

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



VALORACIÓN FINANCIERA IMPORTADORA MARVAL S.A.

TRABAJO DE TITULACION

Previa la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

GLENDIA ELIZABETH VALDIVIESO ULLOA

CESAR ALEJANDRO MARISCAL ZEBALLOS

Guayaquil – Ecuador

Julio - 2017

AGRADECIMIENTO

A Dios, por ser mi guía y darme la sabiduría y fuerza necesaria para cumplir mis metas.

A mis padres que a pesar de la distancia siempre cuento con su apoyo incondicional.

A mi familia por ser el impulso día a día a lo largo de toda la maestría.

Glenda Elizabeth Valdivieso Ulloa

A mi familia.

Cesar Alejandro Mariscal Zeballos

DEDICATORIA

*Como pilar fundamental en mi vida le doy gracias a Dios,
A mis abuelos que con su amor como padres supieron inculcar en mí el don de la
perseverancia.*

Glenda Elizabeth Valdivieso Ulloa

A mi familia.

Cesar Alejandro Mariscal Zeballos

TRIBUNAL DE GRADUACION



Ph.D. Katia Rodríguez

Presidente del Tribunal de Trabajo de titulación



M.Sc. María Elena Romero

Director del Proyecto



M.Sc. Alvaro Moreno

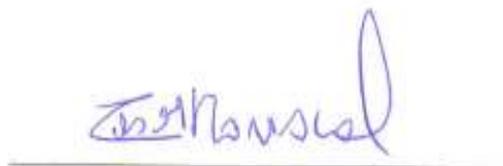
Revisor 1

DECLARACIÓN EXPRESA

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



GLENDIA ELIZABETH VALDIVIESO ULLOA



CESAR ALEJANDRO MARISCAL ZEBALLOS

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	i
DEDICATORIA.....	ii
TRIBUNAL DE GRADUACION.....	iii
DECLARACIÓN EXPRESA.....	iv
ÍNDICE GENERAL.....	v
ÍNDICE DE GRAFICOS.....	vii
ÍNDICE DE TABLAS.....	vii
RESUMEN EJECUTIVO.....	1
CAPÍTULO I MARCO REFERENCIAL	2
1 INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	2
1.1 RESEÑA HISTÓRICA	2
1.2. SITUACIÓN ORGANIZACIONAL.....	2
1.2.1 MISIÓN.....	2
1.2.2 VISIÓN.....	2
1.3. INSTALACIONES	2
1.4. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL.....	3
1.5. PRINCIPALES PRODUCTOS.....	4
1.6. ANÁLISIS FODA.....	6
1.7. RELACIÓN CON CLIENTES	8
1.8. OBJETIVOS	8
1.8.1 OBJETIVO GENERAL.....	8
1.8.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	9
CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO.....	9
2 REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	9
2.1.DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	9
2.2. OBJETIVOS DE LA VALORACIÓN.....	9
2.3. ANTECEDENTES VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	10
2.4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	13
2.5. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	14

2.5.1 MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL).....	14
2.5.1.1. VALOR CONTABLE	14
2.5.1.2. VALOR CONTABLE AJUSTADO O VALOR DEL ACTIVO NETO REAL....	14
2.5.1.3. VALOR SUSTANCIAL.....	15
2.5.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS	15
2.5.2.1. VALOR DE LOS BENEFICIOS. PER	15
2.5.2.2. VALOR DE LOS DIVIDENDOS	16
2.5.2.3. MÚLTIPLO DE LAS VENTAS	16
2.5.2.4. OTROS MÚLTIPLOS.....	16
2.5.3. MÉTODOS MIXTOS, BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL.....	16
2.5.4. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS.....	17
2.5.4.1. FLUJO DE CAJA LIBRE	20
2.5.4.2. EL FLUJO PARA LOS ACCIONISTAS.....	20
2.5.4.3. CAPITAL CASH FLOW.....	21
2.5.4.3.1. CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A TRAVÉS DEL FLUJO DE CAJA LIBRE.....	21
2.5.4.3.2. CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL CAPITAL CASH FLOW	22
2.5.5 FASES DE UNA VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS.....	22
2.6. EL RIESGO Y EL COSTO DE CAPITAL.....	23
2.7. CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM).....	24
2.8. COSTO DEL CAPITAL PROPIO.....	24
2.9. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL.....	25
2.10. BETA.....	26
CAPITULO III ANÁLISIS FINANCIERO Y VALORACIÓN DE MARVAL S.A.....	28
3.1. ANALISÍS FINANCIERO	28
3.2. EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES FINANCIEROS DE LA IMPORTADORA MARVAL S.A.....	29
3.3. RAZONES FINANCIERAS	31
3.4. PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS PARA LA ELABORACIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	38

3.5. CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO	43
CAPÍTULO IV VALORACIÓN DE LA IMPORTADORA MARVAL S.A.	46
4.1. CALCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA.....	46
4.2 ELABORACIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE	48
CAPÍTULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	50
5.1 CONCLUSIONES.....	50
5.2 RECOMENDACIONES	52
BIBLIOGRAFÍA	53

ÍNDICE DE GRAFICOS

Grafico 1 Local MARVAL S.A.	3
Grafico 2 Diferencia Balance Completo y Balance Financiero	19

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Detalle Locales comerciales MARVAL S.A.....	3
Tabla 2 Detalle de Línea de Productos MARVAL S.A.	4
Tabla 3 Detalle Líneas de Productos MARVAL S.A.....	5
Tabla 4 Detalle Líneas de Productos MARVAL S.A.....	6
Tabla 5 Objetivos Principales de la Valoración de Empresas	10
Tabla 6 Métodos de Valoración Empresas	12
Tabla 7 Ventajas y Desventajas Métodos de Valoración de Empresas.....	13
Tabla 8 Métodos De Valoración Mixtos	17
Tabla 9 Flujo de Caja y Tasa de Descuento	20
Tabla 10 Fases de la valoración por descuento de flujos	23
Tabla 11 Balance Patrimonial Importadora MARVAL S.A, 2013-2016.....	30
Tabla 12 Estado de Resultados Importadora MARVAL S.A, 2013-2016	31
Tabla 13 Ventas totales proyectadas	38
Tabla 14 Proyección depreciaciones	39
Tabla 15 Proyecciones gastos de viajes.....	39
Tabla 16 Proyecciones gastos de gestión	39
Tabla 17 Proyección suministros, materiales, herramientas y repuestos	40
Tabla 18 Proyección mantenimiento y reparaciones.....	40
Tabla 19 Proyección de seguros y reaseguros	40
Tabla 20 Proyección servicios públicos	41
Tabla 21 Proyección transporte	41
Tabla 22 Arriendos	41
Tabla 23 Proyección de arriendos	41

Tabla 24 Proyección salarios	42
Tabla 25 Proyección de inventarios, compras	42
Tabla 26 Proyección pagos intereses y capital- deudas adquiridas con anterioridad.....	42
Tabla 27 Proyección de Otros gastos	43
Tabla 28 Proyección del IVA que se carga al gasto	43
Tabla 29 Ajuste de Cobros y Pagos.....	48
Tabla 30 Flujo de Caja Libre	49

ABREVIATURAS

CRM	Administración Relación con el cliente
EVA	Valor Económico Agregado
PER	Ratio Precio Beneficio
BAIT	Beneficio antes de intereses e impuestos
EBITDA	Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de tesis presenta la valoración financiera de la Importadora Marval S.A.

Una realidad ecuatoriana a nivel de empresas medianas es la gestión financiera que suele realizarse de manera empírica, sin base en los conocimientos desarrollados en la teoría financiera. Un dato crucial para los proveedores de financiamiento de una empresa es el valor financiero de la misma. Básicamente responder cuál es el valor de la empresa expresándolo en términos monetarios a través del precio. Existen diversos métodos de valoración, teniendo cada uno de estas ventajas y desventajas, y no siendo todos conceptualmente válidos. La importadora MARVAL S.A. a pesar de tener más de 20 años de funcionamiento desconoce el valor financiero de la misma.

Para los inversionistas en un activo, sea este financiero o real, es de extrema importancia conocer el valor del mismo a la hora de comprar, vender, o determinar si las decisiones que se implementarán generarán valor o no. Debido al desconocimiento por parte de sus proveedores de capital y directivos del valor de MARVAL S.A., este estudio plantea desarrollar de forma rigurosa y utilizando una metodología apropiada para la valoración de la empresa considerando como horizonte de proyección el período 2017-2021, el resultado de dicha valoración servirá como información para la toma de decisiones de los inversionistas.

CAPÍTULO I MARCO REFERENCIAL

INFORMACIÓN DE LA EMPRESA

1.1 RESEÑA HISTÓRICA

MARVAL S.A. se dirige a un consumidor que es de carácter internacional y cosmopolita, atrayendo a gente de todas las edades.

La empresa planea seguir creciendo a nivel nacional y ampliando su variedad de productos, mediante convenio de licencias.

Hoy en día la marca es reconocida a nivel mundial por sus diseños, modelos exclusivos y de gran calidad enfocada en la vestimenta clásica del hombre que abarca ropa para niños, hombre, mujer, accesorios y zapatos.

MARVAL es una compañía ecuatoriana dedicada a la importación de productos terminados, la empresa se encuentra en el mercado ecuatoriano por más de 24 años.

1.2. SITUACIÓN ORGANIZACIONAL

1.2.1 MISIÓN

Ser la empresa de moda de mejor servicio.

1.2.2 VISIÓN

Ser la marca de moda de mejor posicionamiento en el mercado.

1.3. INSTALACIONES

En Ecuador, MARVAL S.A. tiene su oficina principal en el norte de la ciudad de Guayaquil, mantiene un total de 9 locales ubicados en los centros comerciales de mayor importancia, en las ciudades de Guayaquil, Quito y Manta. En la tabla 1 se indican la distribución geográfica y ubicación específica de los locales MARVAL S.A., en el gráfico 1 se observa el interior de una de sus tiendas.

Grafico 1 Local MARVAL S.A.



Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Tabla 1 Detalle Locales comerciales MARVAL S.A.

CIUDAD	UBICACIÓN
GUAYAQUIL	C.C. MALL DEL SOL
	C.C. RIOCENTRO CEIBOS
	C.C. RIOCENTRO ENTRERIOS
	C.C. SAN MARINO SHOPPING
	C.C. CITY MALL
QUITO	C.C. QUICENTRO
	C.C. SCALA
	C.C. SAN LUIS
MANTA	PASEO SHOPPING MANTA

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

1.4. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

Cada local cuenta con: 1 administrador, 1 sub administrador, 1 encargado, 5 vendedores promedio y 1 visual por tienda.

1.5. PRINCIPALES PRODUCTOS

MARVAL S.A. comercializa una línea completa de prendas de vestir tales como: chaquetas, pantalones, correas, carteras, corbatas y accesorios clasificados en 7 líneas de productos importados. En las tablas 2, 3 y 4 se detalla de manera general los productos que incluyen cada una de las líneas ofertadas por MARVAL S.A., en sus locales:

Tabla 2 Detalle de Línea de Productos MARVAL S.A.

Línea	Incluye	Foto
Junior Jeans	BLAZERS BLUSAS BUZOS CAMISETAS CHALECOS CHOMPAS CAMISAS M/C CAMISAS MANGA LARGA FALDAS JEANS JUMPER PANTALONES POLO SHORT SUETERS TRAJE DE BAÑO VESTIDOS	
Childrens	BLUSAS BERMUDAS BUZOS CAMISETAS CHALECOS CHOMPAS CAMISAS M/C CAMISAS M/L FALDAS GORRAS JEANS PANTALONES PANTALONETAS POLO SHORT SUETERS TRAJES TRAJE DE BAÑO VESTIDOS	
Footwear	BOTAS DEPORTIVOS SANDALIAS ZAPATOS ZAPATILLAS	

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Tabla 3 Detalle Líneas de Productos MARVAL S.A.

Línea	Incluye	Foto
Sportswear	BLAZERS BERMUDAS BUZOS CAMISETAS CHALECOS CHOMPAS CHAQUETAS CAMISAS M/C CAMISAS M/L GORRAS JEANS PANTALONES PANTALONETAS POLO SHORT SUETERS TERNO	
WomenSwear	BLAZERS BLUSAS BERMUDAS BUZOS CAMISAS CAMISETAS CHALECOS CHOMPAS CHAQUETAS CAMISAS M/C CAMISAS M/L FALDAS JEANS JUMPER PANTALONES POLO SHORT SWETERS TRAJE DE BAÑO VESTIDOS	
Men Jeans	BLAZERS BUZOS CAMISETAS CHALECOS CHOMPAS CHAQUETAS CINTURONES CAMISAS M/C CAMISAS M/L GORRAS JEANS PANTALONES PANTALONETAS POLO SHORT SUETERS	

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Tabla 4 Detalle Líneas de Productos MARVAL S.A.

Línea	Incluye	Foto
License	ARETES BIKINIS BILLETERAS BLAZER BOLSOS BOXERS BRASIERES BRAZALETES BUFANDA CAMISA DE VESTIR CARTERAS CAMISETAS CALZONCILLOS COVERTOR/COMP CINTURONES COVERTOR/IPAD CORBATAS ESTUCHE PARA CELULAR GAFAS LENTES LLAVEROS MALETA DE VIAJE MEDIAS MOCHILAS PANTALON PARAGUAS PIJAMAS PIJAMA SET PANTIES PULSERAS RELOJES SET PARA REGALO SWETER TERNO	

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

1.6. ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Trayectoria de la marca.
- Variedad y calidad de producto.
- Más de 24 años en el país y presente en los últimos 5 años en el top of mind en el público ecuatoriano.
- Se encuentra en el 3 nivel de recordación de marcas de ropa solo precedida por NIKE y ADIDAS, investigación realiza por la revista VISTAZO.

- Número 16 entre las 100 mejores marcas de todos los segmentos de producto.
- 4.198 m² de exhibición en 10 tiendas exclusivas ubicadas en Guayaquil, Quito y Manta.
- Ropa, zapatos, carteras y accesorios para toda la familia Hombre, Mujer, jóvenes y niños.
- Modelos exclusivos.
- Cuatro colecciones al año.
- Variedad de modelos y colores.
- Diseños modernos y creativos.
- Excelente servicio al cliente.
- Garantía permanente del producto.
- Asesoría de imagen y moda.
- Servicio de sastrería gratis.
- Ubicación en los mejores y más cómodos centros comerciales.
- Excelente precios y programa puntual de ofertas.
- Lealtad de nuestros clientes por durabilidad de muchos años de nuestro producto.
- Confianza y apoyo de nuestro proveedor como respuesta a los 24 años de relación comercial absorbiendo el incremento de los aranceles.
- Consumidores leales a la marca

OPORTUNIDADES

- Al ser una marca posicionada en el mercado y de excelente aceptación se pueden abrir más locales para abarcar más zonas en el país.
- Utilizar los medios virtuales para incrementar las ventas a través de una tienda virtual.
Incrementar los ingresos mediante promociones en días especiales de compras.
- Incrementar tiendas Outlet para vender ropa de temporadas anteriores.
- La marca tiene un estilo perdurable y actualizado que le da a cada uno su propio estilo personal.
- Es considerada ropa clásica, moderna.

- Implementación de programa de CRM¹.

DEBILIDADES

- No cuentas con ventas vía web.
- Al ser mercadería importada tiene afectación arancelaria.
- Por su calidad tiene un segmento de precios altos entre 70 y 100 dólares.

AMENAZAS

- Ofertas en la competencia.
- Ingresos de nuevas marcas en el mercado.
- Incremento de medidas arancelarias
- Limitación en medios impresos.

1.7. RELACIÓN CON CLIENTES

La empresa cuenta con base de datos formada por correos o números telefónicos de los clientes, esto sirve para enviar noticias acerca de la marca como por ejemplo: nuevas colecciones.

1.8. OBJETIVOS

1.8.1 OBJETIVO GENERAL

Valorar financieramente la Importadora MARVAL S.A.

¹ Proviene de las siglas en inglés *Customer Relationship Management* siendo un modelo de gestión de administración basada en la relación con los clientes.

1.8.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Identificar los principales métodos de valoración de empresas, sus características, ventajas, desventajas y aplicar el que mejor se acople a la realidad de la Empresa.
- Analizar la evolución de los indicadores financieros de la importadora Marval S.A. de los últimos cuatro períodos.
- Proyectar las cuentas necesarias para la elaboración de los flujos de caja así como el cálculo del valor residual de la compañía.
- Proyectar el flujo de caja de MARVAL para el período 2017-2021.
- Determinar la tasa de descuento para descontar los Flujos de caja.

CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO

REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1. DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Entender cómo se determina una valoración financiera y las fuentes del mismo es fundamental. Todo activo tiene valor. La literatura remarca que no debe confundirse el valor con el precio (Fernández, 2008).

La valoración de una empresa consiste en establecer el valor de la misma expresándolo en un precio y determinarlo a través del análisis de distintos aspectos financieros de la empresa según el método aplicado.

Si bien la valoración es un juicio humano y está presente la percepción de quien valora, no debería basarse la valoración sólo en esta percepción, (Fernández, 2008).

2.2. OBJETIVOS DE LA VALORACIÓN

Fernández (2014) una valoración tiene los siguientes propósitos los mismos que se detallan en la siguiente tabla:

Tabla 5 Objetivos Principales de la Valoración de Empresas

Operaciones de compra venta:	En el caso del comprador le muestra el máximo precio a pagar y para el vendedor el mínimo precio por vender.
Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:	Para conocer el valor de la acción y comparar con las acciones que cotización el mercado.
Salidas a bolsa:	Sirven para comparar el precio de las acciones que se ofrecen al público.
Herencias y testamentos:	Especifica el valor del activo.
Sistemas de remuneración basados en creación de valor:	Para cuantificar el valor aplicable a cada directivo.
Identificación y jerarquización de los impulsores de valor:	Determinar lo que genera valor o no.
Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:	Ayuda en la toma de decisión en caso de crecer, vender o fusión.
Planificación estratégica:	Para reconocer que genera valor, medir el impacto de las estrategias aplicadas en la empresa en crear o no valor.

Fuente: Métodos de Valoración y Creación del Valor, Fernández.2002.

Editado por: Los Autores

2.3. ANTECEDENTES VALORACIÓN DE EMPRESAS

La globalización ha producido que las empresas nacionales y extranjeras de manera imprescindible adapten su estrategia a las nuevas necesidades de crecimiento estratégico, fortalecimiento y adquisición de ventaja competitiva en el mercado. Esta afirmación puede ser observada a través de los ejemplos de empresas que; en un lapso corto de tiempo pasaron de tener una representación y posicionamiento importantes a reducirse o incluso desaparecer en el mercado, debido principalmente a problemas derivados de la ausencia de recursos como capital de trabajo que les permita ser competitivos frente al resto del sector. (Paredes, 2014)

Como respuesta a estos problemas, las empresas medianas y pequeñas requieren ajustar su cultura organizacional, su plan estratégico así como su manejo financiero, por lo tanto para gestionar adecuadamente sus finanzas se hacen uso de ciertas herramientas que les permita asegurar su estabilidad así como crecer. (Jimenez, 2013). Dentro de las estrategias implementadas esta la realización de alianzas estratégicas, fusión de empresas incluso absorción, esto con el objetivo de aumentar su capacidad de apalancamiento, disminuir costos así como la aplicación de recursos tecnológicos y logísticos que les permita abaratar costos y ultimadamente ofrecer un producto que sea más atractivo a los clientes.

Para poder tomar alguna de las decisiones mencionadas anteriormente, es necesario que los accionistas y alta dirección conozcan el valor real de su empresa, ya que eso les permitirá escoger el camino que financiera y estratégicamente resulte más conveniente así como darles la oportunidad de plantear negociaciones que resulten beneficiosas para su empresa, teniendo en consideración todos los aspectos posibles y sus consecuencias. (Cortez, 2013)

En ello radica el conocer las técnicas de valorización posibles, permitiendo a las empresas contar con todos los criterios necesarios para que la toma de decisiones de estas empresas resulte acertada no solo para los accionistas sino para sus empleados, proveedores, clientes y demás partes relacionadas.

La bibliografía referente a valoración de la empresa utilizando la técnica del descuento de flujos varía según los diferentes autores. Se menciona de manera general los autores más relevantes en el tema, sin embargo la tesis será desarrollada de acuerdo al método publicado por Fernández en su libro “métodos de valoración de empresa”.

En el primer caso (Gordon & Shapiro, 1997), indicaban en su modelo de dividendos crecientes a tasas constantes que: “...El valor actual neto de un flujo de efectivo que crece a la tasa g descontado a la tasa k es: $VAN_0 = F_1 / (k-g)$.”, sin embargo el mencionado modelo, al asignar una tasa constante (g), era aconsejado únicamente para empresas con bajo crecimiento y constante en un periodo largo de tiempo.

Para (Modigliani-Miller, 2015), quienes desarrollaron la base para el pensamiento moderno en cuanto a la estructura del capital, se concentraron en cambio, en efecto que tiene el apalancamiento, como factor a considerar en el cálculo del valor de la empresa, planteando las siguientes dos proposiciones:

El valor de la empresa es independiente del endeudamiento cuando no existen impuestos, en el caso de existir impuestos el valor depende del apalancamiento debido al ahorro en el pago de impuestos por los intereses devengados.

El rendimiento esperado por parte de los accionistas incrementa en proporción

directa con el endeudamiento a valor de mercado cuando no existen impuestos.

Es decir:

$E_0 + D_0 = V_u + DT$, Donde DT es el incremento de valor debido al apalancamiento (ahorro en impuestos por los intereses).

Finalmente (Damodaran, 1994) establecía una relación entre las tres “betas”: la apalancada, la de los activos y de la deuda (que ya había sido desarrollada por el modelo de Modigliany-Miller), y plantea que: si todo el riesgo² del negocio es soportado por las acciones, la fórmula es como sigue a continuación:

$B_1 = B_u + (D/E) B_u (1-T)$ Donde (B_1) es la beta apalancada que se relaciona con la beta de los activos (B_u).

El método de flujo de fondos, es el método más utilizado debido a que en su aplicación se considera el flujo de caja de la empresa siendo la principal variable que analiza un inversionista o prestamista a la hora de tomar una decisión. En la siguiente tabla se detalla los métodos de valoración:

Tabla 6 Métodos de Valoración Empresas

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS GOODWILL	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor Contable	Multiplos	Clasico	Free Cash Flow	EVA	Black y Scholes
Valor Contable Ajustado	Beneficios:PER	Union de Expertos	Cash flow acciones	Beneficio Economico	Opcion de Invertir
Valor de liquidacion	Ventas	Contable Europeos	Dividendos	Cash Value Added	Ampliar el proyecto
Valor Sustancial	Ebitda	Renta abreviada	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar la Inversion
Activo Neto Real	Otros Multiplos	Otros	APV		Usos alternativos

Fuente: Métodos de Valoración y Creación del Valor, Fernández.2002.

Editado por: Los Autores

Adicionalmente (Fernandez, 2002) indica en su literatura que los métodos de creación de valor con los que se listan a continuación:

- EVA
- Beneficio Económico
- Cash Value Added

² Riesgo: Probabilidad que un evento pueda producirse.

Así como los Métodos de opciones:

- Black y Scholes³
- Opciones de Inversión

2.4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

En la siguiente tabla se detalla las principales ventajas y desventajas de los métodos de valoración de empresas expuestos.

Tabla 7 Ventajas y Desventajas Métodos de Valoración de Empresas

MÉTODO	VENTAJAS	DESVENTAJAS
Múltiplos	Facilidad de cálculo Considera valoraciones de mercado	No considera el desenvolvimiento futuro de la empresa en lo referente a crecimiento, rentabilidad y riesgo. Si el mercado está sobre o subvaluando la empresa, este método también lo hará. El valuador por elegir el múltiplo y la empresa que más le convenga para llegar a un resultado deseado.
Opciones Reales	Permite valorar empresas con posibilidades de adoptar diferentes decisiones en el futuro. Mayor posibilidad de plantear distintos escenarios.	Es complementario al método de Flujo de caja descontado.
Flujo de Caja Descontado	Considera las perspectivas de la empresa Mide el valor a través de una medida objetiva como es el flujo de caja Considera el valor del dinero en el tiempo Considera el nivel de riesgo de la empresa o proyecto.	Dificultad para estimar las tasas de descuento. Diferentes valores estimados según las percepciones de cada evaluador.

Fuente: Métodos de Valoración y Creación del Valor, Fernández.2002.

Editado por: Los Autores

Siguiendo a Fernández (2008), existen dos métodos conceptualmente válidos: El Descuento de Flujos de Cajas y el Valor de Liquidación. El primero debe ser utilizado si la empresa que se valora continuará operando, y el segundo cuándo se liquidará la empresa, vendiendo los activos al precio de mercado y cancelando las deudas.

³ Es una ecuación usada en matemática financiera para determinar el precio de determinados activos financieros. <http://ww38.jeremyganem.cluhost.info/2013/02/online-black-scholes-pricing/>

2.5. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN

2.5.1 MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)

Este método toma como insumo el valor de los activos y del patrimonio del balance de la compañía, teniendo como desventaja que es un análisis estático, que no considera el valor del dinero en el tiempo y que es susceptible de verse afectado por artificios contables.

Los métodos se basan en establecer el valor de la empresa mediante la estimación de su valor patrimonial, considerando que, el valor principal de una empresa está en el balance, principalmente en sus activos. Un argumento en contra de este tipo de método, es que no considera factores como el valor del dinero en el tiempo, los cambios estratégicos de la empresa así como variables macroeconómicas que impactan directamente en la gestión de la empresa, por lo tanto en su balance general. (Serer, 2005)

Dentro de esta clasificación se mencionan: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

2.5.1.1. VALOR CONTABLE

El valor contable toma como referencia el monto del patrimonio que figura en el balance de la empresa, estando sujeto a la diversidad de criterios contables para reflejar el valor del patrimonio, adicionalmente tiene como desventaja que no considera la expectativa futura del desenvolvimiento financiero de la empresa, el cual es un factor fundamental al momento de decidir la compra de una acción y por ende al afectar la demanda de esta acción afecta a su precio, de esta manera afecta el valor de la empresa.

2.5.1.2. VALOR CONTABLE AJUSTADO O VALOR DEL ACTIVO NETO REAL

Este método es considerado uno de los más utilizados haciendo uso de la valoración patrimonial. (Fernandez, 2002). Como argumento en contra, se observa que su aplicación considera exclusivamente criterios contables en la valoración, sin embargo este análisis consigue un resultado parcial ya que cuando los valores del activo y pasivo se ajustan al valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado.

2.5.1.3. VALOR SUSTANCIAL

Este método funciona asumiendo la continuidad de la empresa y dentro de sus criterios incluye el valor de reposición de los activos, sin embargo el método no incluye dentro de su cálculo los bienes que no sirven para la explotación (ej: terrenos sin utilizar, acciones en otras empresas, etc.)

Se suelen distinguir clases de valor sustancial:

- Valor sustancial bruto: Valor del activo a precio de mercado
- Valor sustancial neto o activo neto corregido: Valor sustancial bruto menos el pasivo exigible
- Valor sustancial bruto reducido: Valor sustancial bruto menos el valor de la deuda sin coste

2.5.2. MÉTODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Estos métodos de manera general intentan establecer el valor de la empresa mediante el volumen de ventas, nivel de sus bienes, así como el uso de indicadores. Este método considera, para empresas del sector industrial, realizar mediciones respecto a su capacidad productiva anual (proyección de sus ventas) por un coeficiente (múltiplo). (Fernandez, 2002)

2.5.2.1. VALOR DE LOS BENEFICIOS. PER⁴

Este método utiliza como referencia el Precio y la Utilidad de otras empresas para definir el ratio que relaciona estas variables y luego multiplicarlo por el beneficio de la empresa para obtener el precio de las acciones decir:

Valor de las acciones = PER x beneficio

En Ecuador este tipo de valuación puede no ser muy práctica, considerando que este método es usado especialmente para las empresas que cotizan en bolsa). (Valls, 2001)

⁴ Price earnings ratio PER es la referencia en los mercados Bursátiles.

2.5.2.2. VALOR DE LOS DIVIDENDOS

En este método consiste en traer a valor presente el flujo proyectado de dividendos a distribuir por la empresa.

En el caso de las empresas, cuyos dividendos son repartidos de manera constante todos los años el valor puede ser expresado mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la acción} = DA / K_e$$

Siendo:

DA= Dividendo por acción distribuido por la empresa

K_e = Rentabilidad Requerida a las acciones

2.5.2.3. MÚLTIPLO DE LAS VENTAS

Este método utiliza como referencia el Precio y las ventas de otras empresas para definir el ratio que relaciona estas variables y luego multiplicarlo por las ventas de la empresa para obtener el precio de las acciones.

2.5.2.4. OTROS MÚLTIPLOS

Adicionalmente existen otros métodos los cuales son:

- Valor de la empresa / beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)
- Valor de la empresa / beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA)
- Valor de la empresa / Flujo de caja operativo
- Valor de las acciones / Valor contable

2.5.3. MÉTODOS MIXTOS, BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL

Este tipo de métodos mixtos consideran el factor múltiplos, y para eso es necesario

contar con información íntegra y disponible de empresas que puedan ser sujeto de comparación, situación que dependiendo del tipo de empresa, puede resultar no ser tan práctico. (Damodaran, 1994)

El fondo de comercio son los activos intangibles de una empresa lo cual se deben considerar cuando se valora la misma, en la siguiente tabla podemos observar los diversos cálculos que incluye los activos netos (A) y el fondo de comercio:

Tabla 8 Métodos De Valoración Mixtos

	Valor de la empresa
Método de valoración "Clásico"	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, ó $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = Valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = Facturación B = Beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método de la UEC	Si se despeja $V = A + a_n (B - iV)$, se obtiene: $V = [A + a_n \times B] / (1 + i a_n)$
Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo 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 o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $A_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) se suele denominar <i>superbeneficio</i> .
Método indirecto o método "de los prácticos"	$V = (A + B/i)/2$ que también pueden expresarse como $V = A + (B - iA) / 2i$ i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de los beneficios.
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA) / t_m$ La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m (B - iA)$ El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5, i es el tipo de interés a largo plazo.
Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo	$V = A + (B - iV)/t$ despejando $V = (A + B/t) / (1 + i/t)$ i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; 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. Es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.

Fuente: (Fernandez, Métodos de Valoración y creación del Valor, 2002)

Editado por: Los Autores

2.5.4. MÉTODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS

Los métodos basados en los descuentos de flujo de caja consideran la proyección de los mismos en un horizonte de tiempo y el riesgo asociado a estos, expresados mediante una tasa de descuento.

Este descuento de los flujos constituye el único método de valoración que considera de manera conceptual todos los elementos: bajo la premisa de continuidad de la

operación de la empresa el mejor método para valorar las acciones debe considerar el flujo que se genere. (Fernandez, 2002)

Este método es basado en el pronóstico periódico, minucioso y metódico, de cada una de las partidas financieras (básicamente operativas) sujetadas a la generación del flujo de efectivo.

Entre ellas podemos mencionar: ventas, junto a su gestión de cobranza; costos de mano de obra, de materias primas, administrativos, etc., así como la devolución de ventas, considerando el enfoque conceptual es análogo al de un presupuesto de tesorería.

En la valoración por descuentos de flujos se debe determinar una tasa de descuento que represente el riesgo propio de este flujo y el costo de oportunidad por invertir en la empresa a valorar.

La fórmula general para el método de descuento de flujos es la siguiente:

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

Siendo:

CF_i = Cash Flow o Flujo de Caja generado por la empresa en el periodo i ;

VR_n = Valor residual de la empresa en el año n ;

K = Tasa de descuento

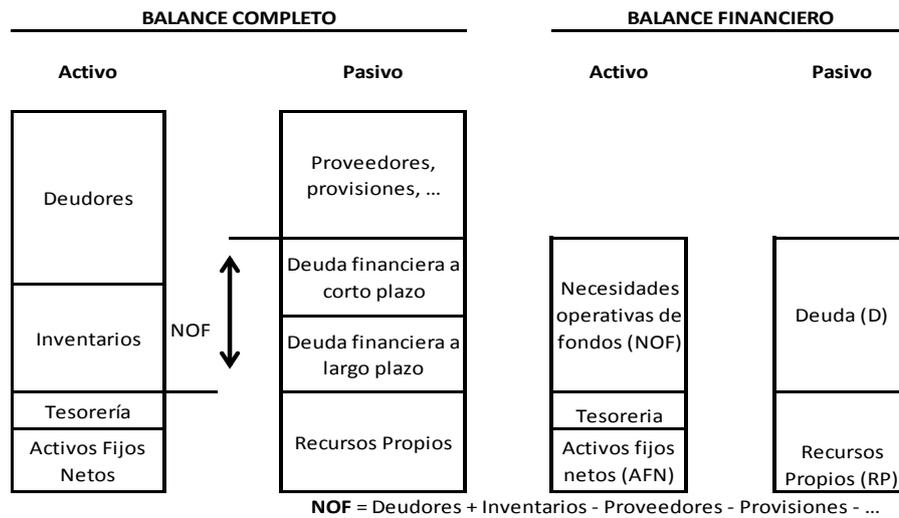
El valor residual considera el flujo futuro posteriores al periodo de evaluación.

Para calcular el valor residual se considera que posterior al último periodo de evaluación, el flujo de caja crecerá a una tasa constante g aplicando la siguiente fórmula:

$$VR_n = CF_i (1+g) / (K-g).$$

El gráfico 2 se muestra la diferencia entre el balance contable (completo) de la empresa y el balance financiero. Cuando nos referimos al activo de la empresa (financiero), consideramos únicamente el activo total menos la financiación espontánea (en general, proveedores, acreedores...).

Grafico 2 Diferencia Balance Completo y Balance Financiero



Fuente: (Fernandez, Métodos de Valoración y creación del Valor, 2002)
 Editado por: Los Autores

Previo al desarrollo de la valoración de la empresa como tal es importante considerar los distintos tipos de flujos que pueden considerarse para la valoración. En el cuadro siguiente se muestra su respectiva tasa de descuento. Los tres flujos que más se utilizan son (Fernández, 2008):

- Flujo de Fondo libre
- Flujo para los accionistas y
- Flujo de la deuda.

El flujo de la deuda (CFD) considera los intereses y el capital a devolver y lo descuenta a la tasa de rentabilidad requerida a la deuda como una aproximación suficientemente buena y rápida al valor de mercado.

Para entender adecuadamente el manejo de dichos conceptos en la tabla 9 se clasifican aquellos que pertenecen al flujo de fondos y aquellos que están relacionados con la tasa de descuento apropiada.

El flujo de fondos libre (FCF) permite obtener el valor total de la empresa esto es el

valor de la deuda más el valor de las acciones.

El flujo para los accionistas (CFacc) descontado a la tasa apropiada, da como resultado el valor de las acciones.

Tabla 9 Flujo de Caja y Tasa de Descuento

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
CCF. Capital cash flow	WACC. antes de impuestos

Fuente: (Fernandez, Métodos de Valoración y creación del Valor, 2002)

Editado por: Los Autores

2.5.4.1. FLUJO DE CAJA LIBRE

El flujo de caja libre o llamado también free cash flow (FCF), asume que la empresa se financia con capital propio, es decir no considera que exista deuda en la estructura de capital, por lo cual no hay pago por intereses y por amortización de los préstamos.

Este flujo se base en los pagos y cobros de la empresa, con las necesidades de inversión de activos fijos y aumento del capital de trabajo.

2.5.4.2. EL FLUJO PARA LOS ACCIONISTAS

El flujo para los accionistas (CFacc) se obtiene restando del flujo de caja libre los pagos por interés y amortización de préstamos así como los ingresos por nuevos préstamos, este flujo da como resultado el dinero disponible para los accionistas una vez que se cubrió las necesidades de capital de trabajo, de inversión en activos fijos y de pagos relacionados con la deuda.

Se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

$$\text{CFac} = \text{FCF} - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos para los accionistas. Este cash flow supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada periodo, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que se distribuye a los accionistas en forma de dividendos o como recompra de acciones.

Al determinar el valor presente del flujo para los accionistas se debe considerar la tasa de rentabilidad exigida de los mismos mediante el modelo del (K_e).

2.5.4.3. CAPITAL CASH FLOW

Se compone de la suma del flujo de caja de la deuda y el flujo de caja de los accionistas.

Por tanto:

$$\text{CCF} = \text{CFac} + \text{CFd} = \text{CFac} + I - \Delta D \qquad I = D \cdot K_d$$

2.5.4.3.1. Cálculo del valor de la empresa a través del Flujo de Caja Libre

Para el cálculo del valor de la empresa mediante el flujo de caja libre se descuenta utilizando como tasa el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).

Quedando expresado de la siguiente manera:

$$E + D = \text{valor actual [FCF; WACC]}, \quad \text{donde } \text{WACC} = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

Siendo:

FCF= Flujo de Caja Libre

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 a la deuda.

T = Tasa impuesto

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

El WACC considera la tasa de rentabilidad exigida a la deuda y las acciones las pondera por la participación de estas fuentes de financiamiento en la estructura de capital.

2.5.4.3.2. Cálculo del valor de la empresa a partir del capital cash flow

Según este modelo, el valor de la empresa (valor de mercado de sus recursos propios más el valor de mercado de su deuda) es igual al valor actual de los capital cash flows (CCF) descontados a la rentabilidad exigida ponderada antes de impuestos (WACCBT): $E + D = \text{valor actual [CCF; WACCBT]}$, donde:

$$\text{WACCBT} = E K_e + D K_d \quad E + D \text{ CCF} = \text{CFac} + \text{CFd}$$

2.5.5 FASES DE UNA VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS

Podemos observar en la siguiente tabla las fases de la valoración por descuento de flujos y los aspectos críticos para realizar una buena valoración:

Tabla 10 Fases de la valoración por descuento de flujos

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector	
A. Análisis financiero	B. Análisis estratégico y competitivo
Evolución de: Cuentas de resultados y balances flujos generados inversiones financiación de la empresa Análisis de la salud financiera Ponderación del riesgo del negocio	Evolución del sector Análisis de las personas: directivos y empleados Evolución de la posición competitiva de la empresa Identificación de la cadena de valor Posición competitiva de los principales competidores Identificación de los inductores de valor (<i>value drivers</i>)
2. Proyecciones de los flujos futuros	
A. Previsiones financieras	B. Previsiones estratégicas y competitivas
Cuentas de resultados y balances Flujos generados Inversiones Financiación Valor residual o terminal Previsión de varios escenarios	Evolución del sector y de la posición competitiva de la empresa y de los competidores
	C. Consistencia de las previsiones de flujos
	Consistencia financiera entre las previsiones Comparación de las previsiones con las cifras históricas Consistencia de los flujos con el análisis estratégico
3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos	
Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos	
4. Actualización de los flujos futuros	
Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones.	
5. Interpretación de resultados	
Benchmarking del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.	

Fuente: (Fernandez, Métodos de Valoración y creación del Valor, 2002)

Editado por: Los Autores

2.6. EL RIESGO Y EL COSTO DE CAPITAL

Se puede entender el riesgo como la diferencia entre el resultado obtenido y el planeado. Tanto por encima o por debajo de lo proyectado. A mayor riesgo el inversor deseará una mayor rentabilidad. La tasa de descuento refleja el grado de riesgo de los flujos de caja estimados, esta será más alta para flujos con mayor riesgo y menor para flujos más seguros.

El Costo de Capital es el costo de oportunidad de invertir en un proyecto específico, o sea es la rentabilidad que se deja de obtener por no invertir en un proyecto de similar riesgo. La razón para su estimación es reflejar el costo de las fuentes de recursos utilizadas para financiar el proyecto: recursos propios y deuda.

Existen distintos modelos para estimar el costo de los recursos propios, que es la

rentabilidad exigida por los accionistas, como lo son: el CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM), el modelo Multifactorial, el modelo de Arbitraje. El más utilizado es el CAPM (CAPITAL ASSET PRINCING MODEL).

2.7. CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

El CAPM plantea que la rentabilidad exigida a un activo debe estar en función de su riesgo sistemático, representado por β (Beta).

Supuestos del modelo:

- No hay costos de transacción.
- Todos los activos se negocian y son perfectamente divisibles y líquidos.
- No existen impuestos.

Todos acceden a la misma información (No se encuentran activos sobre o sub valorados).

Expectativas homogéneas sobre la media, varianza y covarianza de todos los activos.

Todos los inversionistas pueden prestar y pedir prestado a la tasa libre de riesgo en una cantidad ilimitada.

2.8. COSTO DEL CAPITAL PROPIO

El Costo patrimonial estimado se puede expresar:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Dónde:

$E(R_i)$ = Retorno esperado del activo i

R_f = Tasa libre de riesgo de la economía.

$E(R_m)$ = Retorno esperado del portafolio de mercado.

β_i = Beta, riesgo sistemático de las acciones de la empresa.

$$Beta = \frac{\text{Covarianza del retorno del activo con el retorno del portafolio de mercado}}{\text{Varianza del portafolio de mercado}}$$

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

El activo libre de riesgo se define como el activo que genera una rentabilidad con certeza para el horizonte del tiempo de análisis.

El premio al riesgo, es el premio exigido por los inversores por invertir en el portafolio de mercado, el cual incluye todo los activos riesgosos en el mercado.

El beta mide el riesgo agregado por un activo a un portafolio de mercado, y se interpreta como la sensibilidad del retorno del activo a movimientos en el retorno del mercado. Una beta de 2.00 para un activo significa que si el exceso de retorno de mercado ($E(R_m) - R_f$) es del 10%, entonces se espera que en promedio el exceso de retorno de la acción sea del 20%.

Para el caso de países emergentes se suele hacer un ajuste por riesgo país:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f) + \text{Spread}$$

Se utiliza como tasa libre de riesgo la tasa de un bono cero cupón de EEUU con el mismo plazo que el período de evaluación. Como prima de riesgo de mercado se considera la prima de EEUU y el spread se calcula como la diferencia entre el rendimiento en bonos locales versus Bonos de EEUU, se asume que esta diferencia de tasas capta el riesgo país.

2.9. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

El Costo Promedio Ponderado de Capital es el rendimiento mínimo que una empresa debe obtener para cumplir con las exigencias de todos sus inversionistas. Los insumos fundamentales del CPPC son: el rendimiento exigido por los accionistas K_e , el costo de la deuda y de las acciones preferentes. El costo de capital promedio ponderado se forma por el costo de cada uno de estos rubros, ponderados por el porcentaje de participación dentro de la estructura de capital.

$$\text{CPPC} = (E / (D+E)) * K_e + (D / (D+E)) * K_d * (1-T_c)$$

Donde E es el valor de mercado del capital propio y D es el valor de la deuda y T_c es la

tasa tributaria de la compañía. Si la empresa se financia enteramente con capital propio el CPPC es igual al Ke.

2.10. BETA

En el modelo CAPM el beta de una inversión es el riesgo que agrega dicha inversión en el portafolio de mercado. Hay tres formas de calcular este valor: el histórico, el análisis de las características fundamentales de la empresa y la tercera es utilizando datos contables.

El método convencional para estimar el beta es mediante la regresión de los retornos de activo (R_a) y los retornos del portafolio de mercado (R_m).

$$R_a = a + \beta R_m + \xi$$

a = Intercepto

$$\beta = \text{Pendiente de la regresión} = \frac{\text{Cov}(R_a, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

La Beta (β) mide el riesgo sistemático del activo, el cual no es diversificable. Una beta de por ejemplo 2, indicaría que para un retorno del mercado del x%, el retorno del activo sería de 2* x%, en promedio.

Si la empresa transa continuamente acciones en la bolsa, se puede calcular el beta mediante el método de regresión. Sin embargo esto tiene ciertos inconvenientes, como la elección del índice de mercado, el período de medición del mismo (diario, semanal, etc), refleja el apalancamiento financiero, operativo y el mix de negocios durante el período de la regresión y no sobre la situación actual. Además, estas betas tienen un error estándar alto, con lo cual la precisión de la estimación es baja.

Si la empresa no transa en bolsa, se puede tomar betas de empresas que sí transen y que tengan el mismo giro de negocio. Las betas tomadas como referencia deben ajustarse a las características de la empresa a valorar. El modelo de Hamada para apalancar y desapalancar betas es el siguiente:

$$\beta_P^{e/d} = \beta_P^{s/d} \left[1 + (1 - T_c) \frac{D}{P} \right]$$

$\beta \frac{c/d}{p}$ = Es el riesgo sistémico de la empresa considerando el grado de apalancamiento financiero (Beta apalancada).

$\beta \frac{s/d}{p}$ = Es el riesgo sistémico de una empresa sin deuda. Mide el riesgo que proviene del giro del negocio (Beta desapalancada).

D = La deuda valorada a precio de mercado

P = El patrimonio valorado a precio de mercado

Tc = La tasa impositiva

Buscando una beta referencial promedio de las empresas que operan en la industria de la empresa a valorar, así como la estructura de endeudamiento promedio (D/P), y la tasa impositiva promedio se realiza el desapalancamiento de la beta referencial y se apalanca para la estructura de apalancamiento financiero y la tasa impositiva que enfrente la empresa.

$$\beta \frac{s/d}{p} = \frac{\beta \frac{c/d}{p}}{[1 - (1 - T_c) \frac{D}{P}]}$$

Con la fórmula anterior se desapalanca la beta promedio de la industria como se señaló.

Los ajustes en la beta se hacen debido a que el nivel de endeudamiento en el periodo utilizado para hacer la regresión no es necesariamente el nivel de endeudamiento en el período de valoración, el nivel de endeudamiento de las empresas de referencia no es necesariamente el mismo que el de la empresa a valorar.

CAPITULO III ANÁLISIS FINANCIERO Y VALORACIÓN DE MARVAL S.A.

3.1. ANALISÍS FINANCIERO

En el presente capítulo se aborda el análisis financiero y valoración de MARVAL S.A. donde contiene el análisis de la evolución de los indicadores financieros de la importadora MARVAL S.A de los años 2017-2021, la proyección de las cuentas necesarias para la elaboración de los flujos de caja, así como el cálculo del valor residual de la compañía, además de la propia proyección del flujo de caja para el período 2017-2021, también incluye la determinación de la tasa de descuento para descontar los Flujos de cajas.

Los métodos empleados fueron el analítico-sintético e inductivo-deductivo y descriptivo. El enfoque realizado es mixto es decir cuantitativo y cualitativo que permiten explicar los datos, la evolución y características de la muestra que se investiga.

Es bueno enfatizar, que existen diferentes métodos y enfoques para realizar un análisis financiero y la valoración de una empresa que de alguna manera fueron utilizados para el desarrollo de esta investigación.

Según Estay (2011) existen tres enfoques alternativos de valoración de empresas:

Enfoque de Costo:	Enfoque de Mercado:	Enfoque de Ingreso:
<input type="checkbox"/> El inversionista prudente no pagaría por un activo mas que su costo de reposición o de producción.	<input type="checkbox"/> Se estima el valor de la empresa en función de lo que otros compradores han pagado por empresas que pueden similares o comparables	<input type="checkbox"/> Se basa en el análisis del flujo de caja descontado.
<input type="checkbox"/> Se vincula en mayor medida con métodos contables.	<input type="checkbox"/> Se relaciona al método de valoración por múltiplos comparables.	<input type="checkbox"/> Método financiero por excelencia.

Fuente: (Estay G, 2011)
Editado por: Los Autores

3.2. EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES FINANCIEROS DE LA IMPORTADORA MARVAL S.A

Para poder determinar la evolución de los indicadores financieros de la importadora MARVAL S.A, se realizará su análisis financiero, técnica de evaluación del comportamiento operacional, con la que se obtuvo su diagnóstico situacional, utilizado para su predicción futura a través de diversas técnicas.

Dentro de las herramientas de análisis financiero se pueden encontrar los siguientes análisis: el comparativo, de tendencias, de estados financieros proporcionales, de indicadores financieros y análisis especializados como el estado de cambios de la situación financiera y el estado de flujos de efectivo. A continuación, se muestra los Estados de Situación y de Resultados, que sirven de referencia histórica para el cálculo de los índices de liquidez, solvencia y gestión en cuatro años anteriores a la realización de la investigación, es decir 2013 al 2016, para tener una idea de cómo fue el comportamiento de la empresa en ese período.

Tabla 11 Balance Patrimonial Importadora MARVAL S.A, 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
ACTIVO CORRIENTE				
CAJA-BANCOS	\$ 634.016,89	\$ 1.271.477,37	\$ 639.832,58	\$ 868.713,94
CTAS Y DOC. POR COBRAR NO RELAC.	\$ 2.047.036,28	\$ 3.339.858,03	\$ 4.566.234,81	\$ 3.384.063,90
OTRAS CTAS POR COBRAR	\$ 151.130,25	\$ 98.954,48	\$ 88.777,25	\$ 115.213,07
CREDITO TRIBUTARIO A FAVOR EMPRESA (IVA)	\$ 905.839,94	\$ 812.927,02	\$ 1.078.447,54	\$ 1.202.426,53
CREDITO TRIBUTARIO A FAVOR EMPRESA (IMP.RTA. AÑO)	\$ 555.016,85	\$ 722.722,18	\$ 963.626,03	\$ 979.945,00
INV. PROD. TERMINADOS	\$ 5.225.602,54	\$ 5.284.561,61	\$ 9.201.496,64	\$ 1.496.672,09
ACTIVOS PAGADOS POR ANTICIPADOS	\$ 137.633,83	\$ 100.579,83	\$ 44.321,01	
OTROS ACT. CTES.	\$ 151.175,47	\$ 3.009,33	\$ 61.921,36	
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 9.807.452,05	\$ 11.634.089,85	\$ 16.644.657,22	\$ 8.047.034,53
ACTIVO NO CORRIENTE				
PROPIEDAD PLANTA Y EQUIPOS Y ACTIVOS INTANGIBLES				
EDIFICIOS	\$ 1.328.832,71	\$ 3.021.948,84	\$ 3.783.188,19	\$ 3.783.188,19
MUEBLES Y ENSERES	\$ 662.163,18	\$ 796.661,77	\$ 1.284.837,30	\$ 1.284.837,30
MAQUINARIAS, EQUIPOS E INSTALACIONES	\$ 100.634,68	\$ 113.374,83	\$ 119.431,10	\$ 119.431,10
EQUIPOS COMP. Y SOFTWARE	\$ 101.615,93	\$ 117.708,25	\$ 76.878,59	\$ 76.878,59
VEHICULO DE EQUIPO DE TRANSPORTE	\$ 154.630,99	\$ 154.630,99	\$ 121.556,46	\$ 121.556,46
OTROS PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO	\$ 238.389,06	\$ 298.642,52	\$ 388.001,99	\$ 388.001,99
OTROS ACT. INTANGIBLES	\$ 10.922,58	\$ 10.922,58	\$ 10.922,58	\$ 10.922,58
ACTIVOS FIJOS E INTANGIBLES	\$ 2.597.189,13	\$ 4.513.889,78	\$ 5.784.816,20	\$ 5.784.816,21
(-) DEPREC. ACUMULADA ACT FIJO Y AMORTIZ ACUM	\$ 690.495,41	\$ 1.044.224,99	\$ 1.439.419,26	\$ 1.561.562,75
ACTIVOS FIJOS E INTANGIBLES, NETO	\$ 1.906.693,72	\$ 3.469.664,79	\$ 4.345.396,94	\$ 4.223.253,46
OTROS ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIENTES				
OTRAS CTAS POR COBRAR NO CORRIENTES	\$ 313.485,24	\$ 250.525,54	\$ 84.830,01	\$ 16.481,33
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS NO CORRIENTES	\$ 313.485,24	\$ 250.525,54	\$ 84.830,01	\$ 16.481,33
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 2.220.178,96	\$ 3.720.190,33	\$ 4.430.226,96	\$ 4.239.734,79
TOTAL ACTIVO	\$ 12.027.631,01	\$ 15.354.280,18	\$ 21.074.884,18	\$ 12.286.769,32
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS LOCALES	\$ 291.161,54	\$ 461.097,51	\$ 954.830,14	\$ 525.776,55
CTAS Y DOC. POR PAGAR NO RELACIONADOS LOCALES	\$ 3.283.298,46	\$ 4.383.284,17	\$ 5.766.408,19	\$ 480.349,00
CTAS Y DOC. POR PAGAR PROVEDORES EXTERIOR	\$ 3.443.804,00	\$ 4.381.244,27	\$ 8.476.430,66	\$ 2.100.848,00
CON LA ADM TRIBUTARIA	\$ 565.064,37	\$ 774.654,12	\$ 728.647,94	\$ 45.965,70
IR POR PAGAR DEL EJERCICIO	\$ 297.433,84	\$ 226.053,77	\$ 182.523,71	\$ 630.815,30
PARTIC. TRABAJADORES	\$ 238.583,30	\$ 165.308,72	\$ 71.026,96	\$ 506.001,58
CON EL IESS	\$ 39.818,92	\$ 59.835,46	\$ 75.120,03	\$ 287.969,42
CON EMPLEADOS	\$ 125.686,66	\$ 163.471,45	\$ 336.228,23	\$ 2.051.001,12
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 8.284.851,09	\$ 10.614.949,47	\$ 16.591.215,85	\$ 6.628.726,66
PASIVO NO CORRIENTE				
CTAS Y DOC. POR PAGAR PROVEDORES LOCALES NO RELAC.	\$ 930.262,67	\$ 355.823,45	\$ 125.823,48	\$ 1.494.656,08
CTAS Y DOC. POR PAGAR PROVEDORES EXTERIOR	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1.149.720,97
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS LOCALES	\$ 112.254,97	\$ 1.016.967,08	\$ 809.109,82	\$ 403.485,93
ANTICIPOS A CLIENTES	\$ 14.375,17	\$ 8.094,36	\$ 42.300,75	\$ 100.000,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 1.056.892,81	\$ 1.380.884,89	\$ 977.234,05	\$ 3.147.862,98
TOTAL DEL PASIVO	\$ 9.341.743,90	\$ 11.995.834,36	\$ 17.568.449,90	\$ 9.776.589,65
PATRIMONIO				
CAPITAL SUSCRITO	\$ 50.000,00	\$ 50.000,00	\$ 50.000,01	\$ 50.000,01
RESERVA LEGAL	\$ 53.071,80	\$ 53.071,80	\$ 53.071,81	\$ 223.652,70
UTILIDAD DE EJERCICIOS ANTERIORES	\$ 1.549.616,48	\$ 2.544.678,38	\$ 3.183.400,07	\$ 1.605.711,67
U. DEL EJERCICIO (DESPUES DE PAR. IMPTS Y RESERVAS)	\$ 1.033.198,83	\$ 710.695,64	\$ 219.962,39	\$ 630.815,30
TOTAL DEL PATRIMONIO	\$ 2.685.887,11	\$ 3.358.445,82	\$ 3.506.434,28	\$ 2.510.179,67
TOTAL DEL PASIVO Y PATRIMONIO	\$ 12.027.631,01	\$ 15.354.280,18	\$ 21.074.884,18	\$ 12.286.769,32

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Tabla 12 Estado de Resultados Importadora MARVAL S.A, 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
INGRESOS				
VENTAS NETAS GRAVADAS CON TARIFA 12% BIENES	\$ 18.198.017,07	\$ 18.243.173,70	\$ 17.394.729,57	\$ 17.945.306,78
INGRESOS POR ALQUILER	\$ 21.912,00	\$ 21.912,00	\$ 149.216,00	\$ 108.000,00
OTROS INGRESOS NO OPERACIONALES	\$ 45.400,19	\$ 49.310,40	\$ 274.958,17	
TOTAL DE INGRESOS	\$ 18.265.329,26	\$ 18.314.396,10	\$ 17.818.903,74	\$ 18.053.306,78
COSTO DE VENTA	\$ 9.489.097,08	\$ 11.137.713,31	\$ 10.182.448,25	\$ 8.504.306,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 8.776.232,18	\$ 7.176.682,79	\$ 7.636.455,49	\$ 9.549.000,78
SUELDOS , SALARIOS Y DEMÁS REMUNERACIONES	\$ 1.402.035,61	\$ 1.705.393,04	\$ 1.698.734,45	\$ 1.602.054,37
BENEFICIOS SOCIALES E INDEMNIZACIONES	\$ 287.934,17	\$ 326.854,21	\$ 732.051,86	\$ 448.946,75
APORTE AL IESS (INCLUYE FONDO RESERVA)	\$ 244.779,04	\$ 301.029,42	\$ 318.099,80	\$ 287.969,42
HONORARIOS, COMISIONES Y DIETAS A PN	\$ 12.250,00	\$ 16.353,33	\$ 20.920,04	\$ 21.474,37
DEPREC. ACTIVOS FIJOS Y AMORTIZACIONES	\$ 309.013,71	\$ 364.088,96	\$ 511.650,02	\$ 407.115,80
PERDIDA EN INVENTARIOS NO RELACIONADAS	\$ -	\$ -	\$ 23.567,56	
PROMOCION Y PUBLICIDAD	\$ 146.919,94	\$ 134.926,82	\$ 104.953,58	\$ 108.101,76
TRANSPORTE	\$ 116.928,19	\$ 119.413,66	\$ 129.447,25	\$ 133.330,15
GASTOS DE VIAJES	\$ 16.537,35	\$ 48.248,72	\$ 49.977,62	\$ 51.476,32
GASTOS DE GESTION	\$ 1.500,00	\$ 3.375,45	\$ 296,49	\$ 657,38
ARRENDAMIENTOS OPERATIVOS	\$ 857.166,91	\$ 903.595,99	\$ 1.041.465,93	\$ 900.354,42
SUMINISTROS, MATERIALES, HERRAMIENTAS Y REPUESTOS	\$ 158.523,35	\$ 136.403,24	\$ 231.906,62	\$ 180.875,24
MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	\$ 282.484,30	\$ 281.812,04	\$ 308.903,89	\$ 291.067,74
SEGUROS Y REASEGUROS	\$ 43.345,91	\$ 49.420,25	\$ 54.130,93	\$ 49.865,70
IMPUESTOS, CONTRIB Y OTROS	\$ 6.957,68	\$ 28.504,52	\$ 49.567,59	\$ 28.343,70
COMISIONES POR OPERACIONES FINANCIERAS	\$ 680.421,13	\$ 770.902,14	\$ 734.133,89	\$ 574.850,32
IVA QUE SE CARGA AL GASTO	\$ -	\$ 127.851,11	\$ 10.093,97	\$ 45.965,70
SERVICIOS PUBLICOS	\$ 167.770,69	\$ 170.135,92	\$ 191.651,64	\$ 178.459,42
OTROS GASTOS	\$ 759.197,38	\$ 820.783,34	\$ 1.017.957,21	\$ 792.897,31
GASTOS ADM Y VENTAS	\$ 5.493.765,36	\$ 6.309.092,16	\$ 7.229.510,34	\$ 6.103.805,87
UTILIDAD OPERATIVA	\$ 3.282.466,82	\$ 867.590,63	\$ 406.945,15	\$ 3.445.194,91
INTERESES Y COMISIONES BANCARIAS	\$ 412.044,94	\$ 531.456,10	\$ 219.071,34	\$ 71.850,76
INTERESES TOTALES	\$ 412.044,94	\$ 531.456,10	\$ 219.071,34	\$ 71.850,76
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO Y PART TRABAJADORES	\$ 2.870.421,88	\$ 336.134,53	\$ 187.873,81	\$ 3.373.344,15
GASTOS NO DEDUCIBLES LOCALES	\$ 20.776,01	\$ 26.007,62	\$ 213.446,18	
15% PARTICIPAC. TRABAJADORES	\$ 430.563,28	\$ 50.420,18	\$ 28.181,07	\$ 506.001,62
UTILIDAD GRAVABLE	\$ 2.460.634,61	\$ 311.721,97	\$ 373.138,92	\$ 2.867.342,53
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	\$ 255.727,49	\$ 211.806,55	\$ 135.505,08	\$ 630.815,36
UTILIDAD NETA	\$ 2.184.131,11	\$ 73.907,80	\$ 24.187,66	\$ 2.236.527,17

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

3.3. RAZONES FINANCIERAS

Los índices financieros son aquellos que permiten evaluar la empresa en términos monetarios, bajo el cumplimiento de normas fiscales, sirviendo como instrumentos para la toma de decisiones y cumplimientos de metas a corto plazo. Las bases para determinar estos indicadores son el Balance General y el Estado de Resultados, sumándose a estos los presupuestos respectivos y el análisis de costos con una visión estrictamente financiera. De

acuerdo a la información obtenida de los balances de la Importadora MARVAL S.A, se han podido obtener los principales indicadores, con sus respectivas cifras.

▪ **Razón de Liquidez:**

$$\text{Razón de Liquidez 2013} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{\$9.807.452,05}{\$8.284.851,09} = 1,18$$

$$\text{Razón de Liquidez 2014} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{\$11.634.089,85}{\$10.614.949,47} = 1,10$$

$$\text{Razón de Liquidez 2015} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{\$16.644.657,22}{\$16.591.215,85} = 1,00$$

$$\text{Razón de Liquidez 2016} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{\$ 8.047.034,53}{\$ 6.628.726,66} = 1,21$$

La razón de liquidez consiste en determinar la posibilidad que se tiene de responder a las deudas a corto plazo, sin depender de las ventas de sus inventarios o existencias. Como se puede apreciar la liquidez lograda en el promedio del período ejecutado de 2013-2016, presentó una disminución progresiva, lo que significó que para el 2015 sólo disponía de \$1,00 para hacerle frente a las deudas con los proveedores, cuestión que es totalmente negativa, ya que lo recomendable es que por lo menos disponga de \$1,50 por cada \$ de deuda. Es decir que para el año 2015 a pesar de ser igual a \$1,00 puede hacer frente a sus deudas, pero ello dependerá de la rapidez con que efectuó los cobros a sus clientes y de la realización o venta de sus inventarios. Un análisis periódico de liquidez le permitiría prevenir situaciones de iliquidez y posteriormente problemas de insolvencia. Ya para el año 2016, recupera la empresa un poco su liquidez, disponiendo de \$1,21 para hacerle frente a sus obligaciones.

▪ **Índice de Solvencia**

$$\text{Índice de Solvencia 2013} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}} = \frac{\$12.027.631,01}{\$9.341.743,9} = 1,29$$

$$\text{Índice de Solvencia 2014} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}} = \frac{\$15.354.280,18}{\$11.995.834,36} = 1,28$$

$$\text{Índice de Solvencia 2015} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}} = \frac{\$21.074.884,18}{\$17.568.449,9} = 1,20$$

$$\text{Índice de Solvencia 2016} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}} = \frac{\$12.286.769,32}{\$9.776.589,65} = 1,26$$

La Solvencia consiste en determinar, qué con el activo total se puede respaldar toda la deuda, es decir a corto y largo plazo. Como se ilustra existió durante los tres primeros años una tendencia a la disminución de la solvencia, lo que significó que cada año tuvo menos respaldo de su deuda. Este escenario colocó a la empresa en una difícil situación financiera, limitó su capacidad de inversión. Lo ideal es que por lo menos se disponga de \$2,00 por cada dólar de deuda a corto y largo plazo. Ya para el 2016, la empresa ha comenzado nuevamente a recuperar su capacidad de respuesta ante sus acreedores, no obstante, no alcanzó los resultados logrados en el 2013 y 2014.

- **Índice de Endeudamiento**

El endeudamiento mide el grado de compromiso del patrimonio para con los acreedores del negocio, se aclara que no se trata de intentar que dé respuesta a las deudas con patrimonio, ya que ambos representan una obligación para la empresa, el primero con los acreedores y el segundo con los accionistas. Sirve también para identificar quiénes financian mayormente las operaciones del negocio, identificando de esta manera el origen de los fondos.

$$\text{Índice de Endeudamiento 2013} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Total}} = \frac{\$9.341.743,9}{\$2.685.887,11} = 3,46$$

$$\text{Índice de Endeudamiento 2014} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Total}} = \frac{\$11.995.834,36}{\$3.358.445,82} = 3,57$$

$$\text{Índice de Endeudamiento 2015} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Total}} = \frac{\$17.568.449,9}{\$3.506.434,28} = 5,01$$

$$\text{Índice de Endeudamiento 2016} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Total}} = \frac{\$9.776.589,65}{\$ 2.510.179,67} = 3,89$$

Por lo anterior, se deduce que en el período analizado por cada dólar invertido por los accionistas los acreedores aportaron o financiaron entre 3,46 y 5,01 centavos de dólares, se mostró una insuficiencia de capital y una mayor dependencia de la empresa para con terceros. Mientras la empresa cuente con un nivel de endeudamiento muy alto, pero con buenas capacidades de pago, sería menos riesgoso para los acreedores, que un nivel de endeudamiento bajo, pero con pésimas capacidades de pago. Para el año 2015 presentó un menor nivel de endeudamiento, es decir representó un nivel de independencia mayor frente a sus acreedores.

- **Índice de Autonomía**

Este coeficiente determina la cantidad de unidades monetarias que se tiene por cada dólar invertido en activos fijos, teniendo que, si el coeficiente resultante es mayor a 1, significa que la adquisición del activo pudo ser adquirido con el patrimonio de la empresa, sin necesidad de financiamiento de terceros.

$$\text{Índice de Autonomía 2013} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Activo Fijo Neto}} = \frac{\$2.685.887,11}{\$2.220.178,96} = 1,21$$

$$\text{Índice de Autonomía 2014} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Activo Fijo Neto}} = \frac{\$3.358.445,82}{\$3.720.190,33} = 0,90$$

$$\text{Índice de Autonomía 2015} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Activo Fijo Neto}} = \frac{\$3.506434,28}{\$4.430.226,96} = 0,79$$

$$\text{Índice de Autonomía 2016} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Activo Fijo Neto}} = \frac{\$2.510.179,67}{\$ 4.239.734,79} = 0,59$$

En los años analizados la autonomía se colocó entre 1,21 y 0,59, lo que demostró la

suficiencia de la empresa para adquirir activos sin la necesidad de financiamiento. Esta disminución resulta negativa para el negocio, lo que indujo a pensar en cambiar algunas políticas financieras, que pudieran mejorar su imagen, así como incrementar la confianza en sus clientes y trabajadores.

- **Capital de Trabajo**

Este permite determinar los recursos que necesita la empresa para desarrollar sus operaciones económicas, permitiéndole protegerse de posibles problemas de iliquidez.

$$\begin{aligned} \text{Capital de Trabajo 2013} &= \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente} \\ &= \$9.807.452,05 - \$8.284.851,09 = \$1.522.600,96 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Capital de Trabajo 2014} &= \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente} \\ &= \$11.634.089,85 - \$10.614.949,47 = \$1.019.140,38 \end{aligned}$$

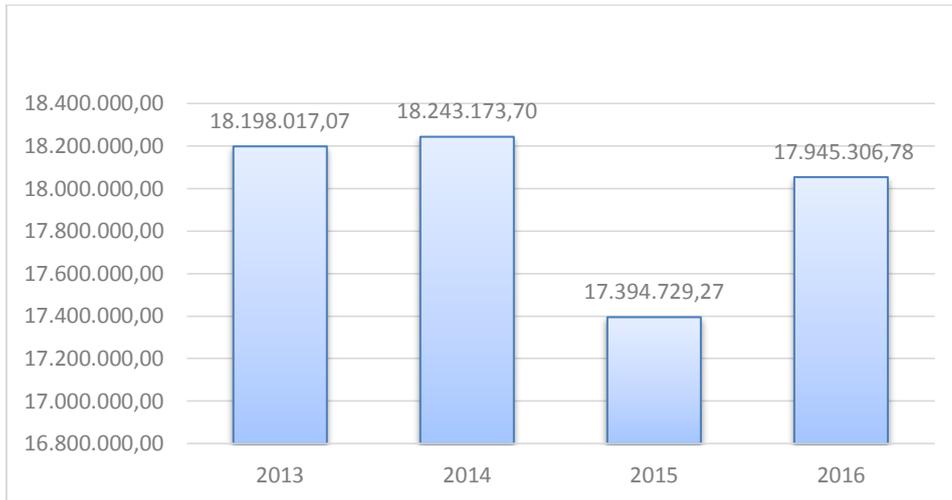
$$\begin{aligned} \text{Capital de Trabajo 2015} &= \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente} \\ &= \$16.644.657,22 - \$16.591.215,85 = \$53.441,37 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Capital de Trabajo 2016} &= \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente} \\ &= \$8.047.034,53 - \$6.628.726,66 = \$1.418.307,87 \end{aligned}$$

Luego de los cálculos realizados se mostró una disminución del capital de trabajo de un año a otro sobre todo hasta el 2015, lo que puso en riesgo la estabilidad económica de la empresa. Existieron deudas a largo plazo, por lo que la entidad monitoreó esa situación para que no comprometan más su gestión y afectase su imagen ante los acreedores. Es por ello que el 2016, se volvió a recuperar el capital de trabajo.

Por otra parte, otro importante elemento a considerar y que arroja elementos al diagnóstico es el comportamiento de las ventas, los costos, utilidad neta de ese período.

Gráfico 1 Ventas Marval S.A., 2013-2016

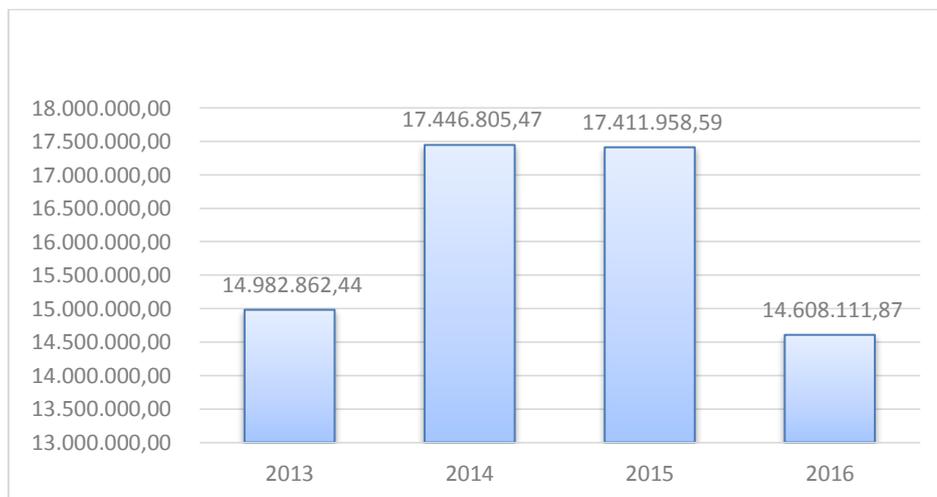


Fuente: (MARVAL S.A)
Editado por: Los Autores

Cómo se puede observar a través del gráfico la empresa disminuyó sus ventas en el 2015 con respecto al año anterior en un 4,65%, que representa una variación absoluta de menos \$848.444,43. No obstante, en el 2016 comenzó nuevamente a incrementar sus niveles de ventas, aunque sin llegar a alcanzar las cifras del 2013 y 2014.

Por otro lado, el comportamiento de los costos y gastos, en este caso el costo de venta y los gastos de ventas y administrativos en ese período fueron:

Gráfico 2 Costos y Gastos Marval S.A., 2013-2016

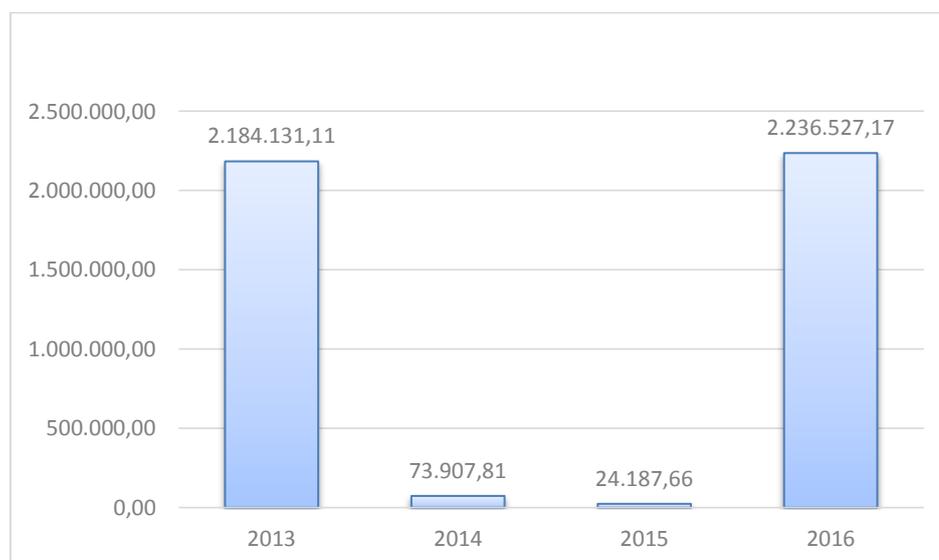


Fuente: (MARVAL S.A)
Editado por: Los Autores

Significa que, a pesar de la disminución en las ventas realizadas en el 2015, los costos y gastos fundamentales se incrementaron, lo que comprometió mucho más la situación financiera de la empresa. Sin embargo, en el año 2016 se logró una disminución significativa de los costos provocado por la reducción del costo de venta y de los gastos administrativos y de ventas. Dentro de las cuestiones más relevantes realizadas por la empresa este último año, se encuentran: la reducción de pérdidas por inventarios no relacionados, mayor rotación del inventario, mejor utilización de la fuerza de trabajo, mayor control del gasto de suministros, materiales, herramientas y repuestos, entre otras.

Como resultado de lo anterior, la Importadora Marval S.A, durante el 2013-2016 presentó el siguiente comportamiento en sus resultados al final de cada año.

Gráfico 3 Utilidad Neta Marval S.A., 2013-2016



Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Significa que la empresa en el 2015 fue disminuyendo de manera progresiva su utilidad de \$49.720,15 menos con respecto al año anterior, que representa una afectación de un 33%. No obstante, en el 2016 sobre pasó la utilidad obtenida en el 2013, a pesar de haber realizado un volumen inferior. Lo anterior fue el resultado de una mejor administración de la gestión económica y financiera.

En resumen, se puede señalar que la Importadora MARVAL S.A, durante este último año 2016, fue recuperando de deterioro de la situación financiera presentada, sobre

todo en el año anterior. Aspecto que dio lugar a que la empresa tuviera que buscar alternativas para salir de ese escenario, mediante el monitoreo de los flujos de caja necesarios a alcanzar en el período de 2017-2021.

3.4. PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS PARA LA ELABORACIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

En este acápite, se hará referencia a la proyección de las cuentas fundamentales de la empresa, que permitan la elaboración del Estado de Resultados.

Para la construcción de los estados financieros proyectados se partió de los siguientes parámetros:

- Las políticas y metas de la empresa.
- Las proyecciones de la cartera de ventas y/o inventarios.
- La observancia del entorno económico, tasas de inflación, impuestos, etc.
- En la estimación de los costos, también se tomó en cuenta de los costos históricos de los años 2013-2016.

En la estimación de las ventas totales y de alguno de los costos y gastos, se consideró el real ejecutado en el 2016 para los años siguientes con un incremento del 4%, teniendo en cuenta posibles incrementos en los índices de inflación, la fijación de una meta superior, es decir de un crecimiento moderado en el período y de considerar que la empresa ya en anteriores ha alcanzado valores superiores a los registrados durante este año.

Tabla 13 Ventas totales proyectadas

AÑO	2017	2018	2019	2020	2021
Subtotal Ventas	\$18.771.119,05	\$19.517.643,81	\$20.294.029,57	\$21.101.470,75	\$21.941.209,58

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

El valor de la amortización hasta el 2015 ascendía a \$ 445.208, sobre la base del comportamiento de los costos históricos de la depreciación se realizó la proyección para los siguientes años. Esta depreciación está determinada atendiendo a los porcentajes

establecidos para cada uno de los activos fijos y a los años de su vida útil.

Tabla 14 Proyección depreciaciones

Activos	2017	2018	2019	2020	2021
Activos diferidos	65.951,00	59.179,24	56.768,69	52.232,00	47.112,88
Edificios	22.152,01	22.152,01	19.993,80	15.814,80	15.814,80
Edificios e instalaciones	138.446,14	138.446,14	137.295,54	04.084,78	104.084,78
Equipo de computación	7.433,92	4.531,83	18,47		
Equipo de oficina	12.372,57	11.316,53	11.819,02	10.247,13	9.163,84
Equipos e instalaciones	28.669,21	28.669,21	28.669,21	28.669,21	28.669,21
Muebles y enseres	132.670,99	131.585,38	122.424,52	109.917,81	96.119,69
Vehículos	3.532,25				
TOTAL	411.228,08	395.880,32	376.989,24	320.965,73	300.965,20

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Para la estimación de los gastos de viaje, se partió en considerar el 4% estimado para cada uno de los años y de las estadísticas de esta cuenta en los años históricos. Y teniendo en cuenta los niveles de las ventas deseadas y la necesidad de asegurar sus resultados proyectados.

Tabla 15 Proyecciones gastos de viajes

	2017	2018	2019	2020	2021
Gastos de viajes	53.535,37	55.698,20	57.948,41	60.289,52	62.725,22

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

En la estimación de los gastos de gestión, se partió en considerar el 4% estimado para cada uno de los años, por las estadísticas de la cuenta en los años históricos, y las políticas de la empresa de reducir estos gastos.

Tabla 16 Proyecciones gastos de gestión

	2017	2018	2019	2020	2021
Gastos de gestión	683,68	711,30	740,03	769,93	801,03

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Para la estimación de los suministros, materiales, herramientas y repuestos, se partió de las estadísticas registradas en el período 2016 y de un crecimiento de sólo un 1% en cada uno de los años debido a las políticas fijadas por la empresa sobre el control de este rubro.

Tabla 17 Proyección suministros, materiales, herramientas y repuestos

	2017	2018	2019	2020	2021
Suministros, materiales, herramientas y repuestos	188.110,25	195.709,90	203.616,58	211.842,69	220.401,14

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Sobre la base del real ejecutado en el 2016 y de considerar un 2% de incremento para dar mantenimiento, reparaciones con la finalidad de alargar la vida útil de los medios, queda de la siguiente forma:

Tabla 18 Proyección mantenimiento y reparaciones

	2017	2018	2019	2020	2021
Mantenimiento y reparaciones	302.710,45	314.939,95	327.663,53	340.901,13	354.673,54

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Con respecto a la cuenta de seguros y reaseguros, del valor del 2016, se estimó el valor de los años siguientes, considerando el 4% de crecimiento.

Tabla 19 Proyección de seguros y reaseguros

	2017	2018	2019	2020	2021
Seguros y reaseguros	51.860,33	53.955,49	56.135,29	58.403,15	60.762,64

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Sobre la base del real ejecutado en el año 2016 de \$ 178.459,42 y de considerar un crecimiento de un 2%, se procedió a la realización de la proyección de esta cuenta.

Tabla 20 Proyección servicios públicos

	2017	2018	2019	2020	2021
Servicios públicos	185.597,80	193.021,71	200.742,58	208.772,28	217.123,17

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Teniendo en cuenta los valores registrados en la cuenta de transporte en el 2016 de \$ 133.330,15 y sobre un crecimiento estimado de un 4% para asegurar el traslado de las mercancías hacia las diferentes tiendas, se realizó la proyección para los años siguientes:

Tabla 21 Proyección transporte

	2017	2018	2019	2020	2021
Transporte	138.663,36	144.209,89	149.978,29	155.977,42	162.216,51

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Para la cuenta de Arriendos, se tomó en cuenta lo siguiente:

Tabla 22 Arriendos

TIPO	MENSUAL
Locales	\$ 67.208,09
Bodegas	\$ 4.709,68
Oficinas	\$ 3.111,76
TOTAL	\$ 75.029,54

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Según ese valor mensual del real ejecutado en el 2016, se calculó el valor anual, sobre la base de considerar el 4% de crecimiento para los años restantes.

Tabla 23 Proyección de arriendos

	2017	2018	2019	2020	2021
Total	936.368,60	974.197,89	1.013.555,48	1.054.503,12	1.097.105,05

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Para el cálculo de las remuneraciones y beneficios se consideró un crecimiento de un 1%, teniendo en cuenta que cada año ha crecido el salario en ese porcentaje.

Tabla 24 Proyección salarios

	2017	2018	2019	2020	2021
Sueldos, salarios y demás remuneraciones	1666.136,54	1732.782,01	1802.093,29	1874.177,02	1949.144,10
Beneficios sociales e indemnizaciones	466.904,62	485.580,80	505.004,04	525.204,20	546.212,37
Aporte al IESS (Incluye fondo de reserva)	299.488,20	311.467,72	323.926,43	336.883,49	350.358,83
Honorarios, comisiones y dietas a PN	22.333,34	23.226,68	24.155,75	25.121,98	26.126,85

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

En la estimación de las proyecciones de la cuenta de inventarios, compras y costo de venta, se consideró en 4%, por razones ya expuestas anteriormente sobre la inflación, las metas de la empresa y el histórico ejecutado, sobre todo en el último año, luego de haber aplicado las medidas de mayor rotación de los inventarios y de disminuir las pérdidas relacionadas a este concepto, quedando de la siguiente forma:

Tabla 25 Proyección de inventarios, compras

Consolidado	2017	2018	2019	2020	2021
Inventario Inicial	8.123.847,67	8.448.801,58	8.786.753,64	9.138.223,79	9.503.752,74
Compras	2.277.169,87	2.368.256,66	2.462.986,93	2.561.506,40	2.663.966,66
Inventario final	(1.556.538,97)	(1.618.800,53)	(1.683.552,55)	(1.750.894,66)	(1.820.930,44)

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Para las proyecciones de los pagos de intereses y capital se partió de los valores calculados en la amortización en el momento del otorgamiento del crédito en el año 2015, con el 11% de interés, el plazo pactado para cinco años y el monto del crédito otorgado.

Tabla 26 Proyección pagos intereses y capital- deudas adquiridas con anterioridad

	2017	2018	2019	2020	2021
INTERESES	\$ 65.349,43	\$ 22.608,62	\$ 1.552,17	-	-
CAPITAL	\$ 525.776,55	\$ 328.467,65	\$75.018,28	-	-

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Se estimó un crecimiento en los otros gastos de un 1%, por el incremento de las operaciones de la importadora, pero sin dejar de cumplir con la política de una disminución

de los gastos.

Tabla 27 Proyección de Otros gastos

Otros Gastos	2017	2018	2019	2020	2021
Total general	872.187,04	959.405,75	1.055.346,32	1.160.880,95	1.276.969,05

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

En la proyección del IVA que se carga al gasto se tomó en cuenta un 2% para el 2017 y el resto de los años con el 1%, teniendo en cuenta el crecimiento en las ventas que se está estimando.

Tabla 28 Proyección del IVA que se carga al gasto

IVA al gasto	2017	2018	2019	2020	2021
Total general	46.885,01	47.353,86	48.300,94	49.266,96	50.252,30

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Se realizó la estimación de esta cuenta teniendo en cuenta el saldo inicial, la facturación, el pago realizado y el saldo final pendiente en cada año y además considerando el 4% de crecimiento en todo el período proyectado.

Seguidamente, se presentan el Flujo de caja Libre y del Accionista, sobre la base de la proyección realizada a las principales cuentas reales de la Importadora Marval, S.A.

3.5. CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO

Para la valoración financiera de la Importadora MARVAL S.A. es necesario determinar la tasa de descuento con la cual se descontarán los flujos de caja libre proyectados, se aplicara el modelo WACC (Weighed Average Cost of Capital) o también denominado CPPC (Costo Promedio Ponderado del Capital), para obtener la tasa aplicamos la siguiente formula:

$$E + D = \text{valor actual [FCF; WACC]}, \quad \text{donde } WACC = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

Donde:

Ke Tasa de costo de oportunidad de los accionistas (CAPM)

E Patrimonio

D Deuda financiera

T Tasa combinada de impuesto a la Renta y Participación de Trabajadores en el Ecuador

Kd Costo de la deuda Financiera

Este modelo es muy usado en valoración de empresas, a continuación especificaremos cada uno de sus componentes.

CAPM (K_e)

Para determinar el costo de oportunidad para los accionistas, se empleó la fórmula señalada en el capítulo anterior.

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

Donde:

R_f tasa libre de Riesgo

β Beta Apalancada

R_m - R_f Prima de Riesgo del Mercado

Tasa libre de Riesgo R_f

Para el cálculo de la tasa libre de riesgo (R_f), se tomó como referencia el retorno de los bonos del tesoro americano a 10 años, alcanzando el 2,21% al cierre del 1 de Junio de 2017 (investing.com, 2017).

Coefficiente Beta (β)

Para el cálculo del β , se partió de la información referencial de Estados Unidos para el sector comercial y de servicio. El beta desapalancado para este sector alcanzaba el 0,82% en enero del 2017, valor que será empleado para el ajuste o apalancamiento del beta (stern.nyu.edu, 2017).

En su ajuste o apalancamiento se utilizará la ecuación siguiente:

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} \left[1 + (1-T) \left(\frac{D}{E} \right) \right]$$

Dónde:

T Tasa del Impuesto a la Renta en Ecuador

D Deuda Financiera

E Patrimonio

En Ecuador la tasa del Impuesto a la Renta es del 22% para las personas jurídicas y la participación de trabajadores es del 15%, produciendo un efecto combinado del 33,70%. De la información que proporcionan los balances, se obtuvo el valor del patrimonio y la deuda:

$$\text{Patrimonio}_{2016} = \$2.510.179,67$$

$$\text{Deuda}_{2016} = \$929.262,48$$

Con esta información se procedió al ajuste del beta apalancado.

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} \left[1 + (1 - 0,3370) \left(\frac{\$929.262,48}{\$2.510.179,67} \right) \right]$$

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} \left[1 + (0,663) (0,3702) \right]$$

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{desapalancado}} \left[1 + 0,24 \right]$$

$$\beta_{\text{apalancado}} = 0,82 \left[1,24 \right]$$

$$\beta_{\text{apalancado}} = 1,02$$

Prima por Riesgo del Mercado $R_m - R_f$

Para calcular la prima por Riesgo del mercado de Ecuador se tomó como referencia la prima de Estados Unidos del 4,62%, esta información se obtuvo de los archivos de Damodaran.

Riesgo País

El riesgo país del Ecuador se obtuvo desde la página web del Banco Central del Ecuador el 29 de mayo de 2017, de 658 puntos, que equivale a 6,58%. (bce.fin.ec, 2017)

Con estos datos se procede, a calcular el costo de oportunidad de los accionistas.

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

$$CAPM = 2,21\% + 1,02 (4,62\% - 2,21\%) + 6,58\%$$

$$CAPM = 11,25 \%$$

Establecidos todos los componentes del modelo WACC, se aplica la formula antes mencionada:

$$WACC = \frac{E K_e + D K_d (1-T)}{E + D}$$

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{E + D} + k_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{E + D}$$

$$WACC = 11,25\% \frac{2,510.179,67}{2,510.179,67+929.262,48} + 11\% (1 - 0,3370) \frac{929.262,48}{2,510.179,67+929.262,48}$$

$$WACC = 10,18\%$$

CAPÍTULO IV VALORACIÓN DE LA IMPORTADORA MARVAL S.A.

4.1. CALCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA

Luego que se determinó el flujo de caja libre de la importadora MARVAL S.A. por un horizonte de 5 años y se estableció la tasa de descuento por el modelo WACC, se procede a aplicar la siguiente fórmula para determinar el valor de la empresa:

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

$$VP = \frac{F.O.\text{año}2017}{(1+WACC)^1} + \frac{F.O.\text{año}2018}{(1+WACC)^2} + \frac{F.O.\text{año}2019}{(1+WACC)^3} + \frac{F.O.\text{año}2020}{(1+WACC)^4} + \frac{F.O.\text{año}2021+\text{Valor Residual}}{(1+WACC)^5}$$

El valor residual de la empresa corresponde al negocio en marcha lo que nos muestra que aunque la proyección se la realice a 5 años, el negocio de la importadora no termina en el plazo de evaluación sino que continúa generando flujos de manera infinita. En el caso de la importadora MARVAL S.A. se asume que el flujo de caja libre crecerá a una tasa constante dependiendo también de sus cifras historias.

La tasa de crecimiento para el flujo de caja libre es del 3%.

$$\text{Valor residual} = \frac{F.O.\text{año}2021 (1+tasa\ de\ crecimiento\ promedio)}{tasa\ de\ descuento-tasa\ de\ crecimiento\ promedio}$$

$$\text{Valor residual} = \frac{\$3.201.333,88 (1,03)}{10,18\%-3\%}$$

$$\text{Valor residual} = \$45,912.853,41$$

4.2 ELABORACIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

Tabla 29 Ajuste de Cobros y Pagos

	2017	2018	2019	2020	2021
Total de Ingresos	\$ 18.771.119,05	\$ 19.517.643,81	\$ 20.294.029,57	\$ 21.101.470,75	\$ 21.941.209,58
variación cuentas por cobrar	\$ (139.971,08)	\$ (145.569,92)	\$ (151.392,72)	\$ (157.448,43)	\$ (163.746,36)
Cobros por Ingresos	\$ 18.631.147,97	\$ 19.372.073,89	\$ 20.142.636,85	\$ 20.944.022,32	\$ 21.777.463,21
Costo de Venta	\$ 8.844.478,56	\$ 9.198.257,70	\$ 9.566.188,01	\$ 9.948.835,53	\$ 10.346.788,95
Gastos Generales (todos menos Imptos, Dep.)	\$ 5.924.557,67	\$ 6.162.483,13	\$ 6.409.963,71	\$ 6.667.383,16	\$ 6.935.140,63
Variación Ac. Corriente - (excepto cuentas x cobrar y caja)	(147.161,74)	(153.048,21)	(159.170,14)	(165.536,95)	(172.158,43)
Variación Pasivo Corriente	\$ 597.650,93	\$ 344.054,62	\$ 112.169,30	\$ 20.618,75	\$ 62.993,68
Efectivo pagado a los proveedores y empleados	\$ 15.219.525,42	\$ 15.551.747,24	\$ 15.929.150,89	\$ 16.471.300,49	\$ 17.172.764,84
Utilidad Operativa	\$ 3.590.854,74	\$ 3.761.022,66	\$ 3.940.888,60	\$ 4.164.286,32	\$ 4.358.314,79
15% participación trabajadores	\$ 538.628,21	\$ 564.153,40	\$ 591.133,29	\$ 624.642,95	\$ 653.747,22
Utilidad Gravable	\$ 3.052.226,53	\$ 3.196.869,26	\$ 3.349.755,31	\$ 3.539.643,37	\$ 3.704.567,57
22% Impuesto a la Renta	\$ 671.489,84	\$ 703.311,24	\$ 736.946,17	\$ 778.721,54	\$ 815.004,87
	\$ 1.210.118,05	\$ 1.267.464,64	\$ 1.328.079,46	\$ 1.403.364,49	\$ 1.468.752,09

Fuente: (MARVAL S.A)

Editado por: Los Autores

Tabla 30 Flujo de Caja Libre

FLUJO DE CAJA LIBRE					
Ingresos cobrados	18.631.147,97	19.372.073,89	20.142.636,85	20.944.022,32	21.777.463,21
Costo de Venta y Gastos Generales Pagados	15.219.525,42	15.551.747,24	15.929.150,89	16.471.300,49	17.172.764,84
15% Participación de Trabajadores	506.001,62	538.628,21	564.153,40	591.133,29	624.642,95
22% Impuesto a la Renta Pagado	630.815,36	671.489,84	703.311,24	736.946,17	778.721,54
(+) Valor Residual					45.912.853,41
(=) Flujo de Caja Libre	2.274.805,57	2.610.208,60	2.946.021,32	3.144.642,37	49.114.187,29

Fuente: (MARVAL S.A)
Editado por: Los Autores

Establecidos todos los componentes se procede con el cálculo del valor de la empresa:

$$VP = \frac{F.O.año2017}{(1+WACC)^1} + \frac{F.O.año2018}{(1+WACC)^2} + \frac{F.O.año2019}{(1+WACC)^3} + \frac{F.O.año2020}{(1+WACC)^4} + \frac{F.O.año2021+Valor Residual}{(1+WACC)^5}$$
$$VP = \frac{\$2,274.805,57}{(1+10,18\%)^1} + \frac{\$2,610.208,60}{(1+10,18)^2} + \frac{\$2,946.021,32}{(1+10,18)^3} + \frac{\$3,144.642,37}{(1+10,18)^4} + \frac{49,114.187,29}{(1+10,18)^5}$$

$$VP = \$38,796.087,72$$

Como se puede apreciar en el Flujo de caja libre teniendo en cuenta la tasa de descuento calculada, la importadora MARVAL S.A. obtiene el valor de \$38,796.087,72.

Finalmente señalar, que la valoración de la empresa se pudo realizar, por el concienzudo análisis histórico que posee de su evolución financiera, lo que permitió realizar las previsiones de cada una de las cuentas y de los flujos financieros para el período proyectado.

CAPÍTULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 CONCLUSIONES

A manera de conclusiones se puede señalar que el estudio permitió la identificación de los principales métodos de valoración de empresas, dentro de los que se destacan los basados en el balance patrimonial, en los balances de resultado, el de los flujos descontados, mixtos, entre otros; todos con sus ventajas y desventajas, lo importante es que cada empresa seleccione aquel o aquellos métodos que más se ajusten a su realidad y propósitos de conocer más sobre el valor de su negocio. Generalmente algunos de estos métodos evidencian un nivel considerable de subjetividad. Además el estudio demostró la importancia de la aplicación de estos métodos, ya brinda las proyecciones de generación de valores, de la utilización de sus recursos, lo que permite tener ideas más acertadas sobre los posibles flujos de efectivos que podrán ser generados.

Otro aspecto importante, que contribuyó de manera decisiva en su realización fue la

información económica histórica que posee la importadora, aspecto esencial para la estimación de los valores futuros de sus principales cuentas y que a su vez brindó el análisis de la evolución de los indicadores financieros de los últimos períodos, la importadora en esta etapa analizada mostró una disminución de su gestión financiera, por ejemplo de un índice de liquidez en el 2013 de \$1,18, en el 2015 bajó a \$1,00 en; de igual manera la solvencia de \$1,29 en el 2013, disminuyó a 1,20 en el 2015; además el capital de trabajo de \$1.522.600,96 disminuyó a \$53.441,37 de 2013 a 2015. Estos elementos y otros provocaron la disminución de las actividades, que en el 2015 representó, con respecto al año anterior 4,65%, que significó \$848.444,43 de menos. No obstante, en el 2016 comenzó nuevamente a incrementar sus niveles de ventas, aunque sin llegar a alcanzar las cifras del 2013 y 2014, luego de una mejor gestión de sus recursos, del incremento de su nivel de actividades y de superar deficiencias financieras.

Además, se pudo realizar la proyección de las cuentas necesarias para la elaboración de los flujos de caja, sobre la base de considerar un crecimiento moderado entre 1% y 3% en algunas cuentas, teniendo en cuenta los valores reales alcanzados por la importadora en años anteriores, un posible incremento de la inflación y una meta que permita el crecimiento continuo del negocio. Se destaca la proyección del incremento de las ventas en un 4%, con el objetivo de recuperar los niveles de actividad logrados en años anteriores, para lo cual la empresa se apoyará en el crédito bancario obtenido desde el 2015, que le permitió recuperar su capital de trabajo y con él la compra de nuevas mercancías, de acuerdo a las exigencias de la moda actual.

Una vez realizado el análisis financiero, a través del método de flujo de caja descontado, se estimó el valor actual de la importadora Marval S.A. en \$ 38,796.087,72 que significa el valor presente de los flujos que la empresa es capaz de crear en el futuro, valor que aunque no representa el valor de la misma, si pueda brindar una idea a sus accionistas al respecto. En la determinación de la tasa de descuento para descontar los Flujos de caja se partió de considerar el factor de descuento sobre la base 10,18% de la tasa del costo de oportunidad calculado, lo que permitió obtener los flujos actualizados y a su vez la determinación del Valor Actual de la importadora. Esta Tasa de Descuento obtenida es alta, provocado en lo fundamental por el riesgo país alto de 658 puntos que existe en estos momentos, no sólo por la situación económica del país, sino además por las

expectativas que se generan ante los cambios en el modelo económico, con el actual gobierno.

Finalmente, señalar que la realización de la investigación le aporta una importante herramienta de proyección a la empresa, que le da una idea de los valores futuros que puede generar, siempre y cuando fije sus metas, logre los niveles de implicación y compromiso necesario y mantenga un control sobre el comportamiento de sus diferentes indicadores e índices.

5.2 RECOMENDACIONES

Continuar realizando estudios de este tipo, pero con mayor profundidad en la Importadora Marval S.A., o en algunas de sus dependencias.

Socializar de los resultados de esta investigación, de manera que sirva como vía de aprendizaje sobre las diferentes formas de hacer la valoración financiera de la empresa en las diferentes áreas financieras de los establecimientos de la empresa.

Extender la forma de valoración de la empresa hacia las demás dependencias de la empresa, con la participación de los directivos, para socializar las estimaciones y sus riesgos en este segmento de la empresa.

Monitorear de forma continua y sistemática la valoración financiera de la empresa, para poder controlar los costos y gastos asociados, realizar los ajustes pertinentes y se puedan alcanzar los beneficios esperados.

Mantener registros e información contable financiera actualizada, que permita a la Importadora generar reportes, informes, balances financieros fidedignos, útiles para las decisiones y estrategias financieras futuras. Así como, mantener el control de sus recursos humanos, materiales, financieros y tecnológicos de manera que logre no sólo eficacia, sino también una mayor eficiencia.

Ajustar la tasa de descuento calculada, en la medida que el riesgo país disminuya o aumente, para poder estimar de una mejor manera su valor en el futuro de la Importadora.

Sobre sus pasivos es importante resaltar la gran ventaja que mantienen con sus proveedores nacionales y del extranjero se recomienda mantener el historial crediticio sobre los pagos a futuros.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central del Ecuador. (25 de 03 de 2016). *contenido.bce.fin.ec*. Obtenido de https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais
- bce.fin.ec*. (29 de 5 de 2017). Recuperado el 31 de 5 de 2017, de https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais
- Cortez. (2013). Tomar decisiones empresariales . *Semanal Telegrafo*, 2.
- Damodaran. (1994). *Valoracion de empresas*. España: USBN.
- Estay G, E. (2011). *Valoración de empresas*. Honolulu: Atlantic International University.
- Fernandez. (1999). *NTRODUCCION A LA VALORACION DE EMPRESAS*. Obtenido de web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf
- Fernandez. (2002). *Métodos de Valoración y creación del Valor*.
- Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and shareholder value creation*. San Diego California: Academic Press.
- Gordon, & Shapiro. (1997). *Firm Valuation Method*. EEUU: Pearson.
- investing.com*. (31 de 5 de 2017). Recuperado el 1 de 6 de 2017, de <https://www.investing.com/indices/global-indices>
- Jimenez. (9 de Septiembre de 2013). Los retos de las Pymes . *El universo*, pág. 1.
- MARVAL S.A. (s.f.). MARVAL S.A.
- Modigliani-Miller. (2015). Recuperado el 18 de enero de 2017, de <http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/teorema-de-Modigliani-Miller.htm>
- Oviedo, D. (20 de 03 de 2015). *es.slideshare.net*. Obtenido de https://es.slideshare.net/diego_oviedo/tabla-de-factores-de-descuento-flujos-no-constantes
- Paredes. (2014). Las empresas y su reto ante la competencia . *IDE*, 3.
- Pesantes. (2013). *Contabilidad Financiera* . Guayaquil: U. De Guayaquil .
- Ramirez, G. (2013). *VALORACION DE EMPRESAS*. ESPAÑA: UNIVERSIDAD DE LA.
- Serer, L. (2005). *EL VALOR DE LAS EMPRESAS:METODOS DE VALORACION*. VALENCIA: REVISTA TECNICA CONTABLE .
- stern.nyu.edu*. (5 de 01 de 2017). Recuperado el 1 de 06 de 2017, de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- Valls. (2001). *METODOS CLASICOS DE VALORACION DE EMPRESAS*. España: Universidad de Almeria.