

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

**DEPARTAMENTO DE POSTGRADOS DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA Y
NEGOCIOS DE LA ESPOL**



***“VALORACIÓN DE LA EMPRESA ECUA-LITE COMPAÑÍA CERVECERA
S.A.”***

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previa la obtención del título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

Lucía Irene Mieles Campoverde

Ivonne María Valero Cepeda

Guayaquil – Ecuador

2014

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a Dios por acompañarme y ser mi luz a lo largo de mi vida y en el cumplimiento de cada uno de mis objetivos.

A mis padres por ser mi ejemplo a seguir y porque gracias a su apoyo incondicional he logrado hacer realidad cada una de mis metas profesionales.

También quiero dedicar este trabajo a mis compañeros, amigos y personas queridas que estuvieron siempre presentes dándome su apoyo, quiero dedicarles con mucho cariño esta tesis.

Lucía Mieles Campoverde.

DEDICATORIA

A mis padres porque no escatimaron esfuerzo alguno en darme una excelente educación, y principalmente hacer de mí una persona íntegra como sus semejanzas.

A mi hijo, por haber sido un alumno más de esta Maestría al compartir 9 meses dentro de mí en extensivas clases.

A mi esposo quien con su apoyo, comprensión y palabras de aliento me impulsaron a seguir adelante hasta culminar esta etapa.

Ivonne Valero Cepeda.

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por sus bendiciones, por estar siempre a mi lado, por permitirme hacer realidad cada uno de mis sueños, y en este caso por ayudarme a cumplir este objetivo de culminar exitosamente esta maestría.

Agradezco a mis padres porque son las personas más importantes en mi vida, mis amigos incondicionales, por su apoyo y dedicación y palabras de aliento para llevar a efecto esta meta profesional.

Finalmente quiero agradecer a todas las personas que estuvieron presentes durante el desarrollo de este trabajo: amigos, maestros y familia.

Que dios los proteja siempre. Gracias.

Lucía Mieles Campoverde.

AGRADECIMIENTO

A Dios todopoderoso por las bendiciones recibidas y la fortaleza que nos brinda día a día para poder alcanzar metas que nos resultarían imposibles por nuestras propias fuerzas.

A mis dos ángeles protectores por todo el ejemplo de vida y lucha que me brindaron así también por toda su dedicación y amor incondicional.

A todos aquellos docentes por su capacidad y conocimientos que son dignos de admiración y respeto.

A mis amigos más cercanos y a mi compañera de tesis por toda su paciencia y apoyo durante este periodo de sacrificio para culminar una meta más en nuestras carreras.

Ivonne Valero Cepeda.

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

Ph.D. Katia Rodríguez M.

Decano de la FEN

Mba. Carlos Raúl Carpio Freire

Director del Proyecto

Ph.D. Fabricio Zanzzi

Vocal Principal

DECLARACION EXPRESA

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL.

Lucía Irene Mieles Campoverde

Ivonne María Valero Cepeda

INDICE GENERAL

DEDICATORIA	2
AGRADECIMIENTO	4
TRIBUNAL DE GRADUACION	6
DECLARACION EXPRESA	7
INDICE GENERAL	8
INDICE DE CUADROS	13
INDICE DE GRAFICOS	15
INDICE DE ANEXOS	16
INTRODUCCION	17
CAPITULO 1: ASPECTOS GENERALES Y MARCO TEÓRICO	19
1.1. Planteamiento del problema	19
1.2. Justificación de la propuesta	22
1.3. Objetivos	23
1.3.1. Objetivo general	23
1.3.2. Objetivos específicos	23
1.4. Valoración de empresas	24
1.4.1. Definición	24
1.4.2. Objetivos de la valoración de empresas	26
1.4.3. Metodologías usadas en la valoración de empresas	29
1.4.3.1. Definición de los diferentes métodos de valoración	29
1.4.3.1.1. Métodos basados en el balance de la empresa	30
1.4.3.1.1.1. Valor contable	31

1.4.3.1.1.2.	Valor contable ajustado	31
1.4.3.1.1.3.	Valor de liquidación	31
1.4.3.1.1.4.	Valor substancial	32
1.4.3.1.2.	Métodos basados en la cuenta de resultados	33
1.4.3.1.2.1.	Valor de los beneficios PER	33
1.4.3.1.2.2.	Valor de los dividendos	33
1.4.3.1.2.3.	Múltiplo de las ventas	34
1.4.3.1.2.4.	Otros múltiplos	35
1.4.3.1.3.	Métodos basados en el fondo de comercio (mixtos)	35
1.4.3.1.3.1.	Método de valoración clásico	36
1.4.3.1.3.2.	Método simplificado de la renta abreviada	37
1.4.3.1.3.3.	Método de la Unión de Expertos Contables Europeos	38
1.4.3.1.3.4.	Método indirecto o método de los prácticos	39
1.4.3.1.3.5.	Método anglosajón o método directo	39
1.4.3.1.3.6.	Método de compra de resultados anuales	40
1.4.3.1.3.7.	Método de la tasa con riesgo y la tasa sin riesgo	41
1.4.3.1.4.	Métodos basados en las utilidades o dividendos	41
1.4.3.1.4.1.	Método de la rentabilidad del beneficio	41
1.4.3.1.4.2.	Método de la rentabilidad del dividendo	42
1.4.3.1.4.3.	Método de Gordon y Shapiro	43
1.4.3.1.5.	Métodos basados en el descuento de flujo de fondos	44
1.4.3.1.5.1.	El free cash flow	46
1.4.3.1.5.2.	El free cash flow para los accionistas	47
1.4.3.1.5.3.	Capital cash flow	48
1.4.3.2.	Modelo de valoración de activos de capital (CAPM)	49
1.5.	Marco regulatorio en el Ecuador	51
1.5.1.	Leyes y reglamentaciones	51
1.5.1.1.	Ley de Compañías	51
1.5.1.2.	Mercado de Valores	53

1.5.1.2.1. Marco legal del Mercado de Valores ecuatoriano	53
1.5.1.2.1.1. Superintendencia de Compañías y el Mercado de Valores	53
1.5.1.2.1.2. Marco jurídico que rige el Mercado de Valores	54
1.5.1.2.1.3. El Consejo Nacional de Valores	55
1.5.1.2.1.4. La Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos	55
1.5.1.2.1.4.1. Regulaciones que rigen a las Bolsas de Valores	55
1.5.1.2.1.4.2. Regulaciones que rigen a las Casas de Valores	56
1.5.1.2.1.4.3. Regulaciones que rigen a las Calificadoras de Riesgo	57
1.5.1.2.1.4.4. Regulaciones que rigen las Administradoras de Fondos	58
1.5.1.3. Ley de Seguridad Social	59
1.5.1.3.1. Código de Trabajo	59
1.5.1.4. Ley de Régimen Tributario Interno	59
1.5.1.5. Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)	61
1.5.1.5.1. La valoración en las NIC-NIIF	63
1.5.1.5.1.1. La NIIF 13	63
1.5.1.5.1.2. La NIIF 3	64

CAPITULO 2: ANALISIS FUNCIONAL DE ECUA-LITE COMPAÑÍA CERVECERA

2.1. Antecedentes	68
2.1.1. Antecedentes del grupo multinacional Klubeer	68
2.1.1.1. Líneas de negocio	70
2.1.1.1.1. Cervezas	71
2.1.1.1.2. Bebidas refrescantes	72
2.1.2. Antecedentes de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.	73
2.2. Descripción de las operaciones de la compañía	74
2.2.1. Líneas de negocio y productos	74
2.2.1.1. Líneas de negocio	74
2.2.1.1.1. Segmento de manufactura	74

2.2.1.1.2. Segmento de distribución	75
2.2.1.2. Líneas de producto	76
2.2.1.2.1. Cervezas	76
2.2.1.2.2. Bebidas refrescantes	77
2.3. Misión, visión y valores	78
2.3.1. Misión	78
2.3.2. Visión	78
2.3.3. Valores	79
2.4. Análisis del entorno económico	79
2.4.1. Análisis de mercado	79
2.4.1.1. Contexto macroeconómico ecuatoriano	79
2.4.1.2. Entorno de la industria cervecera a nivel mundial	89
2.4.1.3. Entorno de la industria local cervecera	94
2.5. Análisis Porter	97
2.6. Análisis FODA	100

CAPITULO 3: ANÁLISIS FINANCIERO, ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO Y VALORACIÓN

3.1. Análisis financiero	102
3.1.1. Introducción	102
3.1.2. Balance general	103
3.1.2.1. Análisis vertical del balance general	103
3.1.2.2. Análisis horizontal del balance general	105
3.1.3. Estado de pérdidas y ganancias	107
3.1.3.1. Análisis vertical del estado de pérdidas y ganancias	107
3.1.3.2. Análisis horizontal del estado de pérdidas y ganancias	108
3.1.4. Indicadores financieros	110
3.1.4.1. Análisis de indicadores financieros	110
3.1.4.1.1. Ratios de liquidez	110

3.1.4.1.2. Ratios de eficiencia	111
3.1.4.1.3. Ratios de endeudamiento	113
3.1.4.1.4. Ratios de rentabilidad	114
3.2. Métodos seleccionados para la valoración de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.	114
3.3. Estimación de la tasa de crecimiento para la proyección del flujo de caja libre	116
3.3.1. Método geométrico	116
3.3.2. Cálculo de la tasa de crecimiento g para la proyección de los flujos de caja	117
3.4. Estimación de la tasa de descuento mediante el método CPPC (Costo Promedio Ponderado de Capital)	118
3.5. Determinación del valor financiero de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.	123
3.5.1. Determinación del valor de la empresa mediante el método de la rentabilidad del beneficio	123
3.5.2. Determinación del valor de la empresa mediante el método de valoración de acciones en circulación	124
3.5.3. Determinación del valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre con gradientes	126
3.5.4. Determinación del valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre con gradientes cruzado	127
3.5.5. Valor de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.	128
CONCLUSIONES	129
RECOMENDACIONES	131
BIBLIOGRAFÍA	132
ANEXOS	135

INDICE DE CUADROS

CAPITULO 1: ASPECTOS GENERALES Y MARCO TEÓRICO

1.4. Valoración de empresas

1.4.3. Metodologías usadas en la valoración de empresas

Cuadro 1.4.3.1. Principales métodos de valoración 30

Cuadro 1.4.3.1.5. Métodos basados en descuento de flujo de fondos 45

CAPITULO 2: ANALISIS FUNCIONAL DE ECUA-LITE COMPAÑÍA CERVECERA S.A.

2.1. Antecedentes

2.2. Descripción de las operaciones de la compañía

2.2.1. Líneas de negocio y productos

Cuadro 2.2.1.1.2. Evolución volumen de ventas (miles de electrolitos) 75

Cuadro 2.2.1.2.1. Marcas de cerveza comercializadas 77

Cuadro 2.2.1.2.2. Marcas de bebidas refrescantes comercializadas 78

2.4. Análisis del entorno económico

2.4.1. Análisis de mercado

Cuadro 2.4.1.2. Ranking por marca de cervezas a nivel mundial 90

Cuadro 2.4.1.3. Importaciones de cerveza de malta, año 2009 96

CAPITULO 3: ANÁLISIS FINANCIERO, ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO Y VALORACIÓN

3.4. Estimación de la tasa de descuento mediante el método CPPC (Costo Promedio Ponderado de Capital)

Cuadro 3.4. Endeudamiento Ecu-lite Compañía Cervecera año 2012 122

3.5. Determinación del valor financiero de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.

Cuadro 3.5.1. Valor de la empresa método rentabilidad del beneficio 124

Cuadro 3.5.2. Valor de la empresa método acciones en circulación 125

Cuadro 3.5.3. Valor de la empresa método flujo de caja libre 127

Cuadro 3.5.4. Valor de la empresa método flujo de caja libre cruzado 128

Cuadro 3.5.5. Valor de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. 128

INDICE DE GRÁFICOS

CAPITULO 2: ANALISIS FUNCIONAL DE ECUA-LITE COMPAÑÍA CERVECERA S.A.

2.1. Antecedentes

2.1.1. Antecedentes del grupo multinacional Klubeer

Gráfico 2.1.1.1. Ventas consolidadas del grupo periodo 2006-2012 69

Gráfico 2.1.1.2. Ingresos obtenidos por continentes 70

Gráfico 2.1.1.3.1. Tendencias de crecimiento de consumo de cerveza por volumen, pronostico de 5 años por región 2011-2015 71

2.2. Descripción de las operaciones de la compañía

2.2.1. Líneas de negocio y productos

2.2.1.1. Líneas de negocio

Gráfico 2.2.1.1.2. Ingresos por segmento de negocio 75

2.4. Análisis del entorno económico

2.4.1. Análisis de mercado

Gráfico 2.4.1.2.1. Principales compañías de la industria 90

Gráfico 2.4.1.2.2. Canales de distribución de la cerveza 92

Gráfico 2.4.1.3. Participación de la producción nacional año 2012 95

INDICE DE ANEXOS

ANEXO 1: Balance General	136
ANEXO 2: Estado de Resultados	137
ANEXO 3: Detalle de gastos administrativos y de ventas	138
ANEXO 4: Indicadores financieros	139
ANEXO 5: Flujo de caja proyectado método de valoración con gradiente geométrico	140
ANEXO 6: Flujo de caja proyectado método de valoración cruzado	141
ANEXO 7: Precios de cierre activos de renta variable fecha 28/06/2013	142

INTRODUCCION

El presente trabajo tiene como finalidad determinar un valor razonable para la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A., como un aporte a partir del cual sus administradores podrán tomar decisiones importantes de tipo financiero y organizacional que le permitirán maximizar su valor, tomando en cuenta los costos y riesgo en los que se pueden incurrir.

La metodología que se utilizó para la valoración de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. se basa en un análisis cualitativo de la empresa, su entorno y reglamentaciones; y también, un análisis cuantitativo en base a la información financiera de la empresa.

Es así que en el primer capítulo se revisó el marco teórico para la valoración de una empresa; siendo los principales temas estudiados los métodos de valoración y las reglamentaciones bajo las cuales se rigen las empresas al momento de realizar una valoración.

En el segundo capítulo se estudiaron los antecedentes y la historia de la empresa, tanto de Ecu-lite como del grupo Klubeer; sus principales líneas de negocio y productos; su estructura organizacional y societaria; y finalmente se analizó su entorno macroeconómico y de la industria cervecera a nivel mundial.

El tercer capítulo se centra en el análisis financiero y la valoración de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. Para esto se realizó primeramente un estudio de las principales cuentas del balance general, estado de resultados y sus principales indicadores financieros obtenidos en base a dichas cuentas. Luego, se obtuvo la tasa de crecimiento mediante el método geométrico para proyectar los flujos de caja; así como también, la tasa de descuento mediante el modelo CAPM para descontar los flujos proyectados.

Los métodos de valoración que se emplearon para valorar Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. son: el método de la rentabilidad del beneficio, el método de valoración de acciones en circulación, el método de descuento de flujos de caja proyectados con gradientes; y, el método de descuento de flujos de caja proyectados con gradientes cruzado. Se determinó el valor de la empresa con cada uno de estos métodos y se comparó resultados; para finalmente obtener un promedio que nos dio un valor final de \$1'187.615,50 para la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.

CAPITULO I

ASPECTOS GENERALES Y MARCO TEORICO

1.1. Planteamiento del problema

Conocer el valor de una empresa es una necesidad latente que se presenta en la mayoría de los negocios actualmente. Determinar este valor no es fácil de encontrar hoy en día, considerando que el valor de una empresa depende no solo de los propios activos tangibles que posee, sino también de factores y activos intangibles. Hace algunos años era más sencillo valorar las empresas, ya que se consideraba para el efecto solo los bienes materiales que poseía, mas las licencias, concesiones o patentes adquiridas, valoradas a precios de mercado. Esta información se la obtiene de los estados financieros por lo que no había la necesidad de analizar otros factores que no se pueden verificar en los mismos y que son relevantes en la actualidad.

Hoy en día es necesario analizar otras variables que influyen de igual manera en la situación financiera de una empresa. El mercado a medida que va evolucionando va incorporando nuevos elementos de valor y va dejando a un lado los existentes, así como ha evolucionado el mercado, de igual manera ha evolucionado la forma de valorar las empresas.

Según Gloria Valero y Alberto Agudelo, en su tesis sobre Valoración de la Empresa Security Limitada bajo métodos económicos y financieros (2002),

hasta hace algunos años en el mercado de productos y servicios primaba la oferta, quien establecía las condiciones de negociación y del producto únicamente el productor decidía el precio y características del producto y lo colocaba en un mercado con un gran potencial de demanda insatisfecha, la cual debía consumir lo que estuviera disponible (3).

En estas condiciones valorar una empresa dependía únicamente de los activos físicos que poseía y de su capacidad productiva, al existir un mercado perfecto las ganancias dependían de factores internos y de la eficiencia con la que se manejaban los activos de la empresa, por lo que mientras el tamaño de activos fijos era mayor, mayor era su capacidad productiva y el valor de su empresa.

Con el pasar del tiempo, el concepto de valor de la empresa paso a depender de otros factores, como por ejemplo la competencia, ya que el productor empezó a perder protagonismo en el mercado y es el consumidor quien ahora decide que producto desea adquirir y con qué características. De la misma manera, factores como el posicionamiento en el mercado, la aceptación de sus productos por los clientes, la capacidad de generar efectivo se volvieron determinantes al momento de valorar una empresa (Valero y Agudelo, 2002).

Independientemente de los métodos que se utilicen para valorar la empresa, dentro del proceso de valoración se buscan las fuentes de información más objetivas posibles acerca del negocio.

³VALERO, G y AGUDELO, A. (2002). Valoración de la empresa Security Limitada bajo métodos económicos y financieros. Universidad Nacional de Colombia, sede Manizales.

Por este motivo, según Alfonso Galindo Lucas, en su paper sobre fundamentos de valoración de empresas, antes de aplicar cualquier método de valoración hace falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa. La escasez y el costo de la información es la principal causa y consecuencia de la imperfección de los mercados en los que dicha información se requiere (4).

Uno de los principales problemas en la valoración de empresas, sea cual sea el modelo utilizado, es la dificultad de concretar las estimaciones o las mediciones de hechos cualitativos, lo cual se traduce en un coste, ya que esto representa un menor valor para el comprador y para el vendedor una mayor inversión, y reduce el excedente de ambos.

Para el caso de las empresas ecuatorianas, no todas las compañías son transparentes en la información financiera que se declara al fisco; por ende, la información cualitativa tanto micro como macro de la empresa, así como también sus estados financieros, muchas veces es muy subjetiva y requiere de un análisis más profundo, con información adicional y sustentada en documentos, proporcionada por los dueños de la empresa, para hacer una correcta valoración.

⁴GALINDO, A. (2005). Fundamentos de Valoración de Empresas. Universidad de Cadiz, disponible en <http://www.eumed.net/libros-gratis/2005/agl/agl.pdf>.

Por este motivo, se tomará para el presente estudio una empresa ecuatoriana, tomando en consideración que esta cotiza en el Mercado de Valores y tiene presencia en el mercado, por lo que sus estados financieros están publicados para el público en general. Esta tesis pretende utilizar al menos tres métodos de

valoración de empresas con, ya que el método de flujo de caja solo utiliza datos de la empresa analizada, mientras que al utilizar métodos comparables se analiza el mercado teniendo información más real, de esta manera se puede verificar que los valores obtenidos con todos los métodos estén relacionados entre sí.

1.2. Justificación de la propuesta

Luego de la revisión de los aportes teóricos existentes que explican la problemática general del proceso valorativo de las empresas, el presente estudio busca determinar un valor razonable para Ecu-lite Compañía Cervecera S.A., y que de esta manera en la empresa se puedan tomar decisiones acertadas que permitan crear valor tanto para los administradores como para los accionistas.

Esta creación de valor es importante para que todos los miembros de la institución se beneficien de la generación de riqueza que se puede lograr a través de la toma de decisiones estratégicas; dentro de la cual estarían involucrados tanto los accionistas, como los empleados, clientes, proveedores, personal externo, el estado y todos en general.

Este proyecto será un aporte para la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. que se analizará a través de esta tesis, la cual a partir de una correcta valoración de su negocio podrá tomar decisiones más acertadas de tipo

financiero y organizacional con el fin de maximizar su valor, tomando en cuenta los costos y riesgos en los que se pueden incurrir.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo General

Determinar un valor estimativo para la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A., que muestre la realidad económica de la misma y que sirva como referencia y guía para estudios futuros de la empresa.

1.3.2. Objetivos específicos

- Establecer la metodología y las herramientas más adecuadas para la valoración de la empresa.
- Analizar la información histórica de las principales cuentas de los Estados Financieros (periodo 2008 - 2012) para descifrar y establecer el comportamiento de dichas cuentas.
- Medir el efecto de las estrategias que han sido utilizadas por la actual gestión y de acuerdo a los resultados presentar nuevos enfoques estratégicos.

1.4. Valoración de empresas

1.4.1. Definición

En el marco de la economía moderna globalizada y el nuevo entorno competitivo se presenta como un requerimiento organizacional y estratégico en la condición actual, el involucrarse con los conceptos amplios de valoración de empresas y el tema de creación de valor, que en conjunto es cada día más necesaria, debido fundamentalmente a la toma de decisiones ordenadas que involucran a los ejecutivos no solo en la dimensión empresarial, sino además en la estructura del negocio, selección de inversiones y obtención de financiación apropiada y al menor coste para éstas, entre otras.

Al valorar una empresa se procura fijar un proceso de intervalo de valores moderados dentro del cual estará circunscrito el valor categórico. Se trata entonces de determinar el valor específico propio de un negocio y no su cuantía de mercado, ni por supuesto, su monto económico. El valor no es un hecho real que ya maneja variables subjetivas, dados en gran parte por la veracidad, el acceso a la información financiera y la combinación y concertación de una serie de razonamientos y proyecciones que permitan estimar el intervalo antes mencionado, de tal forma que proporciona un concepto de opinión y una proximidad a su realidad.

La valoración de una empresa es una acción técnica que requiere de unos conocimientos previos de distintas áreas como son la financiera- contable, de mercados, económica y estadística, de tal forma que respondan a ciertos interrogantes, como: que se está ejecutando, misión-visión, porque se está valorando y en cumplimiento de unos objetivos?, hacia qué y para quien se está valorando?.

La contabilidad tradicional y las finanzas corporativas, han determinado un sistema de medición estandarizado mediante unos indicadores, usualmente utilizados en su análisis de gestión y actividad en la organización, a lo cual, la gerencia moderna ante la evolución, dinámica y avances de la actividad empresarial deberá precisar formalmente en indicadores de valor económico agregado y maximización del valor de la empresa, fundamentado como el principal objetivo para realizar su análisis pertinente comparativamente y periódicamente, cabe resaltar que el tema de valoración de empresas puede establecer unos propósitos diferentes a la medición de la gestión gerencial directiva, como se abordara más adelante.

En el mercado financiero y el mundo de los negocios en general es muy usual en la actualidad, el deseo o la necesidad de conocer el valor de una empresa, la réplica a esta necesidad no es fácil de determinar hoy en día, cuando el valor de las empresas esta dado más por factores y activos intangibles que por los propios activos intangibles que posee. Hace algunos años era sencillo establecer su valor en el mercado, ya que este estaba representado básicamente por los bienes materiales que poseía mas otros activos como las licencias, concesiones o patentes adquiridas valoradas a costes de mercado; toda esta información se extraía fácilmente los estados financieros, terminada

con los indicadores financieros y económicos, por lo que era fácil y rápido establecer su valor en cualquier momento.

Se puede definir a la valoración de empresas como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma, susceptible de ser valorada.

Finalmente no existe una técnica única para realizar la valoración de empresas y este ejercicio solicita del analista un aplico conocimiento de las técnicas analíticas, las variables macroeconómicas de los mercados en los que opera el negocio, la situación actual y perspectivas futuras de la empresa en cuanto a productos o servicios, ciclo de vida por el que atraviesan, estructura organizacional interna, capacidad de gestión de la alta dirección, incidencia y participación de los accionistas o propietarios, innovación tecnológica, se observa entonces que la valoración de empresas reviste de cierta complejidad, lo que provoca la obtención de unos resultados sujetos a incertidumbre y a cierto grado de inexactitud.

1.4.2. Objetivos de la valoración de empresas

De acuerdo a los diferentes estudios que se han realizado sobre el tema, existen numerosas razones por las que se hace necesaria la posible valoración de una empresa; intereses marcados de acuerdo a un escenario en relación a

los objetivos y requerimientos que se tengan, desde la creación de valor futuro para los propietarios, inversionistas, entidades financieras, proveedores y clientes, hasta observar, medir y analizar la gestión para la alta gerencia, garantizando la supervivencia de la organización, la cual involucre a sus empleados; observándose en cada uno de los actores diversas posiciones al respecto, así en la valoración de una empresa se pueden procurar distintos objetivos:

- **Como instrumento estratégico de medición y gestión de resultados.** En el meridiano organizacional los indicadores respecto a la gestión gerencial y de resultados, literalmente independientemente de la rentabilidad, está dada por la valorización, la cual es retroalimentada mediante un seguimiento periódico, hecho que le permitirá al gestor proyectar planes, objetivos y estrategias en el tiempo, las cuales serán evaluadas permanentemente para continuar concluyendo acciones de mejoras que permitan realizar las correcciones y generar los mejores resultados.
- **Para ofertar en la bolsa de valores o banca de inversión.** Para las empresas que cotizan en bolsa el valor intrínseco está dado por la sumatoria del valor de sus acciones en su totalidad. Ahora bien, las empresas que desean cotizar en bolsa, para posibilitar su ingreso a posibles inversionistas e incluso en la oxigenación de nuevos recursos para su crecimiento y expansión, han de tener una valoración actualizada que se derive de técnicas y métodos generalmente utilizados, la cual

servirá de base para solicitantes demandantes atraídos, quienes estudiaran si su inversión gozara de un valor mayor, de acuerdo a las expectativas de su capital aportado y minimizando el riesgo.

- **Emisión y adquisición de acciones.** Para la emisión o adquisición de acciones, tanto el comprador como el emisor deberán conocer la valoración para soportar su transacción en forma fiable, y de acuerdo a los escenarios que circunscriben el mercado.
- **Para fusiones.** Las fusiones entre empresas del mismo sector, encaminan sus logros a resultados administrativos, disminución de costes, de mejor aprovechamiento del mercado, de maximización de la utilidad. Según la valorización de cada una de ellas, por lo general en la fluctuación de sus flujos de caja, será la participación y dinamismo en la empresa resultante.
- **Solicitud y obtención de recursos financieros de terceros.** Para los requerimientos de recursos financieros de terceros, las entidad crediticias en su rigor, soportan su crédito a la capacidad de la organización en generar recursos, en el corto, mediano y largo plazo, como garantía suficiente y calificación de riesgo para el pago periódico y gradual de los interese y amortización de la deuda solicitada, de tal forma entonces, que la valoración de la empresa determina estos flujos de caja vislumbrando con la mayor exactitud los valores referentes a la estructura de capital y sus pronósticos de flujo de efectivo o tesorería futuros.

- **Para la emisión o adquisición de títulos valores avalados por la empresa.** No siempre las empresas contestan a la solicitud de los requerimientos de recursos con entidades financieras o al aumento de su estructura de capital y propiedad en la parte del endeudamiento, optando por la opción de la emisión de títulos valores avalados por la empresa, entre otros por las ventajas comparativas como lo es el costo de capital. De ahí, que la valoración de la empresa soporta en su técnica y en sus valores económicos de la inversión que se realice en la entidad.

1.4.3. Metodologías usadas en la valoración de empresas (12)

1.4.3.1. Definición de los diferentes métodos de valoración

Existen diferentes métodos de valoración, por lo que es importante identificar cual método es más conveniente utilizar en cada caso. Se han agrupado los métodos de valoración de empresa en el siguiente orden:

¹² Fernández, Pablo (2000). Valoración de empresas, como medir y gestionar la creación de valor. Ediciones Gestión 2000. III Edición., capítulos 1, 10 y 17

- Métodos basados en el balance de la empresa.
- Métodos basados en la cuenta de resultados.
- Métodos mixtos.
- Métodos basados en el descuento de flujo de fondos.

Cuadro 1.4.3.1. Principales métodos de valoración

Principales métodos de valoración				
Balance	Cuenta de resultados	Mixtos	Basados en utilidades o dividendos	Descuento de flujos
Valor contable	PER	Clasicos	Rentabilidad del beneficio	Free cash flow
Valor contable ajustado	Dividendos	Union de expertos contables europeos	Rentabilidad del dividendo	Cash flow acciones
Valor de liquidación	Ventas	Renta abreviada	Gordon y Shapiro	Capital cash flow
Valor substancial	Otros múltiples	Otros		

Fuente: Texto guía Pablo Fernández (2000)

Elaborado por: Las autoras

1.4.3.1.1. Métodos basados en el balance de la empresa

Estos métodos calculan el valor de la empresa en base a su balance, y no toman en cuenta el valor del dinero en el tiempo, la evolución futura de la empresa y otros factores externos e internos que pueden afectar a la empresa.

Los métodos basados en el balance de la empresa son los siguientes:

- Valor contable
- Valor contable ajustado
- Valor de liquidación
- Valor substancial

1.4.3.1.1.1. Valor contable

El valor contable, valor en libros o patrimonio neto de una empresa se define como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros.

1.4.3.1.1.2. Valor contable ajustado

Consiste en ajustar los valores de activos y pasivos a valor de mercado, para de esta manera obtener el valor de patrimonio neto ajustado.

1.4.3.1.1.3. Valor de liquidación

Es el valor de la empresa que se obtiene en el caso de que esta se liquide; es decir, que se vendan todos sus activos y se cubran las deudas. Este valor se

calcula restando del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación; que son principalmente las indemnizaciones de los empleados, gastos fiscales y otros gastos de liquidación.

1.4.3.1.1.4. Valor substancial

Este valor consiste en definir el valor que debería invertirse en el caso de que se constituyera una nueva empresa con idénticas condiciones de la que se valora. Es conocido también como el valor de reposición de los activos, en un supuesto de continuidad de la empresa.

Existen tres clases de valor sustancial:

- Valor substancial bruto: Es el valor del activo a precio de mercado.
- Valor substancial neto o activo neto corregido: Es el valor substancial bruto menos el pasivo exigible.
- Valor substancial bruto reducido: Es el valor substancial bruto reducido solo por el valor de la deuda sin coste.

1.4.3.1.2. Métodos basados en la cuenta de resultados

En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER (iniciales de Price earnings ratio), según los cuales el precio de la acción es un múltiplo del beneficio.

1.4.3.1.2.1. Valor de los beneficios PER

Según este método, se obtiene el valor de la empresa aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} * \text{beneficio}$$

En ocasiones se utiliza también el PER relativo, que es el PER de la empresa dividido para el PER del país.

1.4.3.1.2.2. Valor de los dividendos

Para el caso de una perpetuidad, el valor de acción se expresa así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / Ke$$

Donde: DPA (dividendo por acción repartido por la empresa el último año)

Ke (rentabilidad exigida de las acciones)

Para el caso de un dividendo que crece indefinidamente a una tasa anual constante g , el valor de la acción se expresa así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (Ke - g)$$

Donde: DPA_1 representa los dividendos por acción del último año.

1.4.3.1.2.3. Múltiplo de las ventas

En este método el valor de la empresa se calcula multiplicando las ventas de la empresa por un número.

Comúnmente se utiliza el ratio precio/ ventas, el cual se puede descomponer de la siguiente manera:

$$\text{Precio/ ventas} = (\text{precio/ beneficio}) * (\text{beneficio/ ventas})$$

El primer ratio (precio/ beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ ventas) es el que se conoce como la rentabilidad sobre ventas.

1.4.3.1.2.4. Otros múltiplos

Existen otros múltiplos que son utilizados comúnmente para la valoración de empresas; estos son:

- Valor de la empresa/ beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT).
- Valor de la empresa/ beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (BAAIT).
- Valor de la empresa/ cash flow operativo.
- Valor de las acciones/ valor contable.

1.4.3.1.3. Métodos basados en el fondo de comercio o goodwill (mixtos)

El fondo de comercio representa el valor de los elementos inmateriales de la empresa, el cual a pesar de que no aparece generalmente en el balance, añade valor al activo neto si se pretende efectuar una valoración correcta.

Se los conoce como métodos mixtos porque por un lado valoran los activos de la empresa de manera estática y, por otro lado, al tratar de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro agregan la parte dinámica a la metodología aplicada.

1.4.3.1.3.1. Método de valoración clásico

Según este método, el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio. Este fondo de comercio se valora como n veces el beneficio neto de la empresa.

Para empresas industriales se aplica la siguiente fórmula:

$$V = A + (n * B)$$

Donde A es el valor del activo neto, B es el beneficio neto y n es el coeficiente comprendido entre 1,5 y 3.

Para empresas de comercio minorista se aplica la siguiente fórmula:

$$V = A + (z * F)$$

Donde A es el valor del activo neto, z es el porcentaje de la cifra de ventas y F es el valor de la facturación.

1.4.3.1.3.2. Método simplificado de la renta abreviada del goodwill o método de la UEC simplificado

Según este método, el valor de la empresa es el valor de su patrimonio neto ajustado mas el valor del fondo de comercio, que se obtiene capitalizando a través de un coeficiente a_n , un superbeneficio igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión del activo neto en el mercado de capitales al tipo de interés correspondiente a la tasa sin riesgo.

Este valor se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = A + a_n (B - iA)$$

Donde:

A: Activo neto corregido o valor substancial neto.

a_n : Valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años.

B: Beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo.

i : Tipo de interés de colocación alternativa.

$a_n(B - iA)$: Fondo de comercio o goodwill.

1.4.3.1.3.3. Método de la unión de expertos contables europeos (UEC)

Para la UEC el valor de la empresa es igual al valor substancial (o activo neto revaluado) más el fondo de comercio.

Este valor se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = A + a_n(B + iV) \text{ despejando: } V = [A + (a_n * B)] / (1 + ia_n)$$

La diferencia entre este método y el método simplificado de renta abreviada consiste en que el valor del fondo de comercio, en este caso debe calcularse a partir del valor V que estamos buscando, mientras que en el método simplificado se lo calcula a partir del activo neto A .

1.4.3.1.3.4. Método indirecto o método de los prácticos

Este método pondera igual el valor del activo neto y el valor de la rentabilidad. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor del activo neto y el valor de la capitalización de los beneficios.

Se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = (A + B/i)/2 \text{ que puede expresarse como: } V = A + (B - iA)/2i$$

Donde la tasa i que se utiliza es el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo.

1.4.3.1.3.5. Método anglosajón o método directo

En este método se lo conoce también como el método de la capitalización del superbeneficio para una duración infinita. Se obtiene el valor del goodwill actualizando para una duración infinita el valor del superbeneficio que obtuvo la empresa.

Se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = A + (B - iA) / t_m$$

Donde la tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija, multiplicada por un coeficiente comprendido entre el 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.

1.4.3.1.3.6. Método de compra de resultados anuales

Según este método, el comprador está dispuesto a pagar al vendedor el valor del activo neto más m años de superbeneficios.

Se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = A + m (B - iA)$$

Donde el número de años (m) que se utiliza esta entre 3 y 5, y el tipo de interés (i) es el tipo de interés usual en el país.

1.4.3.1.3.7. Método de la tasa con riesgo y la tasa sin riesgo

Según este método, el valor de una empresa es igual al activo neto aumentado con la actualización del superbeneficio.

Se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V = A + (B - iV) / t \text{ despejando } V = (A + B / t) / (1 + i / t)$$

Donde la tasa i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; la tasa t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeneficio, y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo.

1.4.3.1.4. Métodos basados en las utilidades o dividendos

1.4.3.1.4.1. Método de la rentabilidad del beneficio

Mediante este método se calcula el valor presente de una perpetuidad en la que el flujo establecido es la utilidad neta, e i es la tasa de rentabilidad deseada, que se obtiene mediante el método WACC.

La ventaja de este método es su sencillez; sin embargo, existen dificultades cuando no es posible establecer el beneficio, ya sea porque la empresa tiene pérdidas, o flujos de caja negativos.

Se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$V. Empresa = \frac{Beneficio N eto}{i}$$

1.4.3.1.4.2. Método de la rentabilidad del dividendo

Este método calcula de igual manera el valor presente de una perpetuidad; sin embargo, en este caso el flujo establecido es el dividendo que paga la empresa que se asume constante, e i es la tasa de rentabilidad deseada.

La ventaja de este método es su sencillez, pero existen de igual manera problemas cuando no se pueden determinar los dividendos; es el caso de empresas que tienen como política no repartir dividendos, o que por pérdidas contables tampoco pueden repartir dividendos.

Se aplica la siguiente fórmula:

$$V.Empresa = \frac{Dividendo}{i}$$

1.4.3.1.4.3. Método de Gordon y Shapiro

Este método calcula el valor presente de una perpetuidad, en la cual el flujo de caja establecido es el dividendo que paga la empresa que se asume constante, i es la tasa de rentabilidad deseada, y g es la tasa de crecimiento constante.

Al igual que en los métodos de utilidades y dividendos anteriores, su principal ventaja es la sencillez de su cálculo. El principal problema en su aplicación es la probable dificultad al estimar la tasa de crecimiento g .

Se aplica la siguiente fórmula:

$$V.Empresa = \frac{Dividendo}{i - g}$$

1.4.3.1.5. Métodos basados en el descuento de flujo de fondos

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa mediante la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará la empresa en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento de acuerdo al riesgo de dichos flujos.

En la actualidad, este método se considera el único método de valoración conceptualmente correcto, pues considera a la empresa como un ente generador de flujo de fondos y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual neto de los flujos utilizando una tasa de descuento apropiada.

La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes en este tipo de valoración. Para el efecto se tienen en cuenta aspectos importantes como el riesgo y las volatilidades pasadas.

Existen tres flujos de fondos básicos que se pueden considerar en una valoración: El flujo de fondos libre, el flujo de fondos disponible para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

Cuadro 1.4.3.1.5. Métodos basados en el descuento de flujo de fondos

Flujos de fondos	Tasa de descuento apropiada
FCF: Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC: Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CFac: Flujo de fondos disponible para los accionistas	Ke: Rentabilidad exigida de las acciones
CFd: Flujo de fondos disponible para la deuda	Kd: Rentabilidad exigida de la deuda

Fuente: Texto guía Pablo Fernández (2000)

Elaborado por: Las autoras

Para valorar una empresa en su totalidad (deuda mas acciones), se pueden utilizar los siguientes flujos de fondos:

- Flujo de fondos libre (free cash flow).
- Flujo de fondos disponible para los accionistas
- Dividendos

El flujo de fondos libre (FCF) permite obtener directamente el valor total de la empresa (deuda + acciones). El flujo de fondos disponible para los accionistas y los dividendos permiten obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá también establecer el valor total de la empresa.

1.4.3.1.5.1. El free cash flow

El free cash flow (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera) después de impuestos.

Es el dinero que quedaría disponible en la empresa luego de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que por tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento de los free cash flows utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC). Esta tasa se calcula ponderando el coste de la deuda (K_d) y el coste de las acciones (K_e), en función de la estructura financiera de la empresa:

$$WACC = \frac{EK_e + DK_d(1-T)}{E + D}$$

Siendo:

D = Valor de mercado de la deuda.

E = Valor de mercado de las acciones.

K_d = Coste de la deuda antes de impuestos (rentabilidad exigida de la deuda).

T = Tasa de impuestos.

K_e = Rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

Es importante utilizar esta tasa ya que al valorar la empresa en su conjunto (deuda mas acciones) se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

1.4.3.1.5.2. El cash flow disponible para los accionistas

Este flujo de fondos se calcula restando al flujo de fondos libre, los pagos de principal e intereses después de impuestos que se realizan en cada periodo a los poseedores de deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda.

Se puede representar este cálculo de la siguiente manera:

$$CFac = FCF - [intereses\ pagados * (1-T)] - pagos\ principal + nueva\ deuda$$

Al actualizar el flujo de fondos disponible para los accionistas se valoran las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e). Para hallar el valor de la empresa

en su conjunto (D+E), es necesario sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

1.4.3.1.5.3. Capital cash flow

Se conoce como CCF y representa el flujo de caja disponible para los poseedores de deuda más el flujo de caja de las acciones. El flujo de caja para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal, y se calcula de la siguiente manera:

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D$$

$$I = D K_d$$

Al actualizar el CCF se valora la empresa en su totalidad (E+D), siendo la tasa de descuento apropiada el coste ponderado de los recursos pero, antes de impuestos:

$$WACC_{BT} = \frac{EK_e + DK_d}{E + D}$$

1.4.3.2. Modelo de valoración de activos de capital (CPPC) para el cálculo de la tasa de descuento.

El modelo de valoración de activos de capital (CPPC) es uno de los métodos más utilizados en el área financiera para determinar la tasa de retorno de un activo.

La tasa de descuento que se determina a través de este modelo representa el costo de oportunidad de realizar una determinada inversión. Distingue el costo patrimonial, que representa los recursos aportados por los accionistas; y, el costo de la deuda, representado por los recursos aportados por los acreedores.

Se utilizará este modelo para determinar el costo promedio ponderado de capital, de esta manera se obtendrá la tasa de descuento a la cual se descontarán los flujos de caja proyectados.

Para obtener el **costo patrimonial (Ke)**, que representa el rendimiento esperado por los accionistas, se utilizará la siguiente fórmula:

$$Kp = R_f + \beta_P [E(R_M - R_F)]$$

Donde:

Rf = Rendimiento del activo libre de riesgo

Bp = Beta apalancado

E (Rm – Rf) = Prima de riesgo de mercado

Rm = Rendimiento del mercado

Hay que tener en cuenta que al tomar un beta referencial de la industria este incluye un nivel de apalancamiento e impuestos que de igual manera es referencial de la industria; por tal motivo, es necesario desapalancar ese beta referencial, utilizando la siguiente fórmula:

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

A este beta desapalancado se le debe incorporar el nivel de apalancamiento y la tasa de impuestos de la empresa que se está valorando, aplicando la siguiente fórmula:

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

De esta manera se obtiene el beta apalancado (Bp) a utilizar para obtener el costo patrimonial (Ke).

El **costo de la deuda (Kd)**, representa el rendimiento que los acreedores exigirían sobre la deuda de la empresa en la actualidad. Este viene dado por el tipo de interés de la deuda antes de impuestos; mientras que, si la empresa está financiada en el mercado de valores, el Kd se obtiene a través de la TIR.

Finalmente se obtiene la tasa de descuento que se calcula a través del **costo promedio ponderado de capital (CPPC)**, mediante la siguiente fórmula:

$$K_o = CPPC = \left(\frac{P}{V}\right) * kp + \left(\frac{D}{V}\right) * kb * (1 - T_c)$$

1.5. Marco regulatorio en el Ecuador

1.5.1. Leyes y reglamentaciones

En el aspecto societario, refiriéndose al principio fundamental de no tener la obligación pública de rendir cuentas, en el entorno de la jurisdicción ecuatoriana, el máximo ente de regulación y control es la Superintendencia de Compañías

1.5.1.1. Ley de Compañías

La Ley de Compañías es el ordenamiento jurídico principal que regula a las sociedades mercantiles y cuya normativa define a la compañía como el “contrato mediante el cual dos o más personas unen sus capitales o industrias para emprender en operaciones mercantiles y participar de sus utilidades”.

En el Ecuador, la entidad o institución encargada del Control y Vigilancia de la Compañías, es la Superintendencia de Compañías, entidad que por mandato constitucional y legal controla: las sociedades anónimas, compañías de responsabilidad limitada, de economía mixta y compañías en comandita por acciones, además es quien dicta los reglamentos para la aplicación tanto de la Ley de Compañías, así como los acuerdos de las partes derivadas del contrato o convención mercantil; la compañía en nombre colectivo y la de comandita simple corresponde su aprobación al Juez de lo Civil del domicilio en que se constituyan.

De acuerdo al Art. 2 de la ley de compañías, en el Ecuador existen las siguientes cinco especies de compañías:

1. La compañía en nombre colectivo;
2. La compañía en comandita simple y dividida por acciones;
3. La compañía de responsabilidad limitada;
4. La compañía anónima; y,
5. La compañía de economía mixta.

Estas cinco especies de compañías constituyen personas jurídicas. La Ley reconoce, además, la compañía accidental o cuentas en participación.

1.5.1.2. Mercado de Valores

1.5.1.2.1. Marco legal del Mercado de Valores ecuatoriano

1.5.1.2.1.1. La Superintendencia de Compañías y el Mercado de Valores

El organismo estatal encargado de velar por el buen funcionamiento del Mercado de Valores en el Ecuador es la Superintendencia de Compañías. En efecto, esta institución inició sus actividades como Intendencia de Compañías Anónimas perteneciente a la Superintendencia de Bancos, el 20 de Abril de 1964. En 1967, la Superintendencia de Compañías fue creada como un organismo técnico y autónomo de control y en principio su objetivo principal era velar por el desarrollo societario ecuatoriano y el cumplimiento de la Ley de Compañías. El 26 de marzo de 1969, mediante la promulgación de la Ley 111, la Superintendencia de Compañías asumió además las funciones de regulación, vigilancia y control del Mercado de Valores, asimismo, debía encargarse del establecimiento y operación de las Bolsas de Valores.

En otras palabras, la Superintendencia de Compañías dentro del ámbito del Mercado de Valores tiene como funciones principales: proponer políticas y reformas legales que permitan promover el desarrollo del Mercado; controlar, apoyar técnicamente y capacitar adecuadamente a los diferentes participantes en este Mercado, sean estos entes, inversionistas o público en general.

La primera Ley de Mercado de Valores fue promulgada el 28 de mayo de 1993 y fue el resultado de un proceso constante realizado por la Superintendencia de

Compañías con el afán de lograr una legislación adecuada que permita promover el Mercado de Valores y cuyo principal objetivo era canalizar el ahorro nacional e internacional hacia los sectores productivos dentro de un ambiente organizado, justo y transparente. La actual Ley de Mercado de Valores se promulgó el 23 de julio de 1998 y en ella se dio especial importancia a los Negocios Fiduciarios y la Titularización.

1.5.1.2.1.2. Marco jurídico que rige el Mercado de Valores

El marco jurídico que rige al Mercado de Valores está sustentado principalmente por la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos. Esta Ley prevalece sobre cualquier otra disposición opuesta. No obstante, los cuerpos legales relacionados con el Mercado de Valores, entre otros, son los siguientes:

- Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos:

Leyes y normas complementarias que regulan las actividades de entes y partícipes del Mercado de Valores.

- Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, de la Superintendencia de Compañías, y de la Intendencia de Mercado de Valores:

Reglamentos internos de las entidades participantes en el Mercado de Valores, que regulan las relaciones entre sí y de éstas con sus clientes

1.5.1.2.1.3. El Consejo Nacional de Valores

Como se ha mencionado antes, el Consejo Nacional de Valores es el encargado de establecer y ejecutar la política general del Mercado de Valores y regular su funcionamiento.

El Consejo Nacional de Valores debe sesionar de manera ordinaria al menos una vez al mes y para hacerlo deben estar al menos cinco miembros. Así mismo, para tomar cualquier decisión hacen falta por lo menos cinco votos a favor. Las sesiones extraordinarias se llevarán a cabo cada que el Presidente o su subrogante lo estime necesario y las convoque.

1.5.1.2.1.4. La Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos

La actual Ley del Mercado de Valores fue aprobada el 23 de Julio de 1998 y es un cuerpo legal que se considera muy moderno. Sin embargo, su acción reguladora se complementa con un conjunto de reglamentos muy bien elaborados.

1.5.1.2.1.4.1. Regulaciones que rigen a las Bolsas de Valores

La primera anotación que vale la pena realizar es que en nuestro país para que una Bolsa de Valores pueda constituirse debe tener un patrimonio mínimo de trescientos mil UVC y por lo menos diez miembros que estén facultados a

actuar como Casas de Valores. Este patrimonio se divide en cuotas iguales llamadas cuotas patrimoniales, estas son de propiedad de los miembros y son libremente negociables. Ninguno de los miembros puede ser propietario de más de una cuota en la misma Bolsa y si por alguna razón esto sucediera, los derechos correspondientes a la cuota adicional quedan suspendidos hasta que sea vendida a otra Casa de Valores.

Si una vez autorizado el funcionamiento de una Bolsa de Valores, por alguna razón su patrimonio neto fuera menor al mínimo establecido, esta tiene un plazo de ciento ochenta días para corregir esta anomalía. En caso contrario, la Superintendencia de Compañías suspenderá o revocará la autorización de funcionamiento de dicha Bolsa de Valores.

La Superintendencia de Compañías tiene la atribución de disolver una Bolsa de Valores cuando así lo resuelva la asamblea general, cuando el número de miembros sea menor a diez, cuando el patrimonio mínimo sea menor al establecido por la Ley de Mercado de Valores, cuando ya no pueda cumplir con su finalidad, cuando se haya fusionado con otra Bolsa de Valores, entre otras causas. Una vez disuelta una Bolsa de Valores entrará en proceso de liquidación, para ello la Superintendencia designará un liquidador que tendrá las facultades establecidas en la Ley de Mercado de Valores y en la Ley de Compañías.

1.5.1.2.1.4.2. Regulaciones que rigen a las Casas de Valores

Las Casas de Valores son compañías cuyo papel principal en el Mercado de Valores es realizar la intermediación de Valores. Para poder constituirse, una

Casa de Valores necesita tener un capital suscrito mínimo de ochenta mil UVC y tiene dos años de plazo para cancelar el valor del capital insoluto, es decir, la diferencia entre el capital suscrito y el capital pagado. Luego de su constitución y previo a la realización de cualquier actividad relacionada con su objeto social, debe adquirir una cuota patrimonial en una Bolsa de Valores y finalmente obtener la autorización de la Superintendencia de Compañías mediante la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

En nuestro país, casi la totalidad de los grupos financieros han establecido una Casa de Valores, sin embargo, para poder hacer esto es necesario que la Casa de Valores tenga total independencia del grupo financiero al que pertenece.

1.5.1.2.1.4.3. Regulaciones que rigen a las Calificadoras de Riesgo

Como se mencionó anteriormente, el objeto principal que persiguen las Calificadoras de Riesgo es asignar calificaciones de riesgo a los Emisores de Valores y a los Valores que estos emiten. Para poder cumplir con este objeto social, las Calificadoras de Riesgo están facultadas para efectuar análisis y valoración de créditos, bienes y otros activos, y; empresas en general.

Para constituir una Calificadora de Riesgo se requiere un capital mínimo de treinta mil UVC y cumplir con todos los requisitos exigidos en la Ley de Mercado de Valores para la constitución de una compañía anónima o de responsabilidad limitada, según sea el caso. La constitución de una Calificadora de Riesgo no es lo único que se requiere para autorizar su funcionamiento, puesto que después de dicha constitución, el representante legal de la Calificadora debe

solicitar al Superintendente de Compañías que le confiera la autorización de funcionamiento, para ello debe presentar las copias de los nombramientos de los representantes legales, la nómina de los administradores y técnicos incluyendo sus hojas de vida, la nómina del comité de calificación de riesgo con sus respectivas hojas de vida, la estructura orgánico – funcional, el reglamento interno que debe incluir un resumen del procedimiento de calificación a utilizar y una declaración juramentada de que los accionistas o socios son personas idóneas y no están inmersos en las prohibiciones establecidas en el segundo párrafo del Artículo 46 de la Ley de Mercado de Valores.

Una vez que la Calificadora de Riesgo presenta esta documentación, el Superintendente de Compañías tiene un plazo de quince días para estudiarla y si no hay ningún inconveniente autorizar su funcionamiento. En caso contrario, concederá un plazo de quince días para que la Calificadora de Riesgo se ajuste a lo solicitado, plazo después del cual si no se han subsanado los inconvenientes, procederá a negar la autorización.

1.5.1.2.1.4.4. Regulaciones que rigen a las Administradoras de Fondos

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos primero deben constituirse como sociedades anónimas de acuerdo a lo establecido para el efecto en la Ley de Compañías. Su objeto social está circunscrito a administrar Fondos de Inversión, administrar Negocios Fiduciarios, representar Fondos de Inversión Internacionales y actuar como Emisores en procesos de Titularización.

Una vez constituida, una sociedad Administradora de Fondos debe inscribirse como tal en el Registro del Mercado de Valores y solicitar la autorización de funcionamiento correspondiente.

1.5.1.3. Ley de Seguridad Social

1.5.1.3.1. Código de Trabajo

Se refiere a preceptos que regulan las relaciones entre empleadores y trabajadores y su aplicación a las modalidades y condiciones del trabajo, el órgano regulador es el Ministerio de Relaciones Laborales cuya función —Es mantener la paz social, mediante armónicas y justas relaciones de trabajo entre empleados y trabajadores, para el desarrollo de las actividades productivas.

Precautelar y proteger la integridad física y salud mental de los trabajadores en el desempeño de sus labores e impulsar y auspiciar las organizaciones laborales conforme con lo que dispone la ley contribuyendo efectivamente a la consecución de los objetivos de la política de empleo y desarrollo de los recursos humanos.

1.5.1.4. Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno

En el aspecto tributario – impositivo, el organismo de control viene a ser el Servicio de Rentas Internas (SRI) y la clasificación que este da a las Pymes es que pueden abarcar dos tipos de contribuyentes; Personas Naturales o Sociedades.

Las obligaciones tributarias básicamente son:

- Obtener el RUC
- Presentar declaraciones:
 - ✓ Impuesto al Valor Agregado. IVA
 - ✓ Impuesto a la Renta
 - ✓ Anticipo del Impuesto a la Renta
 - ✓ Retenciones en la fuente del Impuesto a la Renta
 - ✓ Impuesto a los Consumos especiales

- Presentar Anexos:
 - ✓ Anexo de Retenciones en la Fuente (REOC)
 - ✓ Anexo transaccional Simplificado
 - ✓ Anexo de Impuesto a la Renta en Relación de Dependencia (RDEP)
 - ✓ Anexo de ICE

El SRI, ha manifestado que la resolución de la Superintendencia de Compañías para la adopción de las NIIF, debe cumplirse recalando que en materia tributaria el SRI es el máximo ente de control y acotando que la Ley Orgánica de Régimen Tributario prevalece sobre la mencionada resolución.

1.5.1.5. Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

La globalización y la integración de los mercados financieros internacionales llevaron a la Unión Europea (UE) a promover una armonización contable con el objeto de incrementar la comparabilidad y la transparencia de los estados financieros. Este proceso supuso la aplicación obligatoria, desde el 1 de enero de 2005, de las Normas Internacionales de Información Financiera, en adelante NIC/NIIF, convalidadas por la UE para todas aquellas sociedades obligadas a formular estados financieros consolidados que tengan títulos admitidos a negociación pública en un mercado organizado de la UE.

Estas nuevas normas, emitidas por el International Accounting Standards Committee (IASC), cuya misión es reducir las diferencias contables internacionales, facilitando así la comparabilidad de la información financiera y la toma de decisiones de inversión en el marco internacional,

En Noviembre del 2008 la Superintendencia de Compañías del Ecuador , mediante Resolución No.08.G.DSC.010 estableció un cronograma de aplicación obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera “NIIF” por medio del cual estas normas entrarán en vigencia a partir del 1 de enero del 2010 hasta el 1 de enero del 2012, dependiendo del grupo de empresas en que se ubique la compañía.

En diciembre del 2009 la Superintendencia de Compañías mediante Resolución SC.DS.G.09.006 emite el instructivo complementario para la implementación de las NIIFs, el cual, entre otros aspectos, indica que las NIIF que deben aplicarse son aquellas vigentes, traducidas al idioma castellano por el Consejo de

Normas Internacionales de Contabilidad - IASB, siguiendo el cronograma de implementación antes señalado.

Determinados aspectos derivados de la aplicación de las NIC/NIIF permiten mejorar el proceso de valoración de los inversores y, en definitiva, contribuir a una mayor transparencia de los mercados.

En un marco de cuentas anuales formuladas con arreglo a las NIC/NIIF la información que reciben los inversores se ve mejorada, entre otros, por los siguientes motivos:

La concreción de la definición de activo y pasivo y los criterios de valoración adoptados para su registro en balance, aplicándose en mayor medida el valor razonable y el valor en uso.

La pérdida del carácter prioritario del principio de prudencia y su nueva orientación basada en la objetividad en su aplicación.

La mayor información a incluir en la Memoria, particularmente se impone un mayor requerimiento de información en relación al nivel de riesgo de la compañía (información sobre el nivel de riesgo de los instrumentos financieros, descripción de eventuales contingencias de la empresa, información sobre las políticas de gestión del riesgo financiero: tipo de cambio, crédito, liquidez, tipo de interés).

Uno de los aspectos más importantes a ser abordado en el proceso de implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera en el Ecuador fue la posibilidad de contabilizar diferentes activos y determinar su Valor razonable, tema que generó un profundo análisis sobre las repercusiones

que pudieron generar en los estados financieros que fueron preparados tradicionalmente sobre la base del costo histórico.

1.5.1.5.1. La valoración en las NIC-NIIF

De todas las NIFF que hacen referencia a las técnicas de valoración, la NIIF 13 define el valor razonable como el precio que será recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en un transacción ordenada entre participantes del mercado en la fecha de medición. Adicionalmente la NIC 36 relacionada al deterioro de los activos está relacionada a valoración que caben la pena resaltar en este análisis.

1.5.1.5.1.1. La NIIF 13. (1)

La definición de valor razonable enfatiza que el valor razonable es una medición basada en el mercado, no una medición específica de una entidad. Al medir el valor razonable, una entidad utiliza los supuestos que los participantes del mercado utilizarían al fijar el precio del activo o pasivo en condiciones de mercado presentes, incluyendo supuestos sobre el riesgo.

La NIIF explica que una medición del valor razonable requiere que una entidad determine lo siguiente:

¹NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACION FINANCIERA (IFRS Foundation). Disponible en la web www.ifrs.org

- (a) el activo o pasivo concreto a medir;
- (b) para un activo no financiero, el máximo y mejor uso del activo y si el activo se utiliza en combinación con otros activos o de forma independiente;
- (c) el mercado en el que una transacción ordenada tendría lugar para el activo o pasivo; y
- (d) la(s) técnica(s) de valoración apropiadas a utilizar al medir el valor razonable. La(s) técnica(s) de valoración utilizadas deberían maximizar el uso de datos de entrada observables relevantes y minimizar los datos de entrada no observables. Los datos de entrada deben ser congruentes con los datos de entrada que un participante de mercado utilizaría al fijar el precio del activo o pasivo.

1.5.1.5.1.2. NIC 36 (2)

Esta norma establece el procedimiento de corrección de los activos no financieros cuando el valor contable es inferior a su importe recuperable (IR); el cual es definido como 'el mayor entre su valor razonable menos los costes de venta y su valor de uso'. Para el cálculo del importe recuperable se incorporan los conceptos de valor razonable (FV) y valor de uso (VeU).

²NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACION FINANCIERA (IFRS Foundation). Disponible en la web www.ifrs.org

La entidad evaluará, al final de cada periodo sobre el que se informa, si existe algún indicio de deterioro del valor de algún activo. Si existiera tal indicio, la entidad estimará el importe recuperable del activo.

Con independencia de la existencia de cualquier indicio de deterioro del valor, la entidad deberá también:

- a) Comprobar anualmente el deterioro del valor de cada activo intangible con una vida útil indefinida, así como de los activos intangibles que aún no estén disponibles para su uso, comparando su importe en libros con su importe recuperable. Esta comprobación del deterioro del valor puede efectuarse en cualquier momento dentro del periodo anual, siempre que se efectúe en la misma fecha cada año. La comprobación del deterioro del valor de los activos intangibles diferentes puede realizarse en distintas fechas. No obstante, si dicho activo intangible se hubiese reconocido inicialmente durante el periodo anual corriente, se comprobará el deterioro de su valor antes de que finalice el mismo.
- b) Comprobar anualmente el deterioro del valor de la plusvalía adquirida en una combinación de negocios.

Si existiera algún indicio del deterioro del valor de un activo, el importe recuperable se estimará para el activo individualmente considerado. Si no fuera posible estimar el importe recuperable del activo individual, la entidad determinará el importe recuperable de la unidad generadora de efectivo a la que el activo pertenece (la unidad generadora de efectivo del activo).

Unidad generadora de efectivo es el grupo identificable de activos más pequeño, que genera entradas de efectivo a favor de la entidad que son, en

buena medida, independientes de los flujos de efectivo derivados de otros activos o grupos de activos

Los siguientes elementos deben reflejarse en el cálculo del valor en uso de un activo:

- a) una estimación de los flujos de efectivo futuros que la entidad espera obtener del activo;
- b) las expectativas sobre posibles variaciones en el importe o en la distribución temporal de dichos flujos de efectivo futuros;
- c) el valor temporal del dinero, representado por la tasa de interés de mercado sin riesgo;
- d) el precio por la presencia de incertidumbre inherente en el activo; y
- e) otros factores, tales como la iliquidez, que los participantes en el mercado reflejarían al poner precio a los flujos de efectivo futuros que la entidad espera que se deriven del activo.

Las estimaciones de los flujos de efectivo futuros incluirán:

- a) proyecciones de entradas de efectivo procedentes de la utilización continuada del activo;
- b) proyecciones de salidas de efectivo en las que sea necesario incurrir para generar las entradas de efectivo por la utilización continuada del activo (incluyendo, en su caso, los pagos que sean necesarios para preparar al activo para su utilización), y puedan ser atribuidas directamente, o distribuidas según una base razonable y uniforme, a dicho activo; y

- c) los flujos netos de efectivo que, en su caso, se recibirían (o pagarían) por la venta o disposición por otra vía del activo, al final de su vida útil.

Los flujos de efectivo futuros se estimarán, para el activo, teniendo en cuenta su estado actual. Estas estimaciones no incluirán entradas o salidas de efectivo futuras que se espera que surjan de:

- a) una reestructuración futura en la que la entidad no se ha comprometido todavía; o
- b) mejoras o aumentos del rendimiento de los activos.

Las estimaciones de los flujos de efectivo futuros no incluirán:

- a) entradas o salidas de efectivo por actividades de financiación; o
- b) cobros o pagos por el impuesto a las ganancias

Finalmente debe recordarse que el principal fin perseguido por el IASC, que es el Comité que emite las NIIF, es el de homogeneizar los sistemas contables internacionales, con las indudables ventajas que este proceso conlleva, y no competir con los sistemas contables nacionales vigentes en los diferentes países por ver cual permite explicar mejor el valor de las empresas.

CAPITULO II
ANALISIS FUNCIONAL DE ECUA-LITE COMPAÑÍA
CERVECERA S.A.

2.1. Antecedentes

2.1.1. Antecedentes del Grupo Multinacional Klubeer (5)

El Grupo multinacional Klubeer es el líder mundial en la industria cervecera. El Grupo Klubeer ha mantenido un crecimiento rápido desde hace 22 años, con operaciones desde Norteamérica hasta los mercados emergentes de China e India.

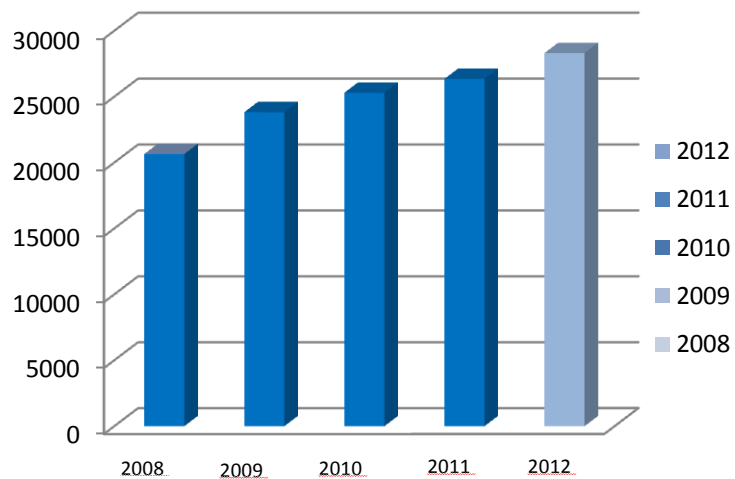
El Grupo Klubeer tiene como actividades la elaboración de la cerveza y su distribución en seis continentes, manteniendo presencia en al menos 75 países con más de 200 marcas y cuenta con casi 70,000 empleados a nivel mundial.

⁵ECUALITE Memoria anual de reportes, año 2012

Dentro de la gran variedad de productos que comercializa el Grupo Klubeer incluye cervezas tipo Premium de nivel internacional. El Grupo Klubeer manejó un volumen de ventas de 270,0 millones de hectolitros en todo el mundo, equivalentes a USD 28.311 millones. Dichas ventas se incrementaron en un 7,4% con respecto al ejercicio anterior.

A continuación se presenta la evolución de las ventas del Grupo en el período 2007-2011:

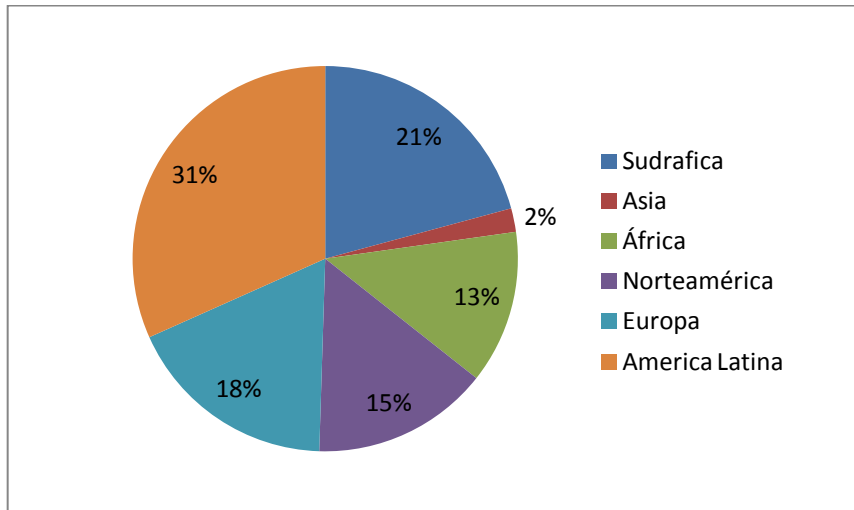
Grafico 2.1.1.1. Ventas consolidadas del grupo periodo 2008-2012



Elaborado por: Las autoras

La utilidad operativa del Grupo Klubeer en 2011 más que el 2010. A continuación se segmenta la utilidad operativa del Grupo Klubeer por área geográfica.

Grafico 2.1.1.2. Ingresos obtenidos por continentes



Elaborado por: Las autoras

La presencia del Grupo en la región Latinoamérica cubre Colombia, Ecuador, El Salvador, Honduras, Panamá y Perú, siendo en cada uno de ellos el número uno en términos de cuota de mercado.

2.1.1.3. Líneas de negocio

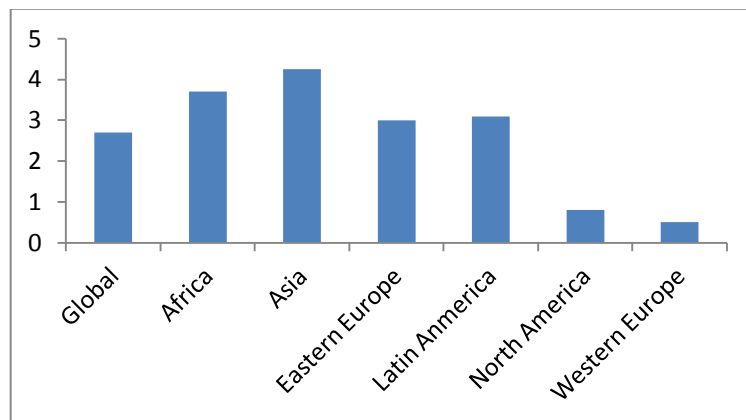
Las principales líneas de negocio que tiene el Grupo son las cervezas y las bebidas refrescantes. A continuación se realiza una breve descripción de las mismas.

2.1.1.3.1. Cervezas

El Grupo mantiene como línea principal de negocio la venta de cerveza, siendo una de sus principales fuentes de ingresos. La cerveza es elaborada, y distribuida de manera que sea posicionada en el mercado entre las mejores marcas de cerveza a nivel mundial. Se fabrican cervezas de tres tipos de calidad, Premium que es la de mejor calidad, Económico que corresponde al consumo de cerveza dorada y la cerveza de tipo Regular, mediante la comercialización de una amplia gama de marcas.

A continuación se presenta la tendencia global al consumo de cerveza por continente:

Grafico 2.1.1.3.1. Tendencias de crecimiento de consumo de cerveza por volumen, pronóstico de 5 años por región 2011- 2015 (11)



Elaborado por: Las autoras

¹¹Fuente: Canadean, disponible en la web www.canadean.com

Como se muestra en el gráfico anterior, la tendencia al consumo de cerveza será mayor en el continente Asiático, seguido por África y Latinoamérica.

2.1.1.3.2. Bebidas refrescantes

El Grupo Klubeer también produce, embotella y distribuye bebidas refrescantes bajo algunas de las marcas más reconocidas en la industria mundial. La gama de productos de esta línea de negocio incluye también agua natural y mineral, jugos de frutas, así como bebidas deportivas y energéticas.

Además, las operaciones del Grupo Klubeer en Colombia, Ecuador, Panamá y Perú en Latinoamérica, China, Estados Unidos, Tanzania, Zimbabue, Ghana y las Islas Canarias producen una gran gama de bebidas, incluyendo jugos de frutas, aguas y maltas.

Adicionalmente el Grupo Klubeer produce y embotella una serie de productos en 8 mercados. En total, el mercado de bebidas no alcohólicas – bebidas gaseosas, agua, jugos y maltas – representa el 18% del volumen total de bebidas. Solamente las bebidas gaseosas representan un 11% del volumen total de bebidas refrescantes.

El Grupo Klubeer opera 43 plantas embotelladoras, responsables de producir 50 millones de hectolitros de bebidas no alcohólicas al año.

2.1.2. Antecedentes de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.

A lo largo de la historia Ecu-lite se ha distinguido por la calidad de sus productos y servicios, lo que ha dado como resultado la confianza y preferencia de los consumidores ecuatorianos tanto en el país como en las colonias de ecuatorianos en el extranjero.

Ecu-lite Compañía Cervecera S.A., es empresa líder en el mercado cervecero ecuatoriano, constituida el 24 de diciembre de 1921, pero ha mantenido operaciones desde el año 1887.

En la actualidad la Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. es una empresa subsidiaria de Klubeer, la cual se dedica a la elaboración y comercialización de cervezas y bebidas de malta sin alcohol y otras bebidas para consumo humano; la distribución y venta es realizada a través de la compañía relacionada Dislog S.A.

En Ecuador, Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. tiene dos plantas ubicadas en Quito y Guayaquil que se dedican a la elaboración y comercialización de cervezas, maltas y aguas de mesa. La capacidad de producción supera los 5 millones de hectolitros anuales.

2.2. Descripción de las operaciones de la compañía

2.2.1. Líneas de negocio y productos

2.2.1.1. Líneas de negocio

Ecua-lite Compañía Cervecera S.A. se dedica a la manufactura, distribución y comercialización de cervezas, así como de bebidas de malta sin alcohol y otras bebidas de consumo, enfocándose principalmente en el mercado nacional.

Los principales segmentos de negocio son los que se detalla a continuación:

2.2.1.1.1. Segmento de manufactura

Consiste en la manufactura de las diferentes marcas de cerveza, la cual se lleva a cabo en las plantas de Guayaquil (Pascuales) y Quito (Cumbayá) que abarcan una capacidad productiva de aproximadamente 6.22 millones de hectolitros al año.

2.2.1.1.2. Segmento de distribución

Consiste en la adquisición de bebidas a base de malta de sus compañías relacionadas del exterior, abarcando bebidas tales como: Sury Malta en lata, Pacific normal en lata y Pacific Light en lata, entre otras; las cuales son posteriormente comercializadas en el mercado local.

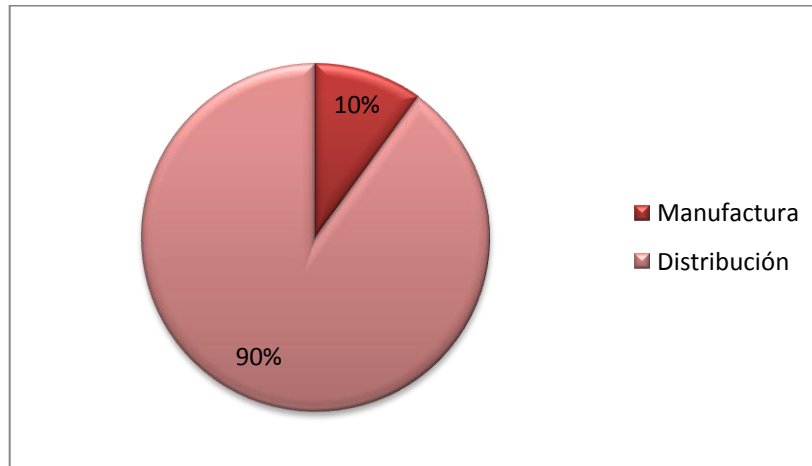
A continuación se presenta la segmentación de los ingresos netos de la compañía por tipo de actividad:

Cuadro 2.2.1.1.2. Evolución volumen de ventas (miles de electrolitos)

	2008	2009	2010	2011	2012
Larger	3.924	4.137	4.730	5.205	5.637
Soft drinks	447	375	354	273	243
Total Volumen	4.371	4.512	5.084	5.478	5.880

Elaborado por: Las autoras

Gráfico 2.2.1.1.2. Ingresos por segmento de negocio



Elaborado por: Las autoras

2.2.1.2. Líneas de producto

A continuación se detalla cada una de las líneas de productos de la Compañía:

2.2.1.2.1. Cervezas

La Compañía comercializa varias marcas de cervezas con diferentes grados de alcohol y destinadas a diferentes mercados, elaboradas bajo estrictos estándares internacionales, resumiéndose tales marcas en el siguiente cuadro:

Cuadro 2.2.1.2.1. Marcas de cervezas comercializadas

Marca	Tipo	Grado alcohólico	Característica	Mercado	Presentación
Pacific	Cerveza rubia	4.2GL	Sabor amargo pronuniado aroma	Consumidor tradicional	Envases retornables, twist off, en lata, barriles y tanques para eventos
Cool Beer	Cerveza rubia	4.4GL	Largo tiempo de reposo	Consumidor exigente y con estilo	Botellas retornables y no retornables
Katluna	Cerveza rubia	4.0GL	Largo tiempo de reposo y sabor amargo suave	Consumidor ahorrativo	Envase retornable
Pacific light	Cerveza rubia	3.38GL	Sabor suave y ligero	Consumidor en reposo	Envase retornables twist off y en lata
Ser beer	Cerveza rubia	4.0GL	Sabro intenso	Consumidor joven y moderno	Envases retornables
Klubeer genuine draft	Cerveza rubia	4.7GL	Cuádruple filtrado en frio	Consumidor cosmopolita	Botellas no retornables

Elaborado por: Las autoras

2.2.1.2.2. Bebidas refrescantes

La Compañía comercializa varias bebidas refrescantes y de consumo humano, entre las cuales se encuentran las siguientes:

Cuadro 2.2.1.2.2. Marcas de bebidas refrescantes comercializadas

Marca	Bebida	Características
	Agua sin gas	Comercializada en envases de alta seguridad, ya sea en botella, garrafas o presentación en funda
Agua Condor	Agua sin gas	Comercializada en envases de tamaños Familiar y personal
Sury fresh	Refrescante	Bebidas refrescantes, nutritiva, no alcohólica que repone energías

Elaborado por: Las autoras

2.3. Misión, visión y valores

2.3.1. Misión

Poseer y desarrollar marcas en los segmentos elegidos de bebidas que sean la primera elección de los consumidores y clientes en Ecuador

2.3.2. Visión

“Ser la compañía más admirada del Ecuador”.

- Las marcas de elección
- La inversión de elección
- El empleador de elección
- El socio de elección

2.3.3. Valores

- Nuestra gente es nuestra ventaja más duradera.
- La responsabilidad es clara e individual.
- Trabajamos y ganamos en equipo.
- Comprendemos y respetamos a nuestros clientes y consumidores.
- Nuestra reputación es indivisible.

2.4. Análisis del entorno económico

2.4.1. Análisis de mercado

2.4.1.1. Contexto macroeconómico ecuatoriano (6)

El crecimiento económico del Ecuador, medido en términos del PIB, aumentó del 3,58% en el año 2010 al 6,50% en 2011, según previsiones del Banco Central del Ecuador (BCE).

⁶Información basada en información estadística del Banco Central del Ecuador www.bce.fin.ec, INEC www.inec.gov.ec , Diario el Comercio y eSilec-Lexis

En 2011, el crecimiento de la economía ecuatoriana se vio impulsado principalmente por la inversión del gobierno, apoyado en los altos precios de petróleo, la renegociación de contratos petroleros y el aumento en la presión fiscal.

Sin embargo, cabe mencionar que durante el 2011 no hubo aumento significativo de la inversión extranjera directa ni variación positiva en la balanza comercial no petrolera.

En el Código de Producción, vigente desde el año 2010, ya se aplica la reducción en la tasa del impuesto a la renta al 24% y la exención plena del impuesto a la renta, entre otros. Luego de su aprobación, se han implementado algunas de las reformas en el año 2011; entre ellas: establecimiento de un salario digno, reducción anual de un punto a la tasa del impuesto de sociedades hasta alcanzar el 22% en 2013 y reformas en materia aduanera. Asimismo, en marzo de 2011 se inició con la formación del Servicio Nacional de Aduana del Ecuador (SENAE) en reemplazo de la antigua Corporación Aduanera Ecuatoriana.

En mayo de 2011 se realizó un referéndum en Ecuador con el objetivo de realizar algunas enmiendas a la Constitución y reformas al sistema judicial, seguridad, medio ambiente, banca y medios de comunicación; el cual fue aprobado posteriormente por la mayoría de ecuatorianos. Con estos antecedentes se establecieron otras reformas: la creación del Consejo de la Judicatura de Transición, el proyecto para la creación de una nueva ley de

comunicación, el proyecto de reforma al Código de la Función Judicial, entre otros.

El 13 de octubre de 2011 entró en vigor la nueva Ley de Control y Regulación del Poder de Mercado (“Ley Antimonopolio”) con el objetivo de institucionalizar la regularización del mercado para prevenir las prácticas de control, a través de la creación de la Superintendencia de Control del Poder de Mercado. Existe inquietud sobre si la nueva normativa favorecerá efectivamente al sector empresarial. Se espera que la entidad reguladora esté lista durante el año 2012.

Finalmente, en noviembre de 2011 entró en vigor la “Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Ingresos del Estado”, cuya reforma principal fue incrementar el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) de 2% a 5%, sujeto a ciertas excepciones prescritas.

Por otro lado, se tomaron medidas para mejorar el sistema de salud del país. A partir de enero de 2011, el Presidente del Ecuador, Econ. Rafael Correa declaró al país en estado de emergencia sanitaria por un período de 60 días debido a las deficiencias encontradas en el sistema de salud, tal como la sobredemanda de usuarios y la falta de recursos humanos y logísticos.

El crecimiento del PIB en el año 2011 representa uno de los índices más altos de la década. La tasa de crecimiento promedio para el período 2000-2010 fue de 4,38%.

Según las proyecciones del BCE, para el año 2011 el PIB alcanzó alrededor de USD 65.95 mil millones, lo cual representa un crecimiento del 6,50%. Otras proyecciones ubicaron el crecimiento en un 6,4% (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) y 5,8% (Fondo Monetario Internacional). Los sectores con la tasa mayor de crecimiento durante el año 2011 fueron: derivados del petróleo (25,39%) y productos de construcción (14%). Cabe mencionar que no se presenció ninguna disminución en los demás sectores económicos.

En diciembre de 2011 la balanza comercial finalizó con un saldo negativo. Según estadísticas basadas en cifras del BCE, al cierre de diciembre de 2011, Ecuador finalizó con un déficit comercial de aproximadamente USD 664 millones; el saldo negativo para el mismo período en el año anterior fue USD 1,900 millones. El país cerró el año 2011 con exportaciones de aproximadamente USD 22,350 millones, lo cual representa un crecimiento del 27,8% frente al 2010.

Según datos del BCE, hasta diciembre de 2011 las exportaciones petroleras ascendieron a USD 12,910 millones (33,5% más que en 2010), abarcando el 58% del total de exportaciones. Por su parte, las exportaciones no petroleras ascendieron a USD 9,400 millones y su crecimiento en relación al 2010 fue del 22,7%.

En cuanto a las importaciones, hubo incremento en la mayoría de artículos durante el 2011, como fue el caso de los materiales de construcción (45,7%),

combustibles y lubricantes (25.8%), materias primas agrícolas (21,5%) y materias primas industriales (19,5%).

Durante el mismo período, el déficit comercial no petrolero ascendió a USD 8,500 millones en relación a USD 7,600 millones registrados en 2010.

En el transcurso del año 2011 algunos sectores se vieron afectados por medidas de restricción a las importaciones; uno de estos sectores es el automotriz, que inició el año con la implementación de un alza de tarifas arancelarias a ciertos vehículos importados y a partir del segundo semestre del 2011, se introdujeron licencias y cupos para las importaciones en este sector.

En agosto de 2011, el gobierno ecuatoriano incorporó algunas subpartidas arancelarias de bienes entre los productos que requieren licencias de importación, entre ellos se encuentra: automóviles, parte de automóviles, celulares, llantas, electrodomésticos y CKD.

En noviembre de 2011, Estados Unidos renovó el Sistema de Preferencias Arancelarias Andinas, luego de su vencimiento en febrero del mismo año, lo cual tendrá efecto hasta el 2013.

En octubre del 2011 se publicó el convenio para evitar la doble imposición con Uruguay, el cual falta aún ser ratificado para su plena aplicación.

Según las cifras publicadas por el BCE, en diciembre de 2011, la deuda pública externa alcanzó los USD10,000 millones. Durante el mismo período del año 2010 la cantidad era de USD 8,600 millones.

La proporción entre deuda y PIB se incrementó del 15 al 15,2% durante el mismo período, diciembre 2010 y diciembre 2011. La deuda externa privada ascendió a USD 5,200 millones a diciembre de 2011.

Vale la pena mencionar que el “Código de Planificación y Finanzas Públicas” establece un sistema de planificación anual que debe ser utilizado por todas las instituciones del Gobierno Nacional. El límite para la deuda pública alcanza un 40% del PIB; los costos fijos se deben financiar por el ingreso fijo, excepto en ocasiones especiales. La emisión de bonos a corto plazo está autorizada para controlar los niveles de reservas de efectivo.

En el año 2011 no hubo inversión extranjera relevante en Ecuador, para el tercer trimestre 2011 ésta alcanzó USD 386 millones.

Cabe anotar que las inversiones planificadas en el sector minero por parte de las compañías canadienses Kinross y Ecuacorriente (filial de Corriente Resources) para la explotación de oro y cobre, respectivamente, atraerían montos importantes de inversión extranjera al país en los próximos años.

Es importante mencionar que la renegociación de los contratos petroleros que finalizaron en 2010 significó para el Estado ingresos por USD 1,288 millones.

A finales de 2011, el riesgo país de Ecuador medido por el EMBI (índice de bonos de mercados emergentes), estuvo cerca de los 846 puntos. Entre las tasas máximas y mínimas obtenidas en 2011 se destacan los 914 puntos en enero de 2011, manteniendo la tendencia a la baja en el indicador conseguido en el año 2010 y 730 puntos a inicios de abril de 2011, respectivamente. Sin embargo, la fluctuación diaria en 2011 se modificó por no más de 8 puntos.

En diciembre de 2011, Ecuador cerró con una tasa de desempleo de 5,1% del total de la Población Económicamente Activa (PEA); lo cual representa un total de aproximadamente 225.670 personas desempleadas, según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC). Sin embargo, el subempleo (falta de tiempo completo o de empleo adecuado de la PEA) mostró una disminución en su tasa, de 47,1% en 2010 a 44,2% en 2011.

Según la información publicada por el INEC, en diciembre de 2011 se vio una reducción en la pobreza de cuatro puntos porcentuales alcanzando el 28,6% en 2011, frente a 32,8% en diciembre de 2010.

En Ecuador, el salario mínimo aumentó en USD 28 en diciembre de 2011; de esta manera alcanzando los USD292 en 2012.

En términos de empleo, en julio de 2011 a través de una reforma a la Ley del Servicio Público se autorizó la cesación de funciones en algunas entidades autorizando la compra de renuncias previo el pago de una compensación. En octubre de 2011 el Gobierno empezó con la compra masiva de cargos a funcionarios públicos.

Según el INEC, la inflación alcanzó el 5,41% en el año 2011, mostrando un incremento de alrededor de dos puntos porcentuales comparados con la tasa de inflación de 3,33% en 2010.

La variación más alta en la inflación mensual de 2011 fue de 0,6% en septiembre; siendo la menor 0,03%, en noviembre.

Las áreas con las tasas de incremento más altas de precios al consumidor durante el 2011 (para el período comprendido de enero a diciembre) fueron: alimentos y bebidas no alcohólicas (6,8%), vestimenta y calzado (7,0%), restaurantes y hoteles (6,5%) y educación (6,12%).

La oferta de líneas de crédito por parte de bancos del estado y la sinergia entre bancos públicos y privados permitió que la gente tenga un acceso más rápido a préstamos hipotecarios por cantidades superiores. El incremento en estos préstamos varió en 10% y 35%, en comparación con préstamos registrados en el 2010. La iniciativa fue propuesta por el banco del IESS, ofreciendo una menor tasa. Asimismo, durante el año 2011 se extendieron facilidades para conseguir préstamos de consumo para personas naturales o instituciones con

calificación D o E en la Central de Riesgos de Crédito. Sin ser esta una entidad vinculante, sin vigencia legal sino más bien informativa y confidencial para las instituciones financieras; aclaración que fue expresada por el Sr. Presidente en septiembre de 2011.

En 2011, los préstamos corporativos y las tasas de depósito tuvieron un interés promedio de 8,35% y 4,56%, respectivamente. Por otro lado, la tasa de interés mensual promedio en préstamos al consumidor variaron entre 16,34% y 15,94% en diciembre de 2010 y 2011, respectivamente.

Por su parte el gobierno ecuatoriano, a través de su nuevo esquema de recaudación de impuestos, incrementó en 5 puntos porcentuales el arancel para vehículos importados, de 35% a 40% a inicios de año.

Como se mencionara, en noviembre de 2011 se promulgó la Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Ingresos del Estado; algunos de sus puntos importantes son: el aumento del ISD; la creación del “Impuesto Ambiental a la Contaminación Vehicular”; el “Impuesto Redimible a las Botellas Plásticas no Retornables”, con una tasa de USD 0,02 por botella de plástico no retornable utilizada para consumo humano. Así como, a los vehículos híbridos o eléctricos con una base imponible superior a los USD35.000, estos pagarán el IVA a una tasa de 12% y una tasa de ICE incremental en relación al precio de venta. La deducción de gastos relacionada a la adquisición, uso de propiedad de vehículos útiles para actividades económicas que generen ingresos, se aplicará siempre y cuando su avalúo al tiempo de la adquisición sea menor a USD 35.000, según la base de datos del SRI.

Para los bienes y servicios gravados con ICE se aplicaron diferentes tasas fiscales. Asimismo, se estableció una base imponible para el cálculo del ICE a los cigarrillos (USD 0.08 por unidad) y bebidas alcohólicas (USD 6.20 por litro de alcohol). Además, se creó un impuesto especial para productores de banano, del 2% en sus ventas brutas.

El pronóstico para el año 2012 se presenta alentador para Ecuador. Debido a la recesión económica global y a los efectos de la crisis en Europa, América Latina continuaría creciendo en 2012 pero a una tasa inferior, estimada al 3,7%. De manera similar, el desempeño de la economía local estará acorde con las proyecciones de crecimiento de países como: Colombia (4,5%), Chile (4,2%), Brasil (3,5%) y Costa Rica (3,5%).

La prevención de la salida de divisas es una tarea compleja para el gobierno. Sin embargo, se ha tratado de controlar el flujo a través del incremento del ISD al 5%, así como la oferta de beneficios e incentivos a los exportadores, importadores y comerciantes, tratando de mantener el dinero en la economía ecuatoriana.

En su plan multianual, el gobierno trata de mantener las exportaciones de petróleo, lo cual, en conjunto con la recaudación tributaria son las principales fuentes de ingreso. En 2012, se espera romper el registro histórico de exportación de petróleo, alcanzando 526.000 barriles por día a 600.000 barriles en 2013.

Asimismo, la minería en el país será un sector importante en la producción ecuatoriana; se prevé una nueva etapa en el sector minero del Ecuador con cinco contratos estratégicos.

En cuanto al balance comercial, el gobierno ecuatoriano trata de controlar las importaciones y doblar las exportaciones de productos no tradicionales, lo que permitiría una reducción del déficit comercial en 2013.

En Ecuador se pronostica un crecimiento del 4,2% para el año 2012.

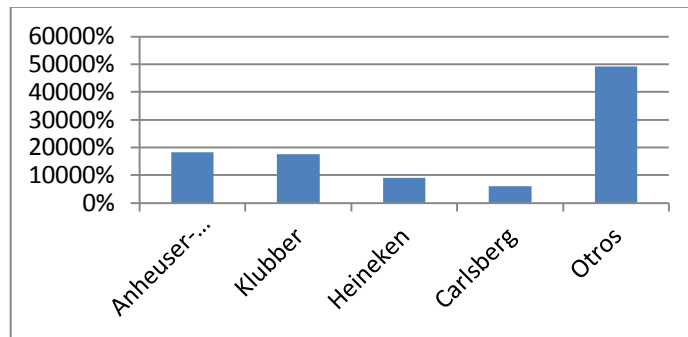
2.4.1.2. Entorno de la industria cervecera a nivel mundial (7)

Según el IbisWorld se estima que los ingresos de la industria cervecera crecerán un 2,7% durante el año 2011, con respecto al año 2010. El crecimiento previsto de los ingresos en los últimos cinco años hasta el 2011, llegará a USD 150,6 mil millones dólares.

Las principales compañías de la industria cervecera tienen los siguientes niveles de participación dentro del mercado

⁷Fuente: IbisWorld (Investigaciones de Mercado), disponible en la web www.ibisworld.com

Gráfico 2.4.1.2.1. Principales compañías de la Industria



Elaborado por: Las autoras

Según el estudio realizado por BrandZ (8), las marcas más valiosas de cervezas durante el año 2011 fueron Budweiser y Bud Light, las mismas que ocuparon las dos primeras posiciones con un valor de marca de USD 8,8 millones y USD 7,1 millones, respectivamente. A continuación se presenta un cuadro el Top 10 de marcas de cervezas más valiosas del año 2011:

Cuadro 2.4.1.2. Ranking por marca de cervezas a nivel mundial

Rankin	Marca		Valor de la Marca	
	Año 2012	Año 2011	Año 2012	Año 2011
1	Budweiser	Bud Light	8.805	8.153
2	Bud Light	Budweiser	7.148	7.838
3	Heineken	Heineken	6.577	5.204
4	Corona	Corona	5.458	5.196
5	Skol	Stella Artois	4.579	4.808
6	Stella Artois	Guinness	4.534	3.165
7	Guinness	Skol	3.446	2.722
8	Miller Lite	Miller Lite	2.539	2.344
9	Brhama	Kronenbourg 1664	1.996	1.761
10	Beck's	Amstel	1.936	1.756

Elaborado por: Las autoras

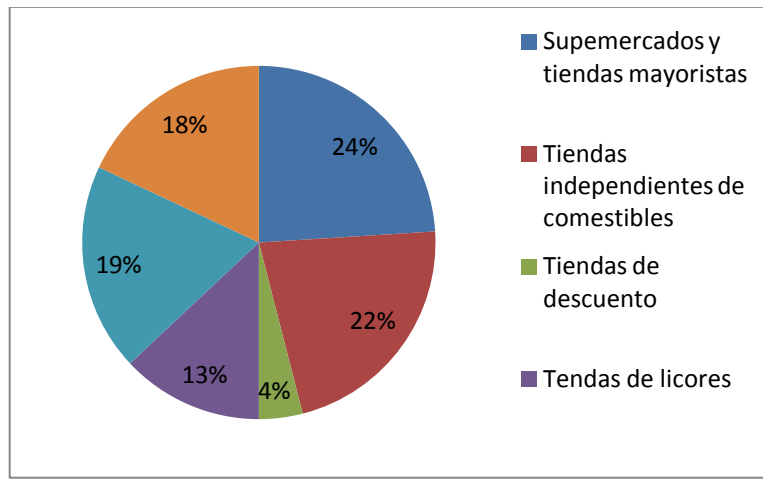
⁸Reporte anual de BrandZ, años 2011 y 2012. Disponible en la web www.brandz100.com

Por otro lado, el consumo per cápita de cerveza en Latinoamérica oscila entre los 14 y los 80 litros al año, por ejemplo: El Salvador con 10,6 litros, Bolivia con 32,6 litros al año, Paraguay llega a 37,7 litros; Argentina, 41,4 litros; México 61 litros; Estados Unidos, 84 litros; Venezuela, 95 litros. Cabe distinguir que México, es una industria cervecera de las más fuertes y modernas del mundo, donde el consumo promedio es de 61 litros, lo que lo ubica en el segundo lugar de consumo en Latinoamérica. Por otro lado, en Europa el panorama es diferente, el consumo per cápita por ejemplo: en España es de 82 litros y Alemania con 113 litros.

El 96% de las ventas de cerveza son realizadas a través de los supermercados y tiendas mayoristas, las tiendas independientes de comestibles, las tiendas de descuento, las tiendas de licores, el sector hotelero y otros.

A continuación se presenta los principales canales de distribución de cerveza:

Gráfico 2.4.1.2.2. Canales de distribución de la cerveza



Elaborado por: Las autoras

Los supermercados y los mayoristas tienen la ventaja de ofrecer precios más bajos debido a las economías de escala, ya que también cuentan con la suficiente capacidad de abastecimiento de marcas y productos para ofrecer a los consumidores. Como tal, este canal ha ido aumentando su participación en las ventas de cerveza el cual representa más de la mitad de las ventas en Europa Occidental. En cambio, las tiendas de abarrotes independientes en Europa del Este y Rusia representan un canal dominante al ser minoristas.

El canal de distribución del sector hotelero incluye: bares, discotecas y restaurantes. Su principal fuente de ingresos son las cervezas de barril, botella y en lata.

A escala mundial, las tiendas especializadas en licores son un canal pequeño de mercado. Sin embargo, en algunos mercados pueden representar una proporción significativa de las ventas.

Los países que regulan la venta de alcohol en exceso son más propensos a tener una gran proporción de las ventas a través de estos puntos de venta.

Las tiendas de descuento representan un canal importante en algunas partes de Europa Occidental, especialmente Escandinavia. Se incluyen en este canal es Aldi, el minorista alemán, que se está expandiendo a nivel mundial. En cuanto a los otros canales de distribución incluyen: los puestos de mercado, quioscos, etc.

En la mayoría de los países, se trata de un canal de mercado relativamente pequeño. Sin embargo, representan casi el 30% de las ventas en Europa del Este, debido a la venta al por menor del sector. Además, se estima que un 4% de las ventas de los fabricantes son directamente a los consumidores. Estos incluyen puntos de venta de cerveza. Algunas previsiones de la industria señalan que a partir de 2012, la demanda se acrecentará, además contará con un mayor crecimiento de consumo en los países desarrollados. La consolidación en los últimos años, ayudará a un mejor desarrollo de la industria, liderada con los cuatro principales fabricantes de cerveza, los mismos que poseen una gran variedad de marcas de cervezas a nivel mundial, que les permite abarcar a todas el acceso a los mercados crecientes de América Latina, China y Europa del Este.

2.4.1.3. Entorno de la industria local cervecera (9)

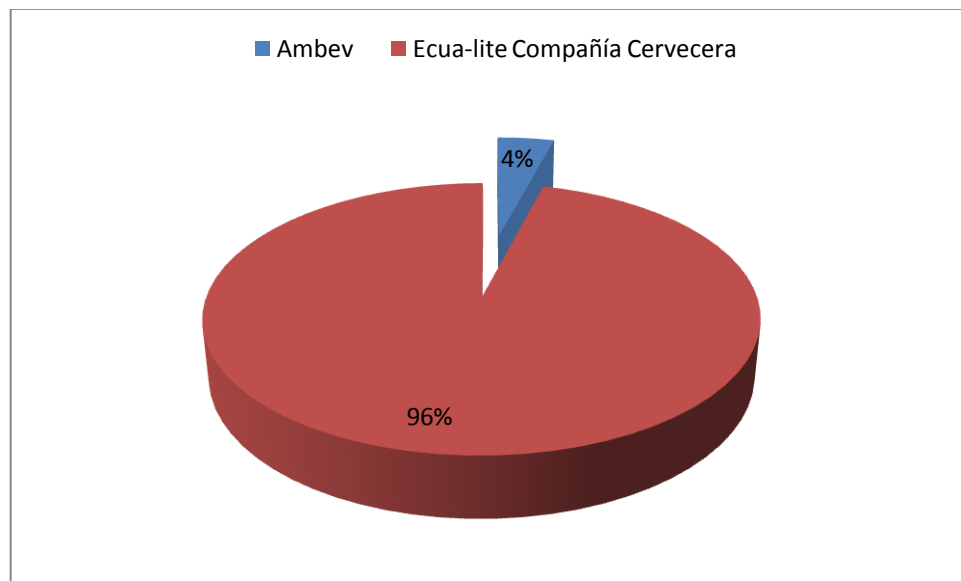
En cuanto a la producción y venta de cerveza en el Ecuador en el año 2011 existieron en el país apenas dos empresas que se dedican a este tipo de negocio, las mismas que son: Ecu-lite Compañía Cervecera y Ambev. Dos empresas que dominan el mercado local con apenas siete productos estrellas.

En cuanto, al consumo per cápita de cerveza en el país, actualmente es de 38 litros, debajo de países como Colombia, Perú o Chile, en los que se consume más de 40 litros.

A inicios del año 2011, Ecu-lite Compañía Cervecera captó un 95,92% del volumen producido en el país, mientras tanto Ambev participó del 4.08% restante del mercado.

⁹Fuente: Noticias de la Industria Cervecera – www.cerveceroslatinoamericanos.com , www.elcomercio.com , www.hoy.com.ec

Gráfico 2.4.1.3. Participación de la producción nacional año 2012



Elaborado por: Las autoras

Las principales cervezas que se producen a nivel nacional son Pacific, Cool Beer, Brahma y Pacific Light. Cabe mencionar que del total producido por Ecu-lite Compañía Cervecera, Pacific que es la marca principal capta el 70.1% del volumen producido, seguido de Cool Beer con un 23.3% y Pacific Light con 1,9%. Por otro lado, la marca Brahma perteneciente a Ambev tiene el 3,8% del volumen de producción.

Con respecto al contexto al comercio exterior, el comportamiento de las importaciones consideradas en valores FOB de cervezas de malta a nivel nacional tuvo una tendencia creciente, la misma que fue en un 59,86% pasando de USD 3,28 millones en el 2010 a USD 5,24 millones para el año 2011, según cifras presentadas por el Banco Central del Ecuador.

Cabe mencionar que el mayor proveedor del año 2011 fue Estados Unidos registrando un crecimiento cerca del 100% con respecto al año 2010, ya que las importaciones de dicho país fueron USD 0,84 millones en 2010 llegando a un valor significativo en el año 2011 de USD 1,74 millones. El resto de proveedores está conformado por los siguientes países: México, Colombia y Holanda con USD 1,72; USD 1,24 y USD 0,51 millones respectivamente.

A continuación se presenta un cuadro de las importaciones de cervezas de malta provenientes de diferentes países:

Cuadro 2.4.1.3. Importaciones de cervezas de malta, año 2009 (en miles de dólares) (10)

País	Valores FOB		País	Variación % (2012/2011)
	Año 2012	Año 2011		
Estados Unidos	1.746,61	1.022,26	Mexico	70,86%
México	1.723,40	1.019,19	Colombia	69,10%
Colombia	1.237,76	864,78	Estados Unidos	43,13%
Holanda	515,07	227,83	Holanda	126,08%
Alemania	22,08	34,85	Alemania	-36,64%
Otros	-	111,17	Otros*	
Total	5.244,92	3.280,08	Total	59,90%

*Otros: se incluye a Brasil y Chile con USD 0.087 y USD 0.023 millones respectivamente.

Elaborado por: Las autoras

En cambio la evolución de las exportaciones consideradas en valores FOB de cervezas de malta ha presentado una tendencia decreciente, pasando de USD 3,33 millones a USD 1,08 millones en el 2011, lo que significó una merma de -68% durante el año 2011. Tanto para el año 2010 como el 2011 Perú fue el principal país de destino de las exportaciones, con un 99% de participación del total en 2010 y un 90% en 2011.

¹⁰ Fuente: Banco Central del Ecuador, disponible en la web www.bce.fin.ec

Finalmente un hecho importante que se dio en los primeros meses del año, fue que la multinacional Ambev empezó con la producción de la cerveza americana Budweiser, convirtiendo a Ecuador en el primer país de América Latina en producir la misma. Las presentaciones que Budweiser lanzará en Ecuador serán: envase de 330 cm³; y, la otra en una versión de 608 cm³. En ambos casos serán envases retornables. La proyección que tiene Ambev es de obtener el 10% de la cuota del mercado del segmento premium durante el primer año, nicho en el que compiten cervezas que en su mayoría son importadas.

2.5. Análisis Porter

A continuación vamos a presentar un enfoque muy utilizado para la planificación de la estrategia corporativa, el mismo nos plantea la existencia de cinco fuerzas que determinan las consecuencias de rentabilidad a largo plazo de un mercado o de algún segmento de este. La idea es que la Compañía debe evaluar sus objetivos y recursos frente a estas cinco fuerzas que rigen la competencia industrial, a continuación vamos a exponer dichas fuerzas aplicadas al caso particular de Ecu-lite Compañía Cervecera:

1. **Amenaza de entrada de nuevos competidores.** Al presentar nuestro país una alta demanda de este tipo de productos, el mercado de cerveza ecuatoriano resulta atractivo para inversionistas pese a restricciones internas como impuestos y barreras en importaciones de materias primas actualmente implantadas por el Gobierno. Tal es el caso de la incursión de la Compañía brasilera Ambev a mediados del año 2004 quien ingreso

en ese momento con los productos Brahma y Zenda, los cuales fueron el competidor directo de Ecu-lite Compañía Cervecera.

- 2. La rivalidad entre los competidores.** El competidor más importante y decidido es Ambev Ecuador, quienes son la primera compañía cervecera del mundo. Esta compañía ocupa el 3% del mercado del Ecuador, según sus propias estadísticas. Y tiene 20,000 puntos de venta, sobre todo en Guayaquil, Quito y Manta. La planta de Ambev, en Guayaquil, tiene capacidad para producir 1 millón de hectolitros al año, sin embargo Ecu-lite Compañía Cervecera se encuentra posicionada en el mercado ecuatoriano ya que cubre en un 97% la demanda nacional, pese a esta situación la compañía Ambev decidió entrar a competir en el mercado generando así la competencia de precios, de estrategias de marketing, promociones y elaboración de nuevos productos.

Con respecto a la participación de mercado en la comercialización de agua para consumo humano, Ecu-lite Compañía Cervecera mantiene aproximadamente el 8% de cuota del mercado ecuatoriano, en donde América, Clear Water y Condor poseen mayores participaciones, correspondientes aproximadamente al 48%, 28% y 2,1%, respectivamente.

- 3. Poder de negociación de los proveedores.** Los proveedores de la Ecu-lite Compañía Cervecera son tanto del extranjero como nacionales. La Compañía en Ecuador se abastece de cebada, malta y lúpulos provenientes de productores del mercado internacional, suscribiendo con los productores compromisos de abastecimiento a largo plazo en los

cuales el precio se fija anualmente en función de la evolución y proyección de los precios del mercado internacional.

El abastecimiento de Botellas se realiza en el mercado local previa negociación global con el más importante proveedor mundial de este tipo de materiales, los precios son fijados de acuerdo al comportamiento del precio mundial del vidrio y las cantidades requeridas para abastecer la operación. Los precios negociados se revisan de forma semestral, mitigando así cualquier variación que pueda afectar el negocio.

4. **Poder de negociación de los compradores.** El consumidor ecuatoriano se podría definir como un consumidor que se deja influenciar por la novedad y la moda, pero luego retoma sus gustos y preferencias. El ecuatoriano le gusta probar los nuevos productos para luego compararlos con los ya existentes y así realizar su mejor elección. Aunque en muchas ocasiones el consumidor decide por el precio más no por calidad.

5. **Amenaza de ingreso de productos sustitutos.** En el mercado cervecero no existen amenazas de productos sustitutos debido al posicionamiento y a la excelente calidad de la cerveza en nuestro país.

Existe un mínimo porcentaje de consumidores de cerveza importada, ya que su precio es más alto en comparación con la cerveza local.

2.6. Análisis FODA

Fortalezas

Liderazgo y posicionamiento de sus productos en el mercado ecuatoriano

Diversidad de productos, empaques y envases

Capacidad industrial fuerte

Relación entre calidad y precio del producto

Fuerte crecimiento de ingresos

Oportunidades

Aumento en la población mundial.

Nuevos productos

Tendencias del mercado

Nuevas Adquisiciones

Perspectiva positiva para mercado global.

Internacionalización

Alta Tecnología

Debilidades

Sindicatos laborales.

Presencia pobre en mercados

Internacionales

Amenazas

Nuevos productos

Regulaciones publicitarias rigurosas

Regulaciones control de bebidas más rigurosas

Diferenciación de productos

Altos impuestos a las bebidas alcohólicas

Otras marcas de Cervezas ya internacionalizadas.

La alta competencia de Cervecerías Ambev.

CAPITULO III

ANÁLISIS FINANCIERO, ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO Y VALORACIÓN

3.1. Análisis financiero

3.1.1. Introducción

El análisis financiero es el estudio que se realiza de la información contable, mediante la utilización de indicadores y razones financieras. La contabilidad refleja la realidad económica y financiera de la empresa, por lo que es necesario interpretar y analizar esta información para poder conocer la situación en la que se encuentra la empresa, para en base a ello poder plantear soluciones a los problemas existentes y tomar decisiones adecuadas en beneficio de la empresa.

A continuación se presenta el análisis financiero de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera el cual se realizó para el periodo histórico 2008 – 2012, considerando que es a partir del 2008 que Ecu-lite Compañía Cervecera pasó a formar parte del Grupo Klubeer, el segundo mayor grupo cervecero del mundo con presencia en 75 países.

Como metodología de de análisis se aplicó para el presente estudio el análisis evolutivo horizontal, en el cual se busca analizar la variación de cada una de las partidas entre un periodo y otro; el análisis estructural vertical, el cual es importante para determinar el peso proporcional que tiene cada cuenta dentro de los estados financieros analizados. También se analizó los ratios o indicadores financieros, que nos permiten estudiar los aspectos favorables y desfavorables de la situación económica y financiera de la empresa. Este análisis nos dará una mejor visión de las oportunidades, fortalezas, debilidades y riesgos de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera.

3.1.2. Balance General

3.1.2.1. Análisis vertical del balance general

Considerando que Ecu-lite Compañía Cervecera es una empresa de producción, vemos que sus activos están concentrados en un 87.64% en su activo no corriente, principalmente en propiedad, planta y equipo en un 58.03% en el año 2012, 51.95% en el 2011 y 52.95% en el 2010 (ver anexo 1). Se puede observar que a partir del año 2010 la concentración en propiedad, planta y equipo es mayor; esto se justifica ya que la empresa ha realizado desde el año 2010 constantes inversiones en infraestructura, entre las cuales podemos mencionar la nueva línea de embotellado de la planta Guayaquil instalada en septiembre del 2010 que tuvo un costo de \$19 millones; la cual permite a la empresa incrementar su capacidad de envasado.

Entre otras inversiones realizadas están la instalación de 4 tanques cilindros cónicos en Guayaquil y Quito con un costo de \$5,5 millones; el brazo mecánico o robot paletizador y depaletizador en línea 2 de la planta Guayaquil con un costo de \$1,3 millones; y además, un inspector de nivel en planta Quito que optimiza el retiro de botellas de 600cc que no cumplen con los parámetros de calidad, con un costo de \$450,000.

Al analizar la cuenta inventario, vemos que esta representa el 6.65% del total de los activos, concentrada principalmente en el inventario de materia prima con un 3.14% en el año 2012. Esto es razonable de acuerdo al giro del negocio ya que este producto tiene rotación inmediata pues es un producto de consumo masivo que se compra y vende de manera diaria. Vale mencionar que en el año 2010 la concentración del inventario decreció en 6.81% en relación al 2009, esto debido a la ilegal prohibición de producir y comercializar cervezas de marcas Pacific y Cool Beer, que representan el 98% del volumen de ventas de la compañía.

Otra cuenta que presenta una alta concentración es la plusvalía mercantil, que representa el exceso entre el costo de una adquisición respecto del valor razonable de la participación de Ecu-lite Compañía Cervecera en los activos netos identificables de una subsidiaria a la fecha de adquisición. La plusvalía mercantil representa el 27.81% en el año 2010, 24.68% en el año 2011 y 23.43% en el año 2012.

En cuanto a los pasivos, estos están concentrados en el pasivo corriente con el 51.95% en el año 2012; principalmente a lo que se relaciona con cuentas por pagar a entidades relacionadas con el 22.88%. Sin embargo, vemos que su participación ha disminuido dentro del balance en una mínima proporción en relación al año 2011.

El pasivo no corriente representa el 16.83% del total de los pasivos, este tuvo un incremento en el año 2012 en relación al año 2011 debido al endeudamiento a largo plazo con instituciones financieras.

El patrimonio al 2012 está concentrado en los resultados acumulados del ejercicio fiscal y representan el 22.74% de los activos totales.

3.1.2.2. Análisis horizontal del balance general

Dentro de los activos totales, se puede observar que existe un incremento del 5.33% en el año 2012 en relación al 2011. Dentro de la composición del activo se puede ver que el activo no corriente es el que más creció en 13.59%; concentrados en las cuentas propiedad planta y equipo e intangibles. Tal como se menciono anteriormente, este incremento se justifica en las inversiones realizadas en infraestructura y equipos de planta para las operaciones de la compañía.

Por otro lado, el activo corriente disminuyó en 30.50% en relación al año 2011, esta baja se refleja principalmente en el efectivo y activos financieros, no así en el inventario el cual presenta un incremento del 56.09% en relación al año 2011.

Su nivel de liquidez es bajo; sin embargo, esto se justifica ya que se puede observar que la empresa ha decidido reinvertir sus ganancias en inventario el cual es de rotación inmediata, y en activos no corrientes, siendo el nivel de efectivo que maneja mínimo. Por otro lado, ha dado prioridad a las inversiones en maquinaria en vez de invertir en activos financieros, para de esta manera dar mayor operatividad al negocio y así, incrementar los rendimientos de la empresa a través de las ventas.

En cuanto al pasivo, este presenta un incremento muy mínimo del 2.93% en relación al año 2011. Considerando solo el pasivo corriente, este disminuye en relación al año anterior en 8.37%, esto se debe principalmente a que en este año se reducen los créditos con instituciones financieras en un 50.83% y las cuentas por pagar a entidades relacionadas que también se reducen en 16.19%.

El crecimiento de los pasivos se refleja en el pasivo no corriente, el cual si presenta un incremento del 66.23%, concentrado principalmente en las obligaciones con instituciones financieras con un aumento del 133.78%.

Finalmente, el patrimonio neto presenta un aumento del 11.04% en relación al año anterior, que se refleja principalmente en los resultados acumulados del ejercicio 2012 que incrementan en un 15.81%.

3.1.3. Estado de pérdidas y ganancias

3.1.3.1. Análisis vertical del estado de pérdidas y ganancias

Los ingresos por venta de la empresa están constituidos básicamente por la venta de cerveza, malta, agua y materiales de empaque.

Para el costeo de productos vendidos se considero el inventario inicial y final de bienes no producidos por la compañía, productos en proceso y productos terminados, así como también las compras e importaciones realizadas en el periodo. Este costo de ventas representa el 29.44% de los ingresos por ventas de la compañía en el año 2012; siendo la concentración de esta cuenta razonable de acuerdo al tipo de negocio que es producción. De igual manera, guarda igual estructura desde el año 2008 que se consideró para el análisis; dejando finalmente una utilidad bruta que representa el 70.56% de los ingresos totales en el año 2012.

En cuanto a los gastos, estos representan el 36.43% en relación a los ingresos totales, concentrados principalmente en lo que corresponde a sueldos, salarios y demás remuneraciones; promoción y publicidad; propiedad, planta y equipo.

Al 2012, la utilidad operativa representa el 34.13% en relación a los ingresos totales, que luego de aplicar el 25% de impuesto a la renta generó una utilidad neta del 26.77% en relación a los ingresos totales en el año 2012.

3.1.3.2. Análisis horizontal del estado de pérdidas y ganancias

Al analizar el año 2012 con respecto al 2011, se puede observar un que los ingresos por ventas incrementaron en un 12.35%, conformados principalmente por la venta del cerveza, malta, agua y materiales de empaque (ver anexo 2).

El costo de ventas incrementó en 11.02% en el año 2012 en relación al 2011, concentrados principalmente en las compras e importaciones de materia prima, en donde se observa un incremento; así como también en el inventario final de materia prima, productos terminados y bienes no producidos por la compañía. De esta manera, la utilidad bruta presenta un incremento en el año 2012 en relación al 2011 del 12.92%.

De la cuenta de gastos, se presenta un incremento del 16.09% en el año 2012 en relación al 2011. Este aumento se concentra principalmente en los gastos de

venta; reflejado en las cuentas sueldos y salarios; propiedad, planta de equipo; promoción y publicidad; arrendamiento operativo y servicios básicos. Dentro de gastos, también se observa un incremento del 19.40% en los gastos por intereses del 2012 en relación al 2011, esto se justifica ya que la empresa ha invertido gran parte de su capital en créditos a largo plazo y compra de activo fijo para incrementar la capacidad operativa de la empresa (ver anexo 3).

Al analizar la utilidad operacional se observa que presenta un incremento del 9.72% en el 2012 en relación al 2011. En el 2011 se presenta un incremento del 11.71% en relación al 2010, el incremento en las ganancias es mayor en este periodo ya que en el 2012 se presentó un mayor costo de ventas por el aumento en las compras locales e importaciones, así como también un ligero incremento en los gastos operativos.

Finalizando con la utilidad neta, se puede observar que esta presenta un incremento del 16.74% en el 2012 en relación al 2011.

3.1.4. Indicadores financieros

3.1.4.1. Análisis de indicadores financieros

3.1.4.1.1. Ratios de liquidez

Los ratios de liquidez miden la disponibilidad o solvencia del dinero en efectivo y se utilizan para medir la capacidad que tiene la empresa para cancelar las obligaciones adquiridas en el corto plazo.

En el año 2012 la razón corriente nos muestra que la empresa tiene la capacidad para cancelar 0.24 veces sus deudas a corto plazo. De igual manera en los años 2010 y 2011 se puede observar que la capacidad de cubrir los activos corrientes con los pasivos corrientes es de 0.28 Y 0.31 respectivamente.

La razón de prueba acida nos indica que para el año 2012, si la empresa tuviera que cubrir sus obligaciones corrientes sin necesidad de liquidar sus inventarios, tendría 0.24 veces para hacer frente a sus obligaciones.

La empresa tiene liquidez; sin embargo, esta es mínima, ya que la concentración de sus activos se presenta en el activo fijo, donde están invertidos casi todos los recursos.

La empresa presenta un capital de trabajo negativo de -39.59% en el año 2012, esto se debe a las obligaciones que la empresa actualmente mantiene con una entidad relacionada por la compra de una subsidiaria a través de un proceso de Oferta Pública de Adquisición; y, deudas adquiridas con proveedores del exterior para financiar la adquisición de propiedad, planta y equipo para la ampliación de la línea de embotellado en Cumbayá (ver anexo 4).

3.1.4.1.2. Ratios de eficiencia

Estos ratios me permiten evaluar la eficiencia de la empresa en sus cobros, pagos, inventarios y activos; es decir, me permite medir en qué manera afectan financieramente las políticas comerciales aplicadas por la gerencia de la empresa.

El índice de rotación de cuentas por cobrar esta en 15.89 días en el año 2012, que es el tiempo que la empresa demora en promedio en recuperar sus ventas a crédito. Este índice ha incrementado en relación a los años 2010 y 2011; en los cuales su periodo medio de cobro era de 10.13 y 6.00 respectivamente.

De acuerdo a la política de la empresa, estas cuentas corresponden a los montos adeudados por Dislog por la venta de productos (cerveza, maltas y aguas) o por servicios prestados en el curso normal de los negocios. Debido a que la Compañía vende toda su producción que embotella e importa a su

compañía relacionada Dislog S.A. a un plazo de hasta 7 días y no se mantienen saldos vencidos con esta empresa, la empresa no realiza estimaciones de deterioro por estas cuentas por cobrar considerando que maneja sus ventas a crédito con un plazo máximo de 10 días, que los clientes en su mayoría cubren en una semana máximo.

Su índice de rotación de cuentas por pagar esta en 0.82 días en el año 2012, esto me indica que en un promedio de 0.82 días la empresa cancela a sus proveedores, siendo el plazo máximo de pago 60 días plazo. Este índice disminuyo en relación al año 2011 en el cual los días promedio que demoraba en cancelar a proveedores estaba en 12.9 días, lo que indica una mejor gestión del negocio por parte de la empresa.

El inventario está rotando con un promedio de 13.38 días en el 2012, lo cual es razonable ya que este producto se vende de manera diaria y debe reponerse de manera constante.

En relación a los activos podemos interpretar que por cada dólar invertido en activos la empresa vendió \$0.89 para el 2012 mientras que para los dos años anteriores 2011 y 2010 el activo total generó ventas de \$0.83. Para los activos fijos, por cada dólar que rota o circula dentro de los activos se genera \$1.02 en ventas para los años 2010, 2011 y 2012 (ver anexo 4).

3.1.4.1.3. Ratios de endeudamiento

Los ratios de endeudamiento son indicadores de solvencia y miden la relación entre el capital ajeno y el capital propio, así como también el grado de endeudamiento de los activos. Me permiten analizar el grado de compromiso de la empresa con terceras personas y el respaldo patrimonial.

Su nivel de endeudamiento sobre activos ha disminuido en el 2012 en relación a los años anteriores, se puede observar que la participación de los acreedores en el año 2012 es del 68.78% sobre el total de los activos de la compañía, mientras que en el año 2011 y 2010 fue del 70.39% y 69.94% respectivamente.

Su nivel de apalancamiento ha disminuido en el año 2012 estando en un 220.36% en relación a los años 2011 y 2010 en donde estos representaban el 237.73% y 232.66% de su financiamiento respectivamente.

Vemos que en este caso su pasivo es mayor que su patrimonio, y esto representa un riesgo ya que la empresa esta financiándose en mayor proporción con terceros y aun así, su nivel de liquidez es bajo (ver anexo 4).

3.1.4.1.4. Ratios de rentabilidad

Con estos ratios se analiza la situación económica de la empresa, y me permiten medir la capacidad de retorno de las inversiones realizadas.

La empresa tiene la capacidad de generar por cada dólar vendido en el año 2012, 70.56% de ganancia bruta. Por otro lado, por cada dólar vendido, en el año 2012 se generó 26.77% de ganancia neta. Esta incremento en relación al año 2011 en el cual el margen estaba en 25.77%, esto debido a una disminución en los gastos totales de la empresa en el último año.

La rentabilidad sobre activos ha incrementado en relación al año 2011 de 21.49% a 23.82%; de igual manera la rentabilidad sobre patrimonio, que incremento en el 2012 en relación al 2011 del 72.58% al 76.31% (ver anexo 4).

3.2. Métodos seleccionados para la valoración de Ecu-lite Compañía Cervecera.

Para determinar el valor de Ecu-lite Compañía Cervecera, se aplicarán cuatro métodos con los cuales se compararán los resultados a obtener y se obtendrá un promedio que será el valor final de la empresa.

Para esta empresa, se realizará la valoración teniendo en cuenta que se está analizando un negocio en marcha, siendo el objetivo del presente trabajo obtener un valor razonable para Ecu-lite Compañía Cervecera, que sirva como base para la toma de decisiones acertadas que permitan crear valor tanto para los administradores como para los accionistas.

Los métodos elegidos para el presente análisis son:

- El método de la rentabilidad del beneficio, es un método sencillo en el cual se calcula el valor presente de una perpetuidad en la cual el flujo establecido es el beneficio neto, e i es la tasa de rentabilidad deseada.
- El método de valoración de acciones en circulación que principalmente busca saber si el precio de mercado de la acción refleja el valor y las perspectivas de la empresa.
- El método de descuento de flujo de caja libre con gradientes, que es considerado como el método más apropiado para valorar una empresa, ya que el valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad para generar dinero para los propietarios de las acciones, suponiendo su continuidad.
- El método de descuento de flujo de caja libre con gradientes cruzado, que es básicamente el flujo de caja libre con gradientes pero con la particularidad de que se considera para este caso la inversión inicial que es el patrimonio de la empresa del año anterior al primer año de proyección.

Luego de determinar el valor de la empresa mediante los 4 métodos seleccionados, se compararán los resultados y se obtendrá un promedio que será nuestra valoración final de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera.

3.3. Estimación de la tasa de crecimiento para la proyección del flujo de caja libre

3.3.1. Método geométrico

En este método la utilidad inicial se reinvierte en cada intervalo de tiempo; es decir, la utilidad en el tiempo (t+1) va a estar dada por la utilidad en el tiempo t multiplicada por (1+g), donde g es la tasa de crecimiento. La utilidad en el tiempo t2 va a estar dada por la utilidad inicial en el tiempo t y multiplicada por dos veces (1+g) y así sucesivamente.

La ecuación generalizada para este tipo de crecimiento está dada de la siguiente manera:

$$g = \left[\left(\frac{Uf}{Ui} \right)^{\frac{1}{t}} \right] - 1$$

Donde g es la tasa de crecimiento, U_f es la utilidad final, U_i es la utilidad inicial y t el tiempo. La g se considerará constante para todos los años posteriores.

3.3.2. Cálculo de la tasa de crecimiento g para la proyección de los flujos de caja

Se obtuvo la tasa de crecimiento g a utilizar en el presente análisis mediante el método geométrico, con el cual la tasa se mantendrá constante en el tiempo. Se aplicará esta tasa de crecimiento para realizar las proyecciones del flujo de caja del periodo 2013-2022.

Para su cálculo se utilizó la fórmula planteada en el apartado anterior, siendo para nuestro estudio la utilidad inicial la utilidad neta del año 2007, y la utilidad final la utilidad neta del año 2012. Se consideró también un periodo histórico de 5 años para determinar el porcentaje de crecimiento de la utilidad neta. La fórmula quedó determinada de la siguiente manera:

$$g = \sqrt[5]{\frac{U_{t_{2012}}}{U_{t_{2007}}} - 1}$$

Los valores a aplicar son los siguientes:

- $U_{t_{2012}} = \$109,692.00$
- $U_{t_{2007}} = \$ 56,319.00$
- $t = 5$

Finalmente se obtuvo una tasa de crecimiento g para proyectar los flujos de caja del 14.26%.

3.4. Estimación de la tasa de descuento mediante el método CPPC (Costo promedio ponderado de capital)

Para descontar los flujos de caja proyectados a valor presente previa aplicación del método de valoración de flujo de caja libre, es necesario calcular la tasa que mide el costo de oportunidad de realizar una determinada inversión; esta es la tasa de descuento, que distingue el costo patrimonial, que representa los recursos aportados por los accionistas; y, el costo de la deuda, representado por los recursos aportados por los acreedores.

Para el cálculo de la tasa de descuento a aplicar en la valoración de Ecu-lite Compañía Cervecera utilizaremos el método CPPC, mediante el cual se obtendrá como resultado una tasa de descuento que tendrá en cuenta el riesgo de la empresa, la inflación y el apalancamiento financiero.

Para determinar el **costo patrimonial (K_p)**, se utilizó el método CAPM, aplicando la siguiente ecuación:

$$K_P = R_F + \beta * [E(R_M - R_F)] + (R_{pais} - R_F)$$

En donde:

R_f = Rendimiento del activo libre de riesgo

B_p = Beta apalancado

$E (R_m - R_f)$ = Prima de riesgo de mercado

R_m = Rendimiento del mercado

$R_{país}$ = Riesgo país

La **tasa libre de riesgo (R_f)** se la representa por la tasa de retorno de un bono cupón soberano, pues se considera que son los bonos más seguros. Para obtener esta tasa se obtuvo el promedio de rendimiento anual en 30Y T-Bonds, tomando como fuente el sitio web de Yahoo Finance. De esta manera se consideró para el presente estudio una tasa libre de riesgo del 2.99%.

La **prima de riesgo de mercado $E (R_m - R_f)$** se la obtuvo tomando como fuente el sitio web de Damodaran, tomando el promedio histórico geométrico de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds del periodo 1928-2012. Se consideró este rango porque es el periodo más largo de referencia, no es recomendable tomar periodos muy cortos ya que no son un buen reflejo del futuro y se corre el riesgo de considerar solo un ciclo económico. Así mismo, se tomó el promedio geométrico ya que este está libre de los sesgos que genera el promedio aritmético, además los rendimientos futuros pueden tener correlación negativa y son valores de un solo periodo,

siendo más confiables para analizar valores históricos. De esta manera se obtuvo para este análisis una prima de riesgo de mercado del 4.20%.

Para la estimación del **beta** (B_p) se tomó como referencia el beta de la industria Beverage (Alcoholic), cuyo valor es de 0.84, considerando que la empresa que se analiza se dedica a la elaboración, distribución y venta de cerveza, así como de bebidas de malta sin alcohol, agua y otras bebidas para el consumo humano. Se tomó como fuente el sitio web de Damodaran, de donde se obtuvo también la relación deuda/patrimonio de 6.55% y el nivel de impuestos de 19.13%, información necesaria para desapalancar el beta referencial debido a que el nivel de endeudamiento e impuestos de las empresas de referencia no es el mismo que el de la empresa que se está evaluando.

Para desapalancar el beta referencial se aplicó la siguiente fórmula:

$$\beta_p^{S/D} = \beta_p^{C/D} \left[1 + (1 - T_c) \frac{D}{P} \right]$$

De esta manera se obtuvo un beta desapalancado de 0.79.

Con la información de Ecu-lite Compañía Cervecera: un nivel de deuda de \$316,760; patrimonio de \$143,749; impuestos (1-Tc) de 33.70%; se procedió a apalancar el beta, aplicando la siguiente fórmula:

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - T_c) \frac{D}{P} \right]$$

Finalmente se obtuvo un beta apalancado de 1.38 para el cálculo del costo patrimonial.

Para el **riesgo país ($R_{país}$)**, se tomó como referencia los niveles de puntos publicados en la web del Banco Central del Ecuador. Se consideró para el cálculo el promedio desde el 29 de abril del 2013 al 28 de mayo del 2013, obteniendo así un valor de riesgo país de 6.40%.

Con este valor se realiza el ajuste del riesgo país, el cual es necesario ya que se tomó como referencia empresas de estados unidos, de esta manera incluimos el riesgo de Ecuador, calculando el spread que se suma a la tasa de descuento.

Con esta información se calculó **el costo patrimonial (K_p)**, obteniendo como resultado una tasa del 8.80%.

Para calcular el **costo de la deuda (K_b)**, se calcula un promedio de todos los tipos de interés que paga la empresa ponderado por su peso en el balance con respecto del total de la deuda.

Al 31 de diciembre del 2012, las deudas financieras de Ecu-lite Compañía Cervecera se descomponen tal como se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 3.4. Endeudamiento Ecu-lite Compañía Cervecera año 2012

Institucion	Interes anual	Saldo 2012	Peso deuda
A largo plazo			
Banco Bilbao Vizcaya Argentina	7%	\$ 32.000,00	34%
Banco del Pichincha	7%	\$ 25.423,00	27%
Banco de Guayaquil	6,95%	\$ 18.669,00	20,13%
Banco del Pacífico	6,90%	\$ 16.672,00	17,97%
		\$ 92.764,00	

Elaborado por: Las autoras

De esta manera se calculó el promedio ponderado del peso de las deudas vigentes con su respectivo interés anual, obteniendo así un costo de deuda K_d de 6.97%.

Con esta información se calculo la tasa CPPC, obteniendo un valor resultante de 4.36%.

A este valor se le sumó el factor inflacionario (4.72%), para el cual se tomo como fuente la web del Banco Central del Ecuador. También fue necesario sumarle la tasa que se obtuvo del riesgo país.

Finalmente se obtuvo una tasa para descontar los flujos de caja proyectados del 15.49%.

3.5. Determinación del valor financiero de Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.

En este apartado se determinará el valor de la empresa mediante la aplicación de los métodos de valoración seleccionados: Método de la rentabilidad del beneficio, método de valoración de acciones en circulación, método de flujo de caja libre con gradientes y método de flujo de caja libre con gradientes cruzado.

3.5.1. Determinación del valor de la empresa mediante el método de la rentabilidad del beneficio.

Mediante este método se valora el beneficio neto de la empresa a perpetuidad. Para nuestro estudio, se utilizó el beneficio neto del año 2012 y se aplicó la rentabilidad del 15.49% que es la rentabilidad esperada por los inversionistas que calculamos mediante la tasa de descuento.

Para su cálculo se aplicó la siguiente fórmula:

$$V.Empresa = \frac{\text{Beneficio Neto}}{i}$$

De esta manera se obtuvo un valor de la empresa de \$708.342,47; tal como se muestra en el siguiente cuadro explicativo.

Cuadro 3.5.1. Valor de la empresa método rentabilidad del beneficio

Utilidad neta 2012 (expresado en miles de dólares estadounidenses)	\$ 109.692,00
<i>i</i>	15,49%
Valor de la empresa	\$ 708.342,47

Elaborado por: Las autoras

3.5.2. Determinación del valor de la empresa mediante el método de valoración de acciones en circulación

Este método de valoración busca saber si el precio de mercado de la acción refleja el valor y las perspectivas de la empresa. Para su cálculo la fórmula a utilizar es la siguiente:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Precio} * \text{numero de acciones}$$

Donde P es el precio de la acción a la fecha de cierre. El precio de la acción con fecha de cierre 28/06/2013 se obtuvo del portal de la Bolsa de Valores de Guayaquil (www.mundobvg.com) sección vectores de precios, siendo el precio de la acción de Ecu-lite Compañía Cervecera a la fecha de cierre \$43,00 (ver anexo 7).

El número de acciones se obtuvo de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A., donde indica que el capital suscrito y pagado de la compañía comprende 20,490,000 acciones ordinarias de valor nominal de US\$1 cada una.

Cuadro 3.5.2. Valor de la empresa método acciones en circulación

Precio de la accion Ecu-lite Compañía Cervecera con fecha de cierre 28/06/2012:	\$ 43,00
Número de acciones en circulación Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. (expresado en miles de dólares estadounidenses):	20.490
Valor de la empresa	\$ 881.070,00

Elaborado por: Las autoras

De esta manera se obtiene mediante este método un valor de la empresa del \$881.070,00.

3.5.3. Determinación del valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre con gradientes

El precio de mercado no siempre refleja el valor de los flujos de caja libres, por lo que al valorar una empresa, es recomendable usar el método del flujo de caja libre.

En el presente estudio, el flujo de caja se proyectó en base a la utilidad neta del año 2012, a la cual se le sumó los gastos de depreciación y amortización del mismo año, de esta manera se determinó el flujo de caja del año 2012 (ver anexo 5).

En este método se proyecta el flujo de caja a la tasa de crecimiento (también denominada gradiente) calculada mediante el método geométrico del 14.26%, para un periodo determinado de 10 años.

Finalmente, se descontaron los flujos a la tasa de descuento calculada del 15.49%, determinando así un valor de la empresa de \$1'275.050,96; tal como se muestra en el siguiente cuadro explicativo.

Cuadro 3.5.3. Valor de la empresa método flujo de caja libre

Tasa de crecimiento g	14,26%
Tasa de descuento WACC	15,49%
Número de periodos	10
Valor de la empresa	\$ 1.275.050,96

Elaborado por: Las autoras

3.5.4. Determinación del valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre con gradientes cruzado

En este método, al igual que en el anterior, se realiza la proyección del flujo de caja con la tasa de crecimiento del 14.26% y la tasa de descuento del 15.49% para el periodo de 10 años comprendido desde el 2013 hasta el 2022. Se diferencia del método de flujo de caja con gradientes simple porque además de sumarle a la utilidad neta los gastos de depreciación y amortización, se debe

sumar en el último año de proyección que en este caso es el 2022 el valor residual (ver anexo 6).

De esta manera, se descontaron los flujos de caja, determinando así un valor de la empresa de \$1'279.906,74; tal como se muestra en el siguiente cuadro explicativo:

Cuadro 3.5.4. Valor de la empresa método flujo de caja libre cruzado

Tasa de crecimiento g	14,26%
Tasa de descuento WACC	15,49%
Número de periodos	10
Inversion inicial (patrimonio)	\$ 143.749,00
Valor de la empresa	\$ 1.279.906,74

Elaborado por: Las autoras

3.5.5. Valor de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.

Luego de valorar la empresa con los 4 métodos anteriormente mencionados, consideramos que el método del flujo de caja con gradientes cruzado es el más apropiado ya que refleja en forma más realista la situación futura del negocio ya que toma en cuenta factores que afectan a la empresa a futuro.

Este método considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos e implica obtener una tasa de descuento para traer flujos futuros al día de hoy.

Cuadro 3.5.5. Valor de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.

Metodo de la rentabilidad del beneficio	\$ 708.342,47
Metodo de valoración de acciones en circulación	\$ 881.070,00
Metodo de flujo de caja libre con gradientes	\$ 1.275.050,96
Metodo de flujo de caja libre con gradientes cruzado	\$ 1.279.906,74
Valor de la empresa	\$ 1.279.906,74

Elaborado por: Las autoras

De esta manera se obtuvo el valor para la empresa para Ecu-lite Compañía Cervecera de \$1'279.906 (expresado en miles de dólares).

CONCLUSIONES

- Para valorar la empresa se utilizaron 4 métodos de valoración: Método rentabilidad del beneficio, método de valoración de acciones en circulación, método de flujo de caja libre con gradientes, método de flujo de caja libre con gradientes cruzado.
- A través de la aplicación de los diferentes métodos de valoración observamos lo siguiente:
 - ✓ El beta calculado de la empresa fue de 1.38, lo que indica que es más riesgosa que el mercado y por ende es más rentable.
 - ✓ La tasa que se obtuvo para descontar los flujos de caja fue de 15% y el VAN fue de \$1'279.000. Los flujos de caja proyectados fueron desde el año 2012 al 2022, con un flujo de caja permanente de \$533.000 ya que la proyección de flujos después de ese año no serán significativos.
 - ✓ Para efectos del presente estudio consideramos el método del flujo de caja con gradientes cruzado el más apropiado ya que implica obtener una tasa de descuento para traer flujos futuros al día de hoy más el

valor residual; los otros métodos aplicados son estáticos al no reflejar la situación real de la empresa en el futuro.

RECOMENDACIONES

- Se recomienda que los accionistas, directivos de la empresa y público en general tomen como base la presente valoración para la toma de decisiones futuras respecto de la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera, considerando que los valores obtenidos son el resultado de un análisis y la aplicación de los principales métodos de valoración de empresas. De igual manera, se sugiere a la empresa utilizar los métodos de valoración aplicados en el presente trabajo para futuros estudios de planificación financiera.
- Tomando en consideración el análisis financiero realizado a la empresa Ecu-lite Compañía Cervecera, se recomienda trabajar principalmente en lo que refiere a liquidez y capital de trabajo, con el fin de mejorar sus indicadores financieros. Esto se puede lograr definiendo estrategias corporativas que ayuden a mejorar su flujo de caja, como por ejemplo disminuir en cierta medida el crédito directo con proveedores, que tiene un mayor costo financiero que el financiamiento con instituciones financieras. De esta manera la empresa podría manejar un sistema de compras al por mayor, y así aprovechar los descuentos que los proveedores realizan por las compras al contado y de acuerdo al volumen.

BIBLIOGRAFIA

1. Aswath Damodaran Online. Información para estimar el beta referencial de la industria y la prima de riesgo de mercado. Disponible en la web www.damodaran.com
2. Banco Procredit S.A. (2011). Material de tutorías escuela de crédito. Tema Análisis Financiero.
3. Bolsa de Valores de Guayaquil. Información del precio de la acción con fecha de cierre 28/06/2013. Disponible en la web www.mundobvg.com
4. Campos, Eliecer (2011). Apuntes de clase de la materia Valoración de Empresas. Capítulos 6 y 7.
5. Canadean, disponible en la web www.canadean.com
6. Diario El Telégrafo. Precio de la cerveza se eleva por alza de la materia prima. Información de texto: "Sección economía. Diario El Telégrafo. Septiembre 1, 2012. Disponible en la web : <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/precio-de-la-cerveza-se-eleva-por-alza-de-la-materia-prima.html>
7. Ecuálite: Memoria Anual de reportes, año 2012.
8. Estay G., Eduardo (2011). Valoración de empresas. Atlantic International University.
9. Fernández, Pablo (2000). Valoración de empresas, como medir y gestionar la creación de valor. Ediciones Gestión 2000. III Edición., capítulos 1, 10 y 17.
10. Galindo, A. (2005). Fundamentos de Valoración de Empresas. Universidad de Cádiz, disponible en <http://www.eumed.net/libros-gratis/2005/agl/agl.pdf>.

11. Información basada en información estadística del Banco Central del Ecuador www.bce.fin.ec, INEC www.inec.gov.ec , Diario el Comercio y eSilec-Lexis.
12. IbisWorld (Investigaciones de Mercado), disponible en la web www.ibisworld.com.
13. Leyes y reglamentos: Ley de Compañías, Ley de Mercado de Valores, Ley de Seguridad Social, Ley de Control y Regulación del Poder de Mercado (“Ley Antimonopolio”), Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno y Código de la Producción.
14. Macías, Washington (2013). Apuntes de clase de la materia Teoría de las Inversiones. Capítulo 3.
15. Mantilla, Jennifer (2011). Valoración de la empresa Sherloctech Solutions S.A. Tesis para obtener el grado académico de Ingeniera en Finanzas, Contador Público Auditor en la Escuela Politécnica del Ejército.
16. Mayorga, Francisco & Vélez, Teddy (2005). Valoración financiera de Supermercados La Favorita S.A. Tesis para obtener el grado académico de Economista con mención en Gestión Empresarial especialización Finanzas en la Escuela Superior Politécnica del Litoral.
17. Normas Internacionales de Información Financiera. Disponible en la web www.ifrs.org.
18. Noticias de la Industria Cervecera, disponible en la web: www.cerveceroslatinoamericanos.com, www.elcomercio.com, www.hoy.com.ec.
19. Paz C. Salinas, Q. (2006). Valoración de empresas a través del método de comparables: Evidencia en Chile. Universidad de Chile, Facultad de Economía y Negocios.
20. Reporte anual de BrandZ, años 2011 y 2012. Disponible en la web www.brandz100.com.

21. Resoluciones del Consejo Nacional de Valores y Superintendencia de Compañías.
22. Ross, Westerfield, Jaffe (2009). Finanzas Corporativas. Mc Graw Hill. VIII Edición, capítulos 10 y 11.
23. Superintendencia de Compañías: Información para análisis financiero <http://www.supercias.gob.ec/portal/>
24. Valero, G y Agudelo, A. (2002). Valoración de la empresa Security Limitada bajo métodos económicos y financieros. Universidad Nacional de Colombia, sede Manizales.
25. Yahoo Finance. Información del promedio del rendimiento anual en 30Y T-Bonds, para obtener el Rf. Disponible en la web www.yahoo.com

ANEXOS

ANEXO 1

BALANCE GENERAL

Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. Balance General Al 31 de Diciembre (Expresado en miles de dólares estadounidenses)														
CUENTA	AÑOS					ANÁLISIS HORIZONTAL				ANÁLISIS VERTICAL				
	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.009	2.010	2.011	2.012	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
ACTIVOS CORRIENTES														
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFFECTIVO	\$ 2.347,00	\$ 21.510,00	\$ 4.645,00	\$ 1.519,00	\$ 526,00	816,49%	-78,41%	-67,30%	-65,37%	0,82%	5,81%	1,20%	0,35%	0,11%
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES A ENTIDADES RELACIONADAS	\$ 10.865,00	\$ 23.475,00	\$ 22.649,00	\$ 51.712,00	\$ 19.513,00	116,06%	-3,52%	128,32%	-62,27%	3,80%	6,34%	5,84%	11,83%	4,24%
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	\$ 1.127,00	\$ 4.535,00	\$ 9.053,00	\$ 9.057,00	\$ 6.265,00	302,40%	99,63%	0,04%	-30,83%	0,39%	1,22%	2,33%	2,07%	1,36%
INVENTARIOS	\$ 28.925,00	\$ 24.086,00	\$ 26.406,00	\$ 19.616,00	\$ 30.619,00	-16,73%	9,63%	-25,71%	56,09%	10,12%	6,50%	6,81%	4,49%	6,65%
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	\$ 10.936,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,83%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	\$ 54.200,00	\$ 73.606,00	\$ 62.753,00	\$ 81.904,00	\$ 56.923,00	35,80%	-14,74%	30,52%	-30,50%	18,97%	19,87%	16,17%	18,73%	12,36%
ACTIVOS NO CORRIENTES														
INVERSIONES DISPONIBLES PARA LA VENTA Y OTRAS INVERSIONES	\$ -	\$ 13.264,00	\$ 11.870,00	\$ 11.870,00	\$ 11.870,00	0,00%	-10,51%	0,00%	0,00%	0,00%	3,58%	3,06%	2,72%	2,58%
PLUSVALIA MERCANTIL	\$ -	\$ 107.905,00	\$ 107.905,00	\$ 107.905,00	\$ 107.905,00	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	29,13%	27,81%	24,68%	23,43%
INTANGIBLES - PROYECTOS INFORMATICOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 8.407,00	\$ 16.570,00	0,00%	0,00%	0,00%	97,10%	0,00%	0,00%	0,00%	1,92%	3,60%
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO	\$ 98.388,00	\$ 175.686,00	\$ 205.448,00	\$ 227.112,00	\$ 267.241,00	78,56%	16,94%	10,54%	17,67%	34,44%	47,42%	52,95%	51,95%	58,03%
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES (INVERSIONES EN ACCIONES, CARGOS DIFERIDOS Y OTROS)	\$ 133.116,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	46,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	\$ 231.504,00	\$ 296.855,00	\$ 325.223,00	\$ 355.294,00	\$ 403.586,00	28,23%	9,56%	9,25%	13,59%	81,03%	80,13%	83,83%	81,27%	87,64%
TOTAL ACTIVOS	\$ 285.704,00	\$ 370.461,00	\$ 387.976,00	\$ 437.198,00	\$ 460.509,00	29,67%	4,73%	12,69%	5,33%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASIVOS CORRIENTES														
PRESTAMOS CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	\$ 29.282,00	\$ 34.113,00	\$ 27.901,00	\$ 49.828,00	\$ 24.501,00	16,50%	-18,21%	78,59%	-50,83%	10,25%	9,21%	7,19%	11,40%	5,32%
CUENTAS POR PAGAR COMERCIALES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	\$ 16.402,00	\$ 13.827,00	\$ 24.042,00	\$ 28.883,00	\$ 42.293,00	-15,70%	73,88%	20,14%	46,43%	5,74%	3,73%	6,20%	6,61%	9,18%
CUENTAS POR PAGAR A ENTIDADES RELACIONADAS	\$ 109.727,00	\$ 110.812,00	\$ 113.887,00	\$ 125.710,00	\$ 105.355,00	0,99%	2,77%	10,38%	-16,19%	38,41%	29,91%	29,35%	28,75%	22,88%
IMPUESTOS POR PAGAR	\$ 20.878,00	\$ 28.895,00	\$ 31.400,00	\$ 34.912,00	\$ 39.319,00	38,40%	8,67%	11,18%	12,62%	7,31%	7,80%	8,09%	7,99%	8,54%
PROVISIONES	\$ 4.806,00	\$ 19.957,00	\$ 30.002,00	\$ 21.785,00	\$ 27.784,00	315,25%	50,33%	-27,39%	27,54%	1,68%	5,39%	7,73%	4,98%	6,03%
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	\$ 181.095,00	\$ 207.604,00	\$ 227.232,00	\$ 261.118,00	\$ 239.252,00	14,64%	9,45%	14,91%	-8,37%	63,39%	56,04%	58,57%	59,73%	51,95%
PASIVOS NO CORRIENTES														
PRESTAMOS CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	\$ 30.339,00	\$ 21.299,00	\$ 26.671,00	\$ 29.819,00	\$ 69.710,00	-29,80%	25,22%	11,80%	133,78%	10,62%	5,75%	6,87%	6,82%	15,14%
PROVISIONES POR BENEFICIOS A EMPLEADOS	\$ 3.029,00	\$ 2.232,00	\$ 2.667,00	\$ 2.717,00	\$ 2.238,00	-26,31%	19,49%	1,87%	-17,63%	1,06%	0,60%	0,69%	0,62%	0,49%
IMPUESTO A LA RENTA DIFERIDO	\$ -	\$ 15.925,00	\$ 14.778,00	\$ 14.092,00	\$ 5.560,00	0,00%	-7,20%	-4,64%	-60,54%	0,00%	4,30%	3,81%	3,22%	1,21%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	\$ 33.368,00	\$ 39.456,00	\$ 44.116,00	\$ 46.628,00	\$ 77.508,00	18,25%	11,81%	5,69%	66,23%	11,68%	10,65%	11,37%	10,67%	16,83%
TOTAL PASIVOS	\$ 214.463,00	\$ 247.060,00	\$ 271.348,00	\$ 307.746,00	\$ 316.760,00	15,20%	9,83%	13,41%	2,93%	75,06%	66,69%	69,94%	70,39%	68,78%
PATRIMONIO														
CAPITAL SOCIAL	\$ -	\$ 20.490,00	\$ 20.490,00	\$ 20.490,00	\$ 20.490,00	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,53%	5,28%	4,69%	4,45%
RESERVAS	\$ -	\$ 23.116,00	\$ 23.116,00	\$ 18.545,00	\$ 18.545,00	0,00%	0,00%	-19,77%	0,00%	0,00%	6,24%	5,96%	4,24%	4,03%
RESULTADOS ACUMULADOS	\$ -	\$ 79.795,00	\$ 73.022,00	\$ 90.417,00	\$ 104.714,00	0,00%	-8,49%	23,82%	15,81%	0,00%	21,54%	18,82%	20,68%	22,74%
TOTAL PATRIMONIO	\$ 71.241,00	\$ 123.401,00	\$ 116.628,00	\$ 129.452,00	\$ 143.749,00	73,22%	-5,49%	11,00%	11,04%	24,94%	33,31%	30,06%	29,61%	31,22%
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$ 285.704,00	\$ 370.461,00	\$ 387.976,00	\$ 437.198,00	\$ 460.509,00	29,67%	4,73%	12,69%	5,33%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

ANEXO 2
ESTADO DE RESULTADOS

Ecu-lite Compañía Cervecera S.A. Estado de Resultados Al 31 de Diciembre (Expresado en miles de dólares estadounidenses)														
CUENTA	AÑOS					ANALISIS HORIZONTAL				ANALISIS VERTICAL				
	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.009	2.010	2.011	2.012	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
INGRESOS POR VENTAS	\$ 250.244,00	\$ 292.255,00	\$ 321.085,00	\$ 364.652,00	\$ 409.704,00	16,79%	9,86%	13,57%	12,35%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
COSTO DE PRODUCTOS VENDIDOS	\$ (81.913,00)	\$ (96.798,00)	\$ (95.475,00)	\$ (108.633,00)	\$ (120.601,00)	18,17%	-1,37%	13,78%	11,02%	-32,73%	-33,12%	-29,74%	-29,79%	-29,44%
UTILIDAD BRUTA	\$ 168.331,00	\$ 195.457,00	\$ 225.610,00	\$ 256.019,00	\$ 289.103,00	16,11%	15,43%	13,48%	12,92%	67,27%	66,88%	70,26%	70,21%	70,56%
GASTOS ADMINISTRATIVOS	\$ (17.278,00)	\$ (35.772,00)	\$ (45.044,00)	\$ (71.634,00)	\$ (76.237,00)	107,04%	25,92%	59,03%	6,43%	-6,90%	-12,24%	-14,03%	-19,64%	-18,61%
GASTOS DE VENTA	\$ (38.034,00)	\$ (55.494,00)	\$ (63.168,00)	\$ (60.463,00)	\$ (74.097,00)	45,91%	13,83%	-4,28%	22,55%	-15,20%	-18,99%	-19,67%	-16,58%	-18,09%
OTROS INGRESOS/ EGRESOS, NETO	\$ (7.936,00)	\$ (2.101,00)	\$ (5.024,00)	\$ 3.519,00	\$ 1.062,00	-73,53%	139,12%	-170,04%	-69,82%	-3,17%	-0,72%	-1,56%	0,97%	0,26%
TOTAL GASTOS	\$ (63.248,00)	\$ (93.367,00)	\$ (113.236,00)	\$ (128.578,00)	\$ (149.272,00)	47,62%	21,28%	13,55%	16,09%	-25,27%	-31,95%	-35,27%	-35,26%	-36,43%
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 105.083,00	\$ 102.090,00	\$ 112.374,00	\$ 127.441,00	\$ 139.831,00	-2,85%	10,07%	13,41%	9,72%	41,99%	34,93%	35,00%	34,95%	34,13%
GASTO POR INTERESES	\$ (17.206,00)	\$ (4.132,00)	\$ (4.554,00)	\$ (6.274,00)	\$ (7.491,00)	-75,99%	10,21%	37,77%	19,40%	-6,88%	-1,41%	-1,42%	-1,72%	-1,83%
INTERESES GANADOS	\$ -	\$ -	\$ 694,00	\$ 56,00	\$ 12,00	0,00%	0,00%	-91,93%	-78,57%	0,00%	0,00%	0,22%	0,02%	0,00%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	\$ 87.877,00	\$ 97.958,00	\$ 108.514,00	\$ 121.223,00	\$ 132.352,00	11,47%	10,78%	11,71%	9,18%	35,12%	33,52%	33,80%	33,24%	32,30%
IMPUESTO A LA RENTA	\$ (31.558,00)	\$ (26.376,00)	\$ (27.377,00)	\$ (27.263,00)	\$ (22.660,00)	-16,42%	3,80%	-0,42%	-16,88%	-12,61%	-9,02%	-8,53%	-7,48%	-5,53%
UTILIDAD NETA Y RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	\$ 56.319,00	\$ 71.582,00	\$ 81.137,00	\$ 93.960,00	\$ 109.692,00	27,10%	13,35%	15,80%	16,74%	22,51%	24,49%	25,27%	25,77%	26,77%

ANEXO 3

DETALLE DE GASTOS ADMINISTRATIVOS Y DE VENTAS

	2010				2011				2012			
	Costo de ventas	Gastos administrativos	Gasto de ventas	Total	Costo de ventas	Gastos administrativos	Gasto de ventas	Total	Costo de ventas	Gastos administrativos	Gasto de ventas	Total
Consumo de materias primas	\$ 60.920,00	\$ -	\$ -	\$ 60.920,00	\$ 68.115,00	\$ -	\$ -	\$ 68.115,00	\$ 71.844,00			\$ 71.844,00
Remuneraciones y beneficios sociales	\$ 4.621,00	\$ 4.726,00	\$ 8.342,00	\$ 17.689,00	\$ 5.286,00	\$ 7.873,00	\$ 9.656,00	\$ 22.815,00	\$ 5.530,00	\$ 6.818,00	\$ 11.818,00	\$ 24.166,00
Participación laboral	\$ 6.111,00	\$ 3.360,00	\$ 9.678,00	\$ 19.149,00	\$ 6.741,00	\$ 5.167,00	\$ 9.484,00	\$ 21.392,00	\$ 6.994,00	\$ 4.249,00	\$ 12.113,00	\$ 23.356,00
Publicidad y promociones	\$ -	\$ -	\$ 24.437,00	\$ 24.437,00	\$ -	\$ -	\$ 24.384,00	\$ 24.384,00			\$ 29.480,00	\$ 29.480,00
Arriendos	\$ -	\$ 847,00	\$ 981,00	\$ 1.828,00	\$ -	\$ 656,00	\$ 638,00	\$ 1.294,00	\$ -	\$ -	\$ 112,00	\$ 112,00
Energía y agua	\$ 6.062,00	\$ 247,00	\$ 78,00	\$ 6.387,00	\$ 6.520,00	\$ 18,00	\$ 86,00	\$ 6.624,00	\$ 7.566,00	\$ 87,00	\$ 527,00	\$ 8.180,00
Depreciaciones	\$ 6.841,00	\$ 401,00	\$ 9.946,00	\$ 17.188,00	\$ 7.364,00	\$ 1.432,00	\$ 10.868,00	\$ 19.664,00	\$ 8.639,00	\$ 849,00	\$ 14.190,00	\$ 23.678,00
Amortizaciones	\$ -	\$ 5.582,00	\$ -	\$ 5.582,00	\$ -	\$ 3.159,00	\$ -	\$ 3.159,00	\$ -	\$ 1.762,00	\$ -	\$ 1.762,00
Proyecto transformación	\$ -	\$ 5.703,00	\$ -	\$ 5.703,00	\$ -	\$ 30.020,00	\$ -	\$ 30.020,00	\$ -	\$ 28.244,00	\$ -	\$ 28.244,00
Servicios de asesoría técnica	\$ -	\$ 11.329,00	\$ 946,00	\$ 12.275,00	\$ -	\$ 11.172,00	\$ 773,00	\$ 11.945,00		\$ 10.624,00		\$ 10.624,00
Otros gastos	\$ 10.920,00	\$ 12.849,00	\$ 8.759,00	\$ 32.528,00	\$ 14.607,00	\$ 12.137,00	\$ 4.574,00	\$ 31.318,00	\$ 20.028,00	\$ 23.604,00	\$ 5.857,00	\$ 49.489,00
	\$ 95.475,00	\$ 45.044,00	\$ 63.167,00	\$ 203.686,00	\$ 108.633,00	\$ 71.634,00	\$ 60.463,00	\$ 240.730,00	\$ 120.601,00	\$ 76.237,00	\$ 74.097,00	\$ 270.935,00

ANEXO 4
INDICADORES FINANCIEROS

Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.
Análisis de indicadores financieros

Ratios de liquidez	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
Ratio corriente (activo corriente / pasivo corriente)	0,30	0,35	0,28	0,31	0,24
Prueba acida (activo corriente - inventario / pasivo corriente)	0,24	0,35	0,28	0,31	0,24
Capital de trabajo neto % (activo corriente - pasivo corriente) / total activos	-44,41%	-36,17%	-42,39%	-40,99%	-39,59%
Ratios de eficiencia					
Rotación de cuentas por cobrar (ventas / cuentas por cobrar)	20,87	10,43	10,13	6,00	15,89
Rotación de cuentas por pagar (costo de ventas / cuentas por pagar)	0,65	0,78	0,69	0,70	0,82
Rotación de inventario (ventas / inventario)	8,65	12,13	12,16	18,59	13,38
Rotación de activos totales (ventas netas / activos totales)	0,88	0,79	0,83	0,83	0,89
Rotación de activos fijos (ventas netas / activos fijos)	1,08	0,98	0,99	1,03	1,02
Ratios de endeudamiento					
Endeudamiento sobre activos (total pasivos / total activos)	75,06%	66,69%	69,94%	70,39%	68,78%
Apalancamiento (total pasivos / total patrimonio)	301,04%	200,21%	232,66%	237,73%	220,36%
Ratios de rentabilidad					
Ganancias brutas sobre ventas (utilidad bruta / ventas netas)	67,27%	66,88%	70,26%	70,21%	70,56%
Ganancias netas sobre ventas (utilidad neta / ventas netas)	22,51%	24,49%	25,27%	25,77%	26,77%
ROA (utilidad neta / total activos)	19,71%	19,32%	20,91%	21,49%	23,82%
ROE (utilidad neta / total patrimonio)	79,05%	58,01%	69,57%	72,58%	76,31%

ANEXO 5

FLUJO DE CAJA PROYECTADO MÉTODO DE VALORACION CON GRADIENTE GEOMÉTRICO

Ecu-lite Compañía Cervecera S.A.											
Valoración de empresa mediante método de flujo de caja libre con gradientes											
(Expresado en miles de dólares estadounidenses)											
CUENTA	AÑOS										
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
UTILIDAD NETA	\$ 109.692,00	\$ 125.336,90	\$ 143.213,17	\$ 163.639,06	\$ 186.978,20	\$ 213.646,10	\$ 244.117,54	\$ 278.934,98	\$ 318.718,29	\$ 364.175,72	\$ 416.116,56
(+ DEPRECIACION	\$ 23.678,00	\$ 27.055,09	\$ 30.913,84	\$ 35.322,96	\$ 40.360,92	\$ 46.117,42	\$ 52.694,96	\$ 60.210,61	\$ 68.798,20	\$ 78.610,59	\$ 89.822,48
(+ AMORTIZACION	\$ 1.762,00	\$ 2.013,31	\$ 2.300,46	\$ 2.628,56	\$ 3.003,46	\$ 3.431,83	\$ 3.921,30	\$ 4.480,58	\$ 5.119,62	\$ 5.849,81	\$ 6.684,15
EFCF FLUJO DE CAJA	\$ 135.132,00	\$ 154.405,30	\$ 176.427,47	\$ 201.590,57	\$ 230.342,58	\$ 263.195,36	\$ 300.733,79	\$ 343.626,17	\$ 392.636,11	\$ 448.636,12	\$ 512.623,19

Tasa de crecimiento g	14,26%
Tasa de descuento WACC	15,49%
Número de periodos	10
Valor de la empresa	\$ 1.275.050,96

ANEXO 6

FLUJO DE CAJA PROYECTADO MÉTODO DE VALORACIÓN CRUZADO

Ecua-lite Compañía Cervecera S.A.											
Valoración de empresa mediante método de flujo de caja libre con gradientes cruzado											
(Expresado en miles de dólares estadounidenses)											
CUENTA	AÑOS										
	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
UTILIDAD NETA	\$ 109.692,00	\$ 125.336,90	\$ 143.213,17	\$ 163.639,06	\$ 186.978,20	\$ 213.646,10	\$ 244.117,54	\$ 278.934,98	\$ 318.718,29	\$ 364.175,72	\$ 416.116,56
(+) DEPRECIACION	\$ 23.678,00	\$ 27.055,09	\$ 30.913,84	\$ 35.322,96	\$ 40.360,92	\$ 46.117,42	\$ 52.694,96	\$ 60.210,61	\$ 68.798,20	\$ 78.610,59	\$ 89.822,48
(+) AMORTIZACION	\$ 1.762,00	\$ 2.013,31	\$ 2.300,46	\$ 2.628,56	\$ 3.003,46	\$ 3.431,83	\$ 3.921,30	\$ 4.480,58	\$ 5.119,62	\$ 5.849,81	\$ 6.684,15
(+) VALOR RESIDUAL	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 20.490,00
EFCF FLUJO DE CAJA	\$ 135.132,00	\$ 154.405,30	\$ 176.427,47	\$ 201.590,57	\$ 230.342,58	\$ 263.195,36	\$ 300.733,79	\$ 343.626,17	\$ 392.636,11	\$ 448.636,12	\$ 533.113,19

Tasa de crecimiento g	14,26%
Tasa de descuento WACC	15,49%
Número de periodos	10
Inversion inicial (patrimonio)	\$ 143.749,00
Valor de la empresa	\$ 1.279.906,74

ANEXO 7

PRECIOS DE CIERRE ACTIVOS DE RENTA VARIABLE CON FECHA 28/06/2013

PRECIO NACIONAL PARA RENTA VARIABLE							
Para el 28 de Junio - 2013							
Trimestre Móvil (Del 28 Marzo - 28 Junio 2013)							
EMISOR	BOLSA DE VALORES DE QUITO			BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL			PRECIO CIERRE NACIONAL
	# RUEDAS	PRESENCIA	PRECIO CIERRE (1)	# RUEDAS	PRESENCIA	PRECIO CIERRE(1)	
ALICOSTABK HOLDING	0	0,00%	*	31	48,44%	12,00	12,00
ALIMEC	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
BANCO AMAZONAS	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
BANCO BOLIVARIANO	1	1,56%	1,11	1	1,56%	1,10	1,10
BANCO COFIEC	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
BANCO DE GUAYAQUIL	11	17,19%	0,65	36	56,25%	0,74	0,74
BANCO PICHINCHA	12	18,75%	0,86	2	3,13%	0,84	0,86
BANCO PRODUBANCO	3	4,69%	1,15	0	0,00%	*	1,15
BANCO SOLIDARIO	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CEMENTO CHIMBORAZO (VN \$0.04)	1	1,56%	0,32	0	0,00%	*	0,32
CEMENTO CHIMBORAZO (VN \$0.004)	1	1,56%	*	0	0,00%	*	*
CENTRO GRAFICO	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CERRO ALTO FORESTAL	0	0,00%	*	2	3,13%	13,50	13,50
CERRO VERDE FORESTAL BIGFOREST	0	0,00%	*	3	4,69%	29,50	29,50
CEPSA	0	0,00%	*	1	1,56%	*	*
ECUA-LITE COMPAÑIA CERVECERA S.A	5	7,81%	43,00	5	7,81%	43,00	43,00
ECUA-LITE COMPAÑIA CERVECERA S.A - PREFERIDAS	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CIALCO	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CONCLINA CONJUNTO CLINICO NACIONAL	5	7,81%	1,86	3	4,69%	*	1,86
CONCLINA CONJUNTO CLINICO NACIONAL -PREFERIDAS	2	3,13%	2,00	0	0,00%	*	2,00
CONCLINA CONJUNTO CLINICO NACIONAL -PREFERIDAS	1	1,56%	5.850,00	0	0,00%	*	5.850,00
CORP.DESARROLLO M.S.HIPOTECAS CTH	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CORPORACION FAVORITA	62	96,88%	4,03	19	29,69%	4,02	4,03
CORPORACION MULTI BG	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CRIDESA	3	4,69%	4,90	0	0,00%	*	4,90
CYBERCELL	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
CYBERCELL - PREFERIDAS	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
DOLMEN	0	0,00%	*	2	3,13%	93,00	93,00
EL REFUGIO FORESTAL HOMEFOREST	0	0,00%	*	2	3,13%	24,00	24,00
EL SENDERO FORESTAL PATHFOREST	0	0,00%	*	1	1,56%	20,00	20,00
EL TECAL	0	0,00%	*	2	3,13%	34,00	34,00
ENERGY&PALMA ENERGOPALMA S.A	1	1,56%	*	0	0,00%	*	*
CONTINENTAL TIRE ANDINA	2	3,13%	1,00	0	0,00%	*	1,00
FIDEICOMISO MERCANTIL "GM HOTEL"	1	1,56%	3.950,00	13	20,31%	3.950,00	3.950,00
FIDEICOMISO TITULARIZACION "OMNI HOSPITAL"	0	0,00%	*	7	10,94%	6.000,00	6.000,00
FIDEICOMISO HOTEL CIUDAD DEL RIO	1	1,56%	4.500,00	15	23,44%	4.000,00	4.000,00
FONDO PAIS ECUADOR	1	1,56%	*	0	0,00%	*	*
HOLCIM ECUADOR VN 5.00	40	62,50%	65,25	7	10,94%	64,51	65,25
HOLCIM ECUADOR VN 0.50	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
HOLDING TONICORP	14	21,88%	5,00	18	28,13%	5,00	5,00
HOTEL COLON	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
INDUSTRIAS ALES	2	3,13%	1,59	0	0,00%	*	1,59
INDUSTRIAS GUAPAN	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
INVERSANCARLOS	6	9,38%	1,30	3	4,69%	1,30	1,30
LA CAMPIÑA FORESTAL STRONGFOREST S.A	0	0,00%	*	1	1,56%	27,00	27,00
LA COLINA FORESTAL HILLFOREST S.A	0	0,00%	*	1	1,56%	15,50	15,50
LA CUMBRE FORESTAL PEAKFOREST S.A	2	3,13%	12,00	58	90,63%	12,00	12,00
LA ESTANCIA FORESTAL FORESTEAD S.A	0	0,00%	*	1	1,56%	18,00	18,00
La Reserva Forestal (REFOREST) S.A	0	0,00%	*	2	3,13%	31,00	31,00
LA SABANA FORESTAL	0	0,00%	*	1	1,56%	14,50	14,50
LAFARGE CEMENTOS S.A	0	0,00%	*	0	0,00%	*	*
MERIZA	0	0,00%	*	1	1,56%	38,25	38,25
MUTUALISTA PICHINCHA - CERT. DE APORTACION	13	3,13%	100,00	0	0,00%	*	100,00
RETRATOREC	0	0,00%	*	8	12,50%	3,50	3,50
RIO CONGO FORESTAL	0	0,00%	*	2	3,13%	37,00	37,00
SOCIEDAD AGRICOLA E IND. SAN CARLOS	9	14,06%	1,30	7	10,94%	1,39	1,30
SUPERDEPORTE	0	0,00%	*	1	1,56%	*	*
TOTAL RUEDAS	64			64			

Las acciones se valoran con el último precio marcado en la Bolsa con mayor presencia bursátil en el último trimestre móvil (Del 28 Marzo - 28 Junio 2013)

(1) cierre al 28 de Junio 2013

* No Marcan Precio