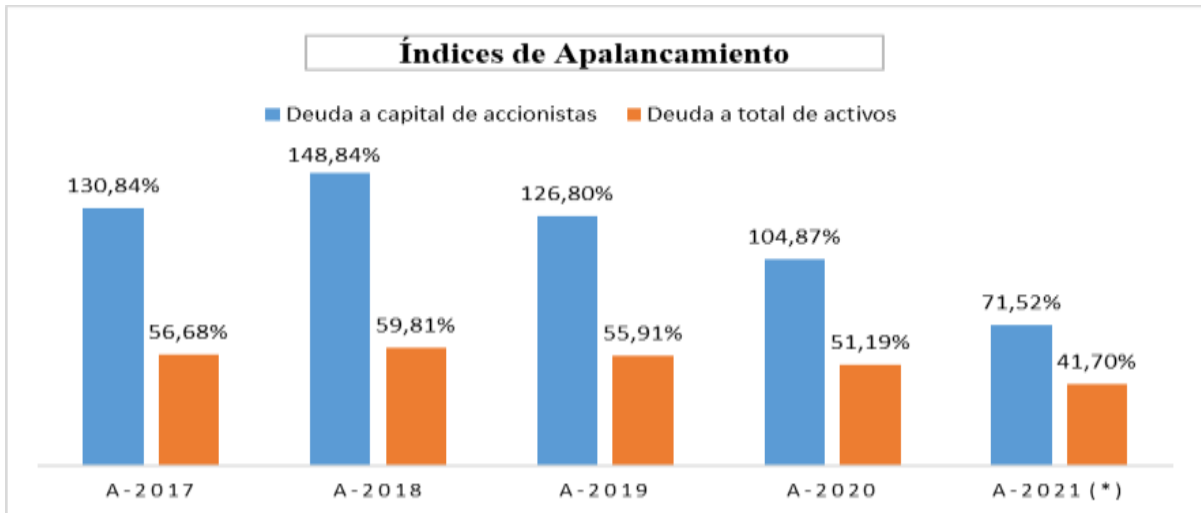
#### 4.7.7.2. Apalancamiento

El índice de deuda/capital de los accionistas de la empresa en el año 2017 se ubicó en 130.84%, mostrando un incremento de 18 puntos porcentuales para el año 2018 al situarse en 148.84%. En el año 2019, dicho indicador se estableció en 126.80%, mostrando mayores niveles de decrecimiento en el 2020 y se estima que para el año 2021 cierre en 71.52%, generado por la disminución de las cuentas por pagar compensados por los excedentes de liquidez

En lo que respecta al índice de deuda/activos totales en los periodos 2017-2019 muestra un indicador promedio por encima del 55%, para el año 2020 dicho indicador decreció en 4.72 puntos porcentuales en relación al año anterior. Se espera que al cierre del 2021 este indicador se ubique en 41.70%, es decir que, por cada dólar invertido en los activos totales de la empresa, \$41.70 fueron financiados a través de deuda con proveedores y relacionadas.

## Ilustración 21

### Índices de apalancamiento 2017-2021



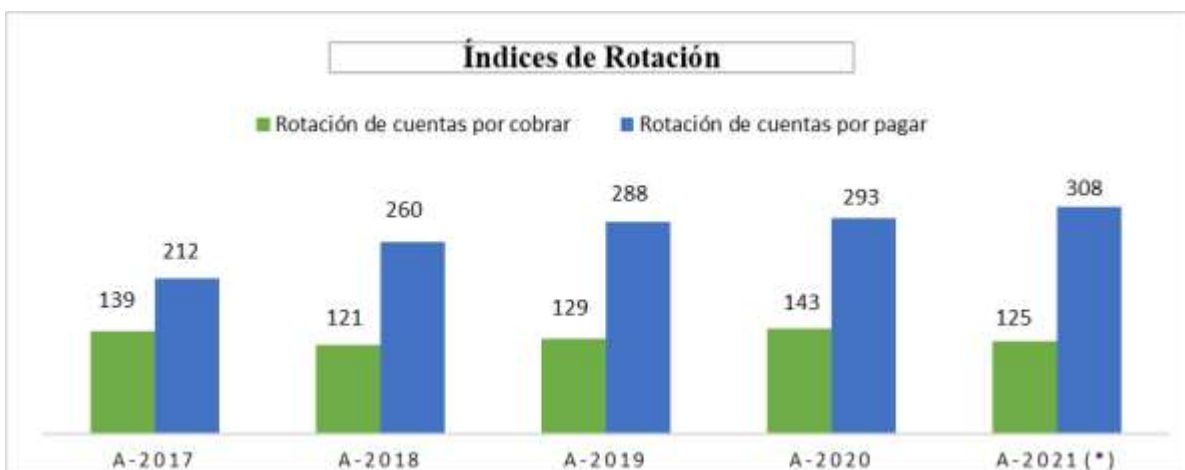
Nota. Elaboración propia

#### 4.7.7.3. Rotación

Los días promedios de cobro de la importadora Salud & Vida Cía. Ltda., en el periodo analizado 2017 – 2021 es de +/- 130 días, que comparado a la rotación de cuentas por pagar promedio que es por encima de los 200 días, se lo considera como adecuado, permitiéndole a la empresa contar con el recurso monetario antes de la fecha de pago a sus proveedores. En el año 2019 la Administración de la organización consideró necesario gestionar negociaciones directas con los proveedores del exterior, estableciendo una extensión en el plazo de pago, tomando en cuenta la situación económica financiera al alza que tuvo el sector farmacéutico por la demanda de insumos médicos originado por la pandemia mundial.

## Ilustración 22

### Índices de rotación cuentas por cobrar y cuentas por pagar 2017-2021



Nota. Elaboración propia

A continuación, se detallan los días de inventario que opera la empresa, y que para el año 2017 se estableció en 52 días, para el 2018 fue de 44 días, mostrando en el periodo 2019 – 2020 una alza producto de las restricciones de movilidad que restringieron la rotación de ciertos productos, en especial los relacionados con la línea infantil, sin embargo, con la estabilidad del país se estima que en el año 2021 la empresa cierre con un índice de rotación de inventario de 61 días, cumpliendo con las políticas de la organización, que es de 90 días.

**Ilustración 23**

*Índices de rotación de inventarios 2017-2021*



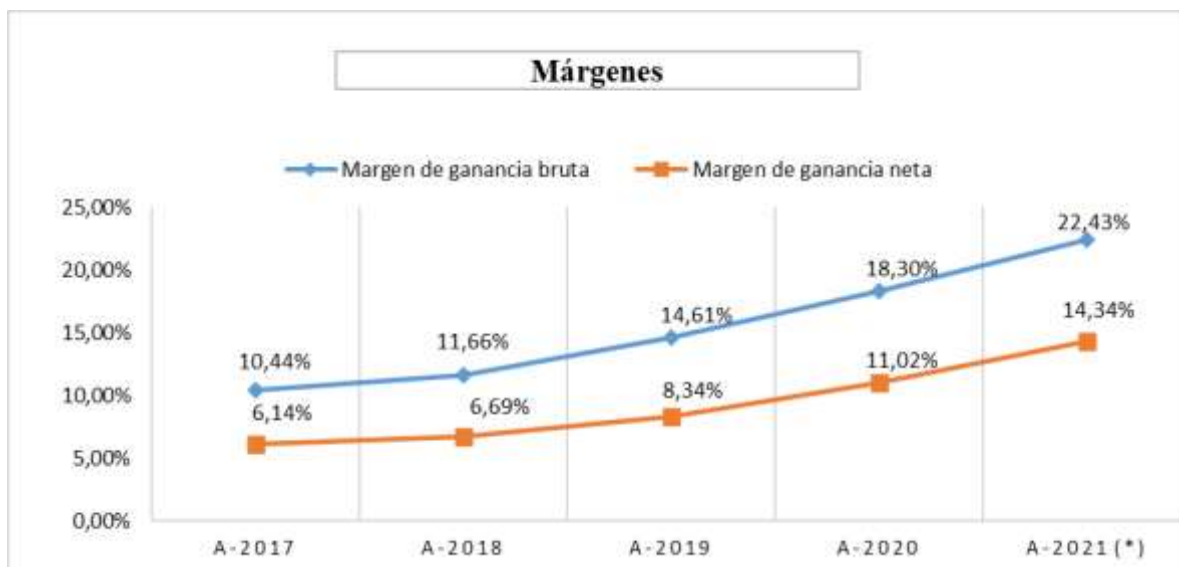
Nota. Elaboración propia

**4.7.7.4. Rentabilidad**

Salud & Vida Cía. Ltda. en el periodo analizado mantiene un margen de ganancia bruta creciente, al pasar del 10.44% en el 2017 al 22.43% para el 2021, generado por las estrategias de venta y la optimización del nivel de compras, evitando así un castigo del margen de contribución, el que inicialmente la compañía estaba dispuesta a sacrificar, con el objetivo de mantenerse en el mercado, sin embargo, el nivel de impuestos que la organización paga anualmente sean estos por participación de trabajadores o renta generan que dicho margen disminuya estableciéndose en el año 2017 en 6.14%, es decir cuatro puntos por debajo al margen bruto, y que ha ido en aumento a partir del año 2019, producto del incremento de la utilidad operativa

## Ilustración 24

### Índices de rentabilidad 2017-2021

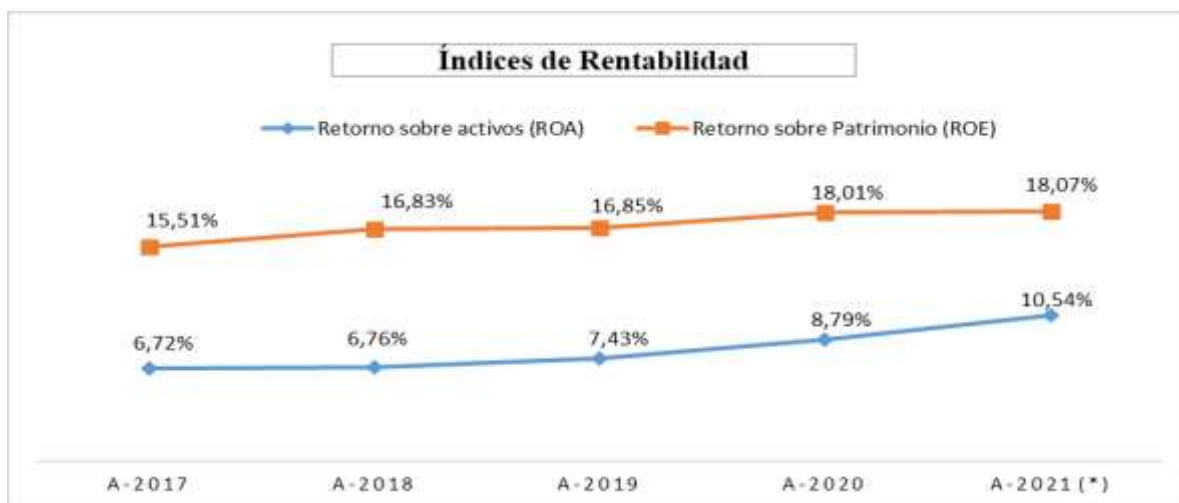


Nota. Elaboración propia

El retorno sobre los activos (ROA) para el 2021 se estima cierre en 10.54%, es decir, que por cada dólar invertido en activo la empresa genera \$0.1054; así mismo, el retorno sobre el patrimonio (ROE) se espera se ubique en 18.07%, por lo que por cada dólar de capital se genera \$0.1807 de utilidad neta.

## Ilustración 25

### ROA y ROE 2017-2021



Nota. Elaboración propia

## Capítulo V

### 5. Valoración financiera de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

#### 5.1. Estimación del flujo de caja proyectado

Para la valoración financiera de la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., aplicando el método de flujo de caja descontado, se realizó una proyección de los beneficios económicos que estima la empresa, en relación a las expectativas de crecimiento a largo plazo y las condiciones del sector.

El horizonte de tiempo proyectado es de diez años a perpetuidad, a partir del año 2022, tomando como año base el 2021, y la estructura financiera de los resultados históricos de la empresa 2017-2020, generando los siguientes supuestos que sirvieron para la proyección de los flujos de caja relevantes para la valoración financiera:

##### 5.1.1. Crecimiento esperado en ingresos operacionales

El informe técnico del Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que la economía del Ecuador crecerá en promedio en 2,8% para los periodos 2022 y 2026; sin embargo, considera que la mejora de la economía podría apresurarse fundamentado en el impulso de reformas adecuadas de mercados de bienes, mercados financieros y en buenas prácticas de gobierno corporativo de forma eficiente y transparente (FMI, 2021)

En el caso de la Importadora Salud & Vida al cierre del año 2021 se estima que los ingresos operacionales de la empresa alcancen los \$39.575.544. En el escenario optimista, la implementación de un Centro Especializado de Distribución que agilite el proceso de despacho e inventario y permite abaratar costos y crear eficiencias, de acuerdo a la planificación estratégica de la empresa, se espera que las ventas crezcan en un 8% los tres primeros años, en un 7% desde el cuarto al octavo año, del noveno al décimo año en un 5% y a partir del año 11 en adelante en un 4%. Sin embargo, en el peor de los casos, no se espera un crecimiento menor al 1% anual en este rubro.

#### Tabla 9

*Proyección crecimiento de ingresos operacionales 2022 - 2031*

Escenarios	Años 1 a 3	Años 4 a 8	Años 9 a 10	Años 11 en adelante
<b>Optimista</b>	8,00%	7,00%	5,00%	4,00%
<b>Conservador</b>	4,00%	3,50%	2,50%	2,00%
<b>Pesimista</b>	2,00%	1,75%	1,25%	1,00%

*Nota.* Elaboración propia

### 5.1.2. Crecimiento esperado en otros ingresos

Los otros ingresos de la empresa, corresponde a la venta de servicios médicos, rendimientos financieros e interés ganado en cuentas bancarias, éstos dos últimos no han sido considerados para la proyección del flujo de caja, en vista de que dependen del excedente disponible que se invierta en certificados de depósitos o se rente en cuentas bancarias

En lo que concierne a los ingresos por venta de servicios médicos, en el año 2021, se estima se sitúe en \$943.929, de acuerdo al histórico, en los últimos cuatro años, dicho rubro ha tenido una participación promedio sobre el total de ingresos operacionales del 2.39%, por lo que en la estimación de flujo de caja del 2022-2031 se consideró el mismo porcentaje.

### 5.1.3. Estructura de costos y gastos

Con respecto a los costos y gastos desembolsables, del análisis vertical histórico de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., se proyecta la siguiente estructura:

**Tabla 10**

*Proyección costos y gastos 2022 – 2031*

Rubro	% Participación Proyección (2022-2032)	% Participación promedio (2017-2021)
Costo de Ventas/Ventas	54%	54,37%
Gastos operativos/Ventas	33%	33,76%

*Nota.* Elaboración propia

### 5.1.4. CAPEX

La inversión proyectada en los siguientes diez años está planificada para la construcción del centro especializado de distribución, por un total de \$4.300.000, en el año 2022, y la compra de equipos por \$2.000.000, en el año 2023.

**Tabla 11**

*Proyección CAPEX 2022 – 2031*

Rubro	Año 1	Año 2
CAPEX (\$)	\$ 4.300.000	\$ 2.000.000

*Nota.* Elaboración propia

### 5.1.5. Capital de trabajo

El capital de trabajo requerido cada año por la empresa equivale al 15% de los costos y gastos desembolsables. Actualmente, este capital asciende a \$4.981.787. La empresa enfrenta una tasa de participación a trabajadores del 15% y una tasa de impuesto a la renta del 25% sobre la utilidad después de participación a trabajadores.

### **5.1.6. Deuda**

Actualmente, la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., no mantiene deuda con costo financiero a corto ni largo plazo, pero proyecta para el año 2022 financiar el 70% de la construcción del centro de distribución, esto es \$3.010.000 a través de un crédito bancario, a una tasa de interés anual del 7,50% a un plazo de 7 años.

El flujo de caja libre de los activos (FCFF), detallado en la Tabla 11 se realizó la proyección de ingresos operacionales, de acuerdo a los parámetros establecidos en el escenario optimista. Para el cálculo de costos y gastos de la empresa, se consideraron los supuestos indicados en el numeral 5.1.3 de este documento, adicionalmente se incluye los intereses del préstamo, depreciaciones, las inversiones en CAPEX y variación de capital de trabajo.

Finalmente, como se detalla en la Tabla 12, se procedió a estimar el flujo de beneficios tributarios derivados de la deuda, para ello se consideran los intereses del préstamo solicitado en el año 2022 para la construcción del centro de distribución multiplicado por la tasa de impuesto a la renta, con el objetivo de generar ahorros fiscales.

**Tabla 12**  
*Proyección FCFF 2022 – 2031*

Estado de Resultados Proyectado	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ingreso por Ventas	\$ 42.741.587	\$ 46.160.914	\$ 49.853.787	\$ 53.343.552	\$ 57.077.601	\$ 61.073.033	\$ 65.348.146	\$ 69.922.516	\$ 73.418.641	\$ 77.089.574
Costo de Ventas	\$ -23.080.457	\$ -24.926.894	\$ -26.921.045	\$ -28.805.518	\$ -30.821.905	\$ -32.979.438	\$ -35.287.999	\$ -37.758.158	\$ -39.646.066	\$ -41.628.370
<b>Utilidad bruta</b>	<b>\$ 19.661.130</b>	<b>\$ 21.234.021</b>	<b>\$ 22.932.742</b>	<b>\$ 24.538.034</b>	<b>\$ 26.255.697</b>	<b>\$ 28.093.595</b>	<b>\$ 30.060.147</b>	<b>\$ 32.164.357</b>	<b>\$ 33.772.575</b>	<b>\$ 35.461.204</b>
Venta de servicios	\$ 854.832	\$ 923.218	\$ 997.076	\$ 1.066.871	\$ 1.141.552	\$ 1.221.461	\$ 1.306.963	\$ 1.398.450	\$ 1.468.373	\$ 1.541.791
Gastos operativos	\$ -14.104.724	\$ -15.233.102	\$ -16.451.750	\$ -17.603.372	\$ -18.835.608	\$ -20.154.101	\$ -21.564.888	\$ -23.074.430	\$ -24.228.152	\$ -25.439.559
Depreciación	\$ -514.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256	\$ -614.256
Gastos bancarios	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Utilidad antes de intereses</b>	<b>\$ 5.896.982</b>	<b>\$ 6.309.881</b>	<b>\$ 6.863.812</b>	<b>\$ 7.387.277</b>	<b>\$ 7.947.384</b>	<b>\$ 8.546.699</b>	<b>\$ 9.187.966</b>	<b>\$ 9.874.121</b>	<b>\$ 10.398.540</b>	<b>\$ 10.949.180</b>
Intereses	\$ -214.227	\$ -187.848	\$ -159.422	\$ -138.064	\$ -92.912	\$ -57.116	\$ -18.540	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Utilidad antes de impuestos y participación</b>	<b>\$ 5.682.755</b>	<b>\$ 6.122.032</b>	<b>\$ 6.704.390</b>	<b>\$ 7.249.212</b>	<b>\$ 7.854.472</b>	<b>\$ 8.489.583</b>	<b>\$ 9.169.426</b>	<b>\$ 9.874.121</b>	<b>\$ 10.398.540</b>	<b>\$ 10.949.180</b>
Participación	\$ -852.413	\$ -918.305	\$ -1.005.659	\$ -1.087.382	\$ -1.178.171	\$ -1.273.437	\$ -1.375.414	\$ -1.481.118	\$ -1.559.781	\$ -1.642.377
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>\$ 4.830.341</b>	<b>\$ 5.203.728</b>	<b>\$ 5.698.732</b>	<b>\$ 6.161.830</b>	<b>\$ 6.676.301</b>	<b>\$ 7.216.146</b>	<b>\$ 7.794.012</b>	<b>\$ 8.393.003</b>	<b>\$ 8.838.759</b>	<b>\$ 9.306.803</b>
Impuestos	\$ -1.207.585	\$ -1.300.932	\$ -1.424.683	\$ -1.540.458	\$ -1.669.075	\$ -1.804.036	\$ -1.948.503	\$ -2.098.251	\$ -2.209.690	\$ -2.326.701
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$ 3.622.756</b>	<b>\$ 3.902.796</b>	<b>\$ 4.274.049</b>	<b>\$ 4.621.373</b>	<b>\$ 5.007.226</b>	<b>\$ 5.412.109</b>	<b>\$ 5.845.509</b>	<b>\$ 6.294.752</b>	<b>\$ 6.629.069</b>	<b>\$ 6.980.102</b>
<b>Ajustes para el FCL</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Mas depreciación y amortización	\$ 514.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256	\$ 614.256
Más intereses después de impuestos	\$ 136.570	\$ 119.753	\$ 101.631	\$ 88.016	\$ 59.232	\$ 36.411	\$ 11.819	\$ -	\$ -	\$ -
Menos inversiones en activos fijos (CAPEX)	\$ -4.300.000	\$ -2.000.000	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Menos inversión en capital de trabajo	\$ -446.222	\$ -481.920	\$ -455.414	\$ -487.293	\$ -521.404	\$ -557.902	\$ -596.955	\$ -456.244	\$ -479.057	\$ -402.408
<b>Flujo de Caja libre de los activos (FCFF)</b>	<b>\$ -472.640</b>	<b>\$ 2.154.885</b>	<b>\$ 4.534.522</b>	<b>\$ 4.836.352</b>	<b>\$ 5.159.310</b>	<b>\$ 5.504.875</b>	<b>\$ 5.874.629</b>	<b>\$ 6.452.764</b>	<b>\$ 6.764.269</b>	<b>\$ 7.191.951</b>

Nota. Elaboración propia

**Tabla 13**  
*Proyección beneficio tributario 2022 – 2031*

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Intereses	\$ 214.227	\$ 187.848	\$ 159.422	\$ 138.064	\$ 92.912	\$ 57.116	\$ 18.540	\$ -	\$ -	\$ -
Beneficio Tributario	\$ 77.657	\$ 68.095	\$ 57.790	\$ 50.048	\$ 33.681	\$ 20.704	\$ 6.721	\$ -	\$ -	\$ -

Nota. Elaboración propia



## 5.2. Estimación de las Tasas de Descuento

Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., no tiene una estimación de su costo de capital, por lo que existió la necesidad de determinar las tasas de descuento apropiadas para la valoración. Un aspecto que se discutió con respecto a este punto es agregar una prima por iliquidez en el costo patrimonial, debido a que la empresa no transa las acciones en la bolsa de valores. De la revisión realizada a las metodologías de valoración para empresas de capital privado, se encontró que en otros países estas primas van desde el 2% (negocios establecidos y rentables) hasta el 4% (negocios nuevos con alto grado de incertidumbre sobre sus ganancias).

### 5.2.1. Costo patrimonial

El FCFF se descuenta utilizando la tasa de costo patrimonial ( $K_e$ ), la misma que es considerada como la tasa que el inversionista espera o requiere como mínimo al invertir en determinada empresa; para el cálculo de este costo se pueden utilizar dos metodologías, una es el modelo de fijación de precios de activos de capital-CAPM consistente en adoptar un modelo de riesgo y retorno. La segunda metodología es un modelo de crecimiento de los dividendos, donde el precio de una acción es el valor presente de sus dividendos que crecen a una tasa constante (Diez, 2016).

Para el caso de la empresa Salud & Vida Cía. Ltda., al no cotizar en bolsa de valores, se procedió a utilizar el modelo CAPM para el cálculo, a la cual se adicionó riesgo país y prima de iliquidez. La fórmula utilizada fue:

#### Ilustración 26

##### *Fórmula Costo patrimonial*

$$K_p = R_f + \beta [E(R_m) - R_f] + \text{Riesgo país} + R_i$$

Dónde:

- $\beta$  beta desapalancado
- $R_f$  es la tasa libre de riesgo de la economía, y
- El diferencial  $E(R_M) - R_f$  se conoce como Prima por Riesgo de Mercado.
- Riesgo país
- $R_i$  es la prima de iliquidez

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

**Tabla 14**  
*Cálculo del costo patrimonial*

Variables	Dato	Generalidades
Rf	1,4820%	Promedio de los rendimientos de T-Bonds a 10 años <sup>a</sup>
$\beta$	1,13	Beta desanpalacado de la industria de insumos médicos <sup>b</sup>
Rm	0,05	Promedio histórico entre los rendimientos de mercado y bonos del tesoro <sup>c</sup>
Riesgo país	9,12%	Promedio histórico de los últimos diez años del índice de riesgo país ecuatoriano <sup>d</sup>
Ri	2%	Prima de iliquidez <sup>e</sup>
<b>Coto patrimonial (Kp)</b>	<b>18,06%</b>	

Nota. <sup>a</sup> <https://finance.yahoo.com/>. <sup>b, c y e</sup> <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. <sup>d</sup> <https://www.bce.fin.ec/>

### 5.2.2. Costo de deuda

Para la importadora Salud & Vida Cía. Ltda., el costo de la deuda es la equivalencia al costo financiero incluido en las obligaciones de largo plazo (préstamo), asumidas hasta fin de cada año en el periodo 2022-2031, el cual sería del 7.50%, que corresponde al crédito para financiamiento de la construcción del centro de distribución.

### 5.2.3. Valor terminal

Para el cálculo del valor terminal se toma como base el flujo de caja del año 2031, en el escenario optimista considerando los posibles costos, gastos, CAPEX y depreciación anual, dónde se estimó que los ingresos operacionales tengan un crecimiento constante perpetuo del 4%, según la planificación estratégica financiera de la empresa, y sobre el cual se aplicó la tasa de costo patrimonial. La fórmula utilizada fue:

#### Ilustración 27

*Fórmula valor terminal*

$$Vt = FCF_{2031} / (K_p - g)$$

Dónde:

- $FCF_{2031}$  es el Flujo de caja libre de los activos en el año 2031.
- $K_p$  es la tasa costo patrimonial.
- $g$  es el crecimiento esperado de los ingresos (ventas).

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

**Tabla 15**  
*Cálculo del valor terminal*

<b>Variables</b>	<b>Dato</b>
<i>FCFF</i> <sub>2031</sub>	\$ 6.242.439
<i>Kp</i>	18,06%
<i>g</i>	4,00%
<b>Valor terminal (Vt)</b>	<b>\$ 44.397.983</b>

*Nota.* Elaboración propia

#### 5.2.4. Valor presente neto

El valor presente neto (VPN) muestra el aumento de la riqueza en la firma, lo cual representa llevar los flujos futuros de los recursos esperados al día de hoy descontando una tasa de oportunidad, que podría ser la tasa de costo patrimonial (Diez, 2016).

La fórmula utilizada fue:

#### **Ilustración 28**

*Fórmula valor presente neto*

$$VPN = \sum_{t=0}^n \frac{Ft}{(1+i)^t}$$

Dónde:

- Ft es los Flujos de caja libre de los activos de cada periodo.
- i es la tasa costo patrimonial.
- t es el número de periodo

Adaptado de *Principales métodos de valoración*, de Fernández, 2008, Métodos de valoración de empresas

#### 5.2.5. Escenarios

Para la estimación de escenarios se consideraron los supuestos detallados en la sección 5.1 de esta investigación, donde para el escenario optimista, con un nivel de crecimiento en ventas del 8%, es decir 4 puntos porcentuales para los primeros tres años, en relación al escenario conservador (más probable) genera una mejora en valor de \$5.007.366, al ubicarse con un valor de empresa igual a \$25.205.504.

En el escenario conservador o más probable de generarse para la importadora Salud & Vida Cía Ltda., se plantea un crecimiento en ventas para los primeros tres años del 4%, generando con ello un valor de la empresa de \$20.198.138.

En cambio en el escenario pesimista, con un nivel de crecimiento en ventas del 2%, por debajo en 2 puntos porcentuales al escenario conservador (más probable), genera una

disminución de valor para la importadora de \$1.988.279, al ubicarse con un valor de empresa de \$18.209.859. A continuación se detalla un resumen del comparativo de escenarios:

**Tabla 16**  
*Comparativos escenarios*

<b>Variables</b>	<b>Optimista</b>	<b>Conservador</b>	<b>Pesimista</b>
Crecimiento en ingresos operacionales (1-3 años)	8%	4%	2%
Crecimiento en ingresos operacionales (4-8 años)	7%	4%	2%
Crecimiento en ingresos operacionales (9-10 años)	5%	3%	1%
Crecimiento en ingresos operacionales (a perpetuidad)	4%	2%	1%
Crecimiento en ingresos por servicios (año 1 a perpetuidad)	2%	2%	2%
Costo de venta	54%	54%	54%
Gastos operativos	33%	33%	33%
Participación trabajadores	15%	15%	15%
Tasa de impuesto	25.00%	25.00%	25.00%
Capital de trabajo	15%	15%	15%
<b>Variables</b>	<b>Optimista</b>	<b>Conservador</b>	<b>Pesimista</b>
Valor terminal	\$ 44.397.983	\$ 28.839.456	\$ 23.230.015
Valor Presente Neto (VPN)	\$ 24.949.417	\$ 19.942.051	\$ 17.953.772
Beneficio Tributario	\$ 256.087	\$ 256.087	\$ 256.087
<b>Valor de la empresa</b>	<b>\$ 25.205.504</b>	<b>\$ 20.198.138</b>	<b>\$ 18.209.859</b>

*Nota.* Elaboración propia.

Las expectativas de la Alta administración de la empresa, es que a través de la construcción del centro de distribución, puedan satisfacer en mayor escala la demanda de productos, e incrementar de forma significativa su nivel de ingresos operacionales, sin embargo, considerando la incertidumbre y situación económica del país se determinó que el escenario más probable es el conservador, al cual se le asignó una ponderación del 70%, 30% para el escenario optimista y 10% para el pesimista, lo que permitió determinar que la Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., presenta un valor financiero de \$23.521.333

**Tabla 17**  
*Valoración financiera*

<b>Escenario</b>	<b>Valor de la empresa (VE)</b>	<b>Probabilidad</b>	<b>VE Ponderado</b>
<b>Optimista</b>	\$ 25.205.504	30%	\$ 7.561.651
<b>Conservador</b>	\$ 20.198.138	70%	\$ 14.138.696
<b>Pesimista</b>	\$ 18.209.859	10%	\$ 1.820.986
<b>Valor de la empresa ponderado</b>			<b>\$ 23.521.333</b>

*Nota.* Elaboración propia.

## **Conclusiones y recomendaciones**

La valoración financiera de una empresa es una herramienta fundamental y necesaria al momento de realizar una planificación, debido a que, constituye un insumo importante en la toma de decisiones y en las delimitaciones del cumplimiento de los objetivos estratégicos.

De acuerdo con la revisión de la literatura se pudo establecer la existencia de diferentes métodos de valoración, en virtud a la empresa o industria objeto de estudio, el enfoque y alcance que se desea lograr con la metodología financiera aplicada. Para la presente investigación se utilizó el método de flujo de caja descontado (FCF), que según lo indicado por diferentes autores es uno de los más precisos al momento de estimar los beneficios futuros de una empresa, contemplando la teoría del valor del dinero en el tiempo.

La empresa Salud & Vida Cía. Ltda., presenta razones financieras estables, sin embargo, se recomienda mejorar el índice de rotación de cuentas por cobrar, a través de la ejecución de incentivos por pronto pago y determinación de plazos de créditos a otorgarse según el tipo de clientes que tiene la empresa. Por otra parte, mediante el análisis de los estados financieros comprendidos entre los periodos 2017-2021 se pudo conocer la situación actual de la empresa importadora Salud & Vida Cía. Ltda., y elaborar los posibles escenarios de flujo de caja descontado para los próximos diez años (2022 -2031) fundamentados en la actividad económica y objetivos a corto, mediano y largo plazo, y que, al ser ponderados de acuerdo a su probabilidad de ejecución, se logró determinar el valor financiero de la empresa, el cual se sitúa en \$23.521.333, por lo tanto, en caso de la venta de la compañía este será el valor mínimo a negociar.

Dentro de las proyecciones financieras se considera que la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., al realizar la construcción del centro de distribución, podrá ampliar su nivel de despacho, permitiéndole generar ventas y entregas de productos de forma eficiente y rápida, conllevando al crecimiento en sus ingresos operacionales, sin embargo, considerando la incertidumbre y situación económica del país se determinó que el escenario más probable es el conservador, el cual considera para los primeros tres años un crecimiento de sus ingresos del 4%. Las estimaciones y supuestos utilizados en la presente investigación permiten tener un referente de valoración financiera para otras empresas pertenecientes al mismo sector de importadores de insumos médicos, así también sirve de base para proyecciones futuras de los administradores de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda.

En virtud de la situación actual que atraviesa la economía mundial, y en especial las medidas económicas del Ecuador, se recomienda a la Gerencia General de la empresa Importadora Salud & Vida Cía. Ltda., en coordinación con las unidades departamentales pertinentes, realicen un seguimiento constante a las proyecciones financieras estimadas en el presente estudio, con el objetivo de conocer si la organización sigue generando valor o beneficios económicos futuros. Y en el evento, de que los ingresos proyectados de la empresa se ejecuten de acuerdo a las estimaciones de crecimiento del escenario pesimista, se sugiere que la Administración evalúe a través de la herramienta económica elasticidad precio de la demanda, la asignación y modificación en el nivel de precios de los productos que representan una mayor participación sobre el total de ventas, analizando el impacto que tendría una disminución de los mismos en la competitividad de la organización en relación a la demanda del bien determinado por sus clientes. Sumado a ello, la implementación de indicadores de gestión o KPI'S que le permitan a los Administradores de la empresa, tener una visión detallada y medible de los principales procesos internos y conocer de primera mano si los objetivos planificados por la organización se están cumpliendo de forma acertada.

## Referencias Bibliográficas

- Aguilar, I. (2015). Análisis crítico de los métodos de valoración de empresas y su aplicación práctica. *Issn, 1*, 1038–1056.
- Álvarez, R., García, K., & Borraez, A. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre Económico*, 9(18), 59–83.
- Amat, O., Puig, X., & Fabregat, J. (2013). *Nuevas tendencias en finanzas corporativas: Bases conceptuales y ... - ACCID - Google Libros* (ACCID. Contabilidad y Dirección (ed.); Primera ed).
- Barón, V., & Fernández, P. (2008). Valoración de Opciones Reales. Dificultades, Problemas y Errores. *IESE Business School*, 3(1997), 1–22.
- Barrios, A. P. (2013). Valoración de empresas: métodos de valoración. *Contexto*, 2, 87–100.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2010). *Principio de Finanzas Corporativas* (E. M. Hill (ed.); Novena ed).
- Camino, S., & Bermudez, N. (2018). Las empresas familiares en el Ecuador: definición y aplicación metodológica. *X-Pedientes Económicos*, 2(3), 46–72.
- Castellanos, A. (2010). El valor razonable y la calidad de la información financiera. *Visión Gerencial*, 0(2), 269-282–282.
- Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad de Valencia (CEEI CV). (2008). *Manual Valoración de empresas* (Debase Estudio Gráfico (ed.); Centros Eu).
- Chuquiguanga, N. (2015). *Estructuración del organigrama, elaboración del manual de funciones y manual de políticas internas para la Empresa Diserval para la ciudad de Cuenca en el periodo 2014 - 2015*. 235.
- Cortéz, W. (2008). *ECONÓMICOS*.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (John Wiley and Sons Ltd (ed.); Second edi, Vol. 1, Issue 1).
- Diez, S. (2016). Metodología de cálculo del costo promedio ponderado de capital en el modelo del WACC. *Revista Empresarial, ICE-FEE-UCSG*, 10(39), 33–45.
- Fernández, P. (2008). *Metodos De Valoracion De Empresas*. 3, 224.  
[https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/44103586/Metodologias\\_Valorizacion\\_Empresas\\_Universidad\\_Navarra-with-cover-page-v2.pdf?Expires=1623713555&Signature=aRef8Oq25wL~F~gTY8wLxngvFtci6W2Or80mrEjj7OGqDMid2MJvmFY885c-](https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/44103586/Metodologias_Valorizacion_Empresas_Universidad_Navarra-with-cover-page-v2.pdf?Expires=1623713555&Signature=aRef8Oq25wL~F~gTY8wLxngvFtci6W2Or80mrEjj7OGqDMid2MJvmFY885c-)

3T1i99FKff8MY~XnD1TxH2o3K0pfSfvFbf3jTTKRv

- FMI. (2021). *Ecuador: 2021 Article IV Consultation, Second and Third Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for a Waiver of Nonobservance of Performance Criterion, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; a. 21*. <http://www.imf.org>
- Labatut, G. (2005). *El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos)*.
- Martínez, J. (2012). *Valoración de empresas: Amper, S.A.*
- Mejia, C. (2014). ¿Qué son los valores corporativos? Los valores corporativos los valores corporativos. *Planning*, 76, 3. <http://planning.co/bd/documentosPlanning/Abril2004.pdf>
- Narváez, A. (2009). Valoración de empresas: en busca del precio justo. *Contabilidad y Negocios*, 4(7), 23–30.
- Palafox, M., Ochoa, S., & Jacobo, C. (2019). *LIDERAZGO EN EL PROCESO DE SUCESIÓN: EL CASO DE UNA EMPRESA FAMILIAR MEXICANA*.  
<https://www.redalyc.org/journal/3579/357960138005/html/>
- Pereyra, M. (2008). Valoración de empresas una visión de los Métodos Actuales. *Universidad ORT Uruguay*, 32.
- Pico, G. (2006). *De Servicios En Venezuela*. 291–309.
- Polanco, E., & Fernández, C. (2009). Manejo de conflicto en instituciones públicas de educación superior del estado Zulia. *Revista de Artes y Humanidades UNICA*, 10(3), 199–224. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=170114929011>
- Ponce, H. (2007). Matrix SWOT : An alternative for diagnosing and determining intervention strategies in organizations. *Enseñanza e Investigación En Psicología*, 12(1), 113–130. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=29212108>
- Ramón, A., Villa, A., & Serrano, A. (2006). *Valoración de empresas* (Mundi-Prensa (ed.)).
- Riascos, A., & Sáenz, J. (2019). La valoración de empresas como estrategia para la eficiencia en la gestión de sus activos. *Sathiri*, 14(2), 79. <https://doi.org/10.32645/13906925.888>
- Robledo, C., & Ríos, C. (2013). La internacionalización como objetivo explícito en la visión y misión declaradas de las 500 empresas más grandes en Colombia. *AD-Minister*, 22, 33–50. <https://doi.org/10.17230/ad-minister>
- Rojo, A. (2008). *Valoración de empresas y gestión basada en valor* (Thomson Editores Spain (ed.); Primera ed).
- Tovar, M., & Muñoz, I. (2018). Metodología para valoración financiera de PYMES



colombianas utilizando flujos de efectivo. *Civilizar*, 18(35), 139–162.

<https://doi.org/10.22518/usergioa/jour/ccsh/2018.2/a11>

Valor, A. (2015). *Análisis de los diferentes métodos de valoración financiera aplicados al caso de Ferrovial S . A.* Universidad Pontificia ICAI ICADE.

Zambrano, N. K. (2019). *Valoración financiera de la empresa C&S Technology S.A. a través de la aplicación del método de flujos de caja descontados.*

<https://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/6652/1/T2879-MFGR-Zambrano-Valoración.pdf>