

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**"VALORACIÓN DE UNA EMPRESA EXTRACTORA DE ACEITE
DE PALMA EN EL ECUADOR"**

PROYECTO DE TITULACIÓN

**Previa a la obtención del Título de:
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Presentado por;

**ING. JUAN JOSÉ ESTRADA VERDESOTO
ING. LUIS FERNANDO YEPEZ MARCILLO**

Guayaquil – Ecuador

2018

Agradecimiento

Agradezco a Dios, quien ha forjado mi camino y me ha dirigido por el sendero correcto. A mis padres Nelson y Jenny que estuvieron presentes en todo momento, inculcándome que la verdadera libertad se la tiene a través del conocimiento. A mi hermano Alejandro por ser ejemplo de perseverancia y superación académica. A mi hermana Ileana por su actitud positiva ante los retos y las adversidades.

JUAN JOSÉ ESTRADA VERDESOTO

Agradezco ante todo a Dios, por la vida y salud, quien me permitió estar hoy culminando una etapa más de mi trayectoria académica. Papa eres la persona que supo inspirar y demostrar que las barreras son escaleras que nos permiten avanzar con dedicación, Mami Geoco, eres la persona que me siempre me ha levantado el ánimo en los momentos difíciles de mi vida estudiantil como personal, gracias por tu paciencia y por tus sabias palabras en momentos de alegría y tristeza, te quiero mucho. Clary soy muy feliz por tenerte como hermana, gracias por todo tu apoyo incondicional por ayudarme a crecer interiormente y profesionalmente, me siento muy orgulloso de ti y que tu alma bella siempre siga brillando. A mi esposa que amo gracias por ser mi apoyo constante en las buenas y malas, gracias por la hermosa hija que tenemos Kristel que fue mi motor para culminar. Y a mi abuelita que Dios la tenga en su gloria y a mi familia en general.

LUIS FERNANDO YEPEZ MARCILLO

Dedicatoria

Esta tesis se la dedico a mi enamorada María Fernanda Riera, para que sea un ejemplo de motivación y superación en su vida, para que recuerde que con esfuerzo, dedicación, planificación y perseverancia, todo es posible.

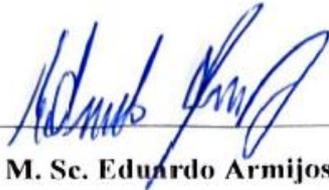
JUAN JOSÉ ESTRADA VERDESOTO

A mi Papá, Mamá, Hermana, Esposa e Hija, por ser el pilar fundamental en todo lo que soy, en toda mi educación, tanto académica como de la vida, por su incondicional apoyo, perfectamente mantenido a través del tiempo.

Todo este trabajo ha sido posible gracias a ellos.

LUIS FERNANDO YEPEZ MARCILLO

Comité de evaluación



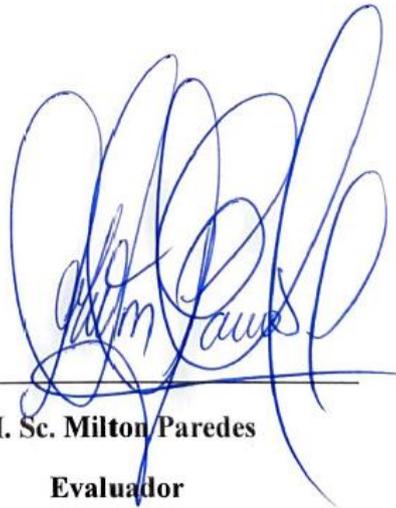
M. Sc. Eduardo Armijos

Presidente del Tribunal



M. Sc. Raúl Carpio

Tutor del Proyecto



M. Sc. Milton Paredes

Evaluador

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**”



Juan José Estrada Verdesoto



Luis Fernando Xépez Marcillo

Índice General

Portada	I
Agradecimiento	II
Dedicatoria	III
Comité de evaluación	IV
Declaración expresa.....	V
Índice General.....	vi
Índice de tablas	viii
Índice de figuras	ix
Resumen	X
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO 1	3
1. VALORACIÓN DE EMPRESAS: FUNDAMENTOS TEÓRICOS	3
1.1. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	3
1.1.1. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	3
1.1.2. JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA	4
1.2. OBJETIVOS.....	5
1.2.1 OBJETIVO GENERAL	5
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	5
1.3. REVISIÓN DE LITERATURA	6
1.3.1 Definición de valoración de empresas	6
1.3.2 Métodos de Valoración	13
1.3.3 Mercado de palma en Ecuador	28
1.3.4 Terminología.....	37
CAPÍTULO 2	41
2. METODOLOGÍA	41
2.1. Justificación del método de valoración seleccionado.....	41
2.1.1 Descripción del método de valoración seleccionado.....	44
2.2 Análisis de la Empresa Extracto Palma S.A.....	47
2.2.1 Análisis Externo.....	47
2.2.2 Análisis Interno	52
2.3 Proyección de Cifras	53
2.3.1 Flujo de caja proyectado.....	57
2.3.2 Estimación tasas de descuento	58

2.3.3 Estimación valor terminal	60
CAPÍTULO 3	62
3. VALORACION DE EMPRESA	62
3.1. Valoración de Extracto Palma S.A. por el método de descuento de flujo de fondos	62
CONCLUSIONES	65
RECOMENDACIONES	67
REFERENCIAS	69

Índice de tablas

Tabla # 1	Ranking países miles de toneladas	31
Tabla # 2	Métodos de valoración	42
Tabla # 3	Ingreso y variación anual de Extracto Palma S.A. del 2012 al 2017	54
Tabla # 4	Ingreso Total Extracto Palma S.A. 2012-2017.....	54
Tabla # 5	Costos y variación anuales en Extracto Palma S.A. del 2012 al 2017	54
Tabla # 6	Costos Totales Extracto Palma S.A.....	54
Tabla # 7	Gastos Anuales Extracto Palma S.A.	55
Tabla # 8	Tasa variación anual de gastos	55
Tabla # 9	Gastos totales Extracto Palma S.A.	56
Tabla # 10	Supuestos para proyecciones anuales de Extracto Palma S.A. 2018-2022	57
Tabla # 11	Flujo de caja proyectado de Extracto Palma S.A. 2018-2022.....	58
Tabla # 12	Cálculo de la Tasa de Descuento.....	59
Tabla # 13	Cálculo del WACC.....	60
Tabla # 14	Cálculo Valor Terminal.....	60
Tabla # 15	Cálculo valor financiamiento (escenario esperado)	62
Tabla # 16	Cálculo valor financiamiento (escenario optimista).....	63
Tabla # 17	Cálculo valor financiamiento (escenario pesimista).....	63
Tabla # 18	Valoración ponderada.....	63

Índice de figuras

Figura # 1 Diferencia entre el valor y el precio	7
Figura # 2 Etapas de la valoración.....	12
Figura # 3 Métodos de Valoración	13
Figura # 4 Múltiplos de valor de negocio.....	17
Figura # 5 Ranking países miles de toneladas	31
Figura # 6 Ubicación geográfica del sector de palma africana en Ecuador.	33
Figura # 7 Producción de aceite de palma en el Ecuador	33
Figura # 8 Exportaciones ecuatorianas de aceite de palma al mundo	34
Figura # 9 Participación del aceite de palma en PIB agrícola	35
Figura # 10 Precio del aceite de palma.....	36
Figura # 11 Exportaciones del aceite de palma según el destino	37
Figura # 12 Proyección de la palmera aceitera a 5 años.....	37

Resumen

Es fundamental para el mundo de las finanzas evaluar los efectos que se presentan al momento de tomar decisiones para la creación de valor de la empresa, de esta forma, el presente estudio explica los diferentes modelos de valoración de empresas, que podrían ser adaptados al sector palmicultor; con el objetivo de determinar una valoración de empresa, llamaremos a la entidad para efectos del estudio “Extracto Palma S.A.”, en el que se establece el valor que tiene en su situación actual, realizando proyecciones de los estados financieros.

El estudio tiene tres capítulos, en los cuales se detallan el tiempo de vida de la empresa, su trayectoria y los conceptos financieros básicos necesarios para realizar una valoración de empresa, tales como: Valor Presente, Valor Actual Neto, Valor Futuro, Perpetuidad, Flujo de Efectivo, Costo de Oportunidad, Tasa de descuento, Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), entre otros.

Posterior a aquello, se establecen los diferentes métodos de valoración utilizados frecuentemente, donde se determina que el método recomendado es el que se realiza mediante el flujo de fondos, el mismo que nos ayuda con información económica financiera, y que permite encontrar el valor de la empresa “Extracto Palma S.A”.

Palabras clave: valoración de empresa, flujo de fondos, aceite de palma, método de valoración.

INTRODUCCIÓN

Para valorar una empresa, es importante tener en cuenta que en toda negociación corporativa existe el vendedor y el comprador, por lo que habrá dos tipos de percepciones y es muy probable que la visión de valoración de cada uno sea totalmente distinta, por lo que es necesario implementar una imagen más realista.

De esta manera, se define que la valoración es el análisis de la empresa con su entorno económico en el cual desarrolla sus actividades, tratando de visualizar su crecimiento y oportunidades de generar valor agregado para el mercado.

Para el caso del sector palmicultor, se ha buscado el método a través de la información primaria y secundaria con la finalidad de darle valor real a la empresa, se pueden acomodar variables de acuerdo a la situación económica, tomando en cuenta las políticas del Ecuador.

En la actualidad la contabilidad tradicional y las finanzas han permitido aplicar un sistema de medición y evaluación de la gestión de las instituciones que han sido de gran utilidad para los altos directivos en la toma de decisiones, no obstante, los requerimientos que hoy en día exige la dirección moderna hacen necesaria la implementación de indicadores, así como de reingeniería financiera de liquidez, niveles de endeudamiento, indicadores de utilidad y de rentabilidad, que se vuelven habituales en el medio y entorno económico de las empresas. Desde este punto, las empresas buscan implementar mediante un sistema de medición adecuado, cuál ha sido el resultado de la valoración periódica de la empresa (Baena, 2015).

Este estudio está estructurado por medio de tres capítulos, en el primero se define el problema que atraviesa esta empresa y la necesidad de una valoración que dé a los accionistas material para tomar decisiones que afectarán el estado económico y financiero, en defensa o aprovechamiento del entorno. Se presentan también los objetivos a cumplirse con el estudio y además, se muestran los fundamentos teóricos que explican lo que es una valoración y los métodos existentes para este fin.

En el segundo capítulo, se detalla la metodología escogida para la ejecución del estudio, y se analiza la empresa través de los históricos financieros. En el tercer capítulo, cuyo fondo principal es realizar la valoración de Extracto Palma S.A., se presenta la situación actual económica y financiera de la empresa, exponiendo la situación del macro entorno mediante la herramienta PESTA. Con estos datos se procede a realizar la valoración mediante el método escogido.

CAPÍTULO 1

1. VALORACIÓN DE EMPRESAS: FUNDAMENTOS TEÓRICOS

1.1. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

1.1.1. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

El aceite de palma tiene su trascendencia en tierras ecuatorianas desde el año 1953, cuando Roscoe Scott cultivó palma en la vía Santo Domingo – Quinindé con material vegetal procedente de Honduras; el aceite de palma es considerado uno de los recursos principales de producción nacional y de exportación desde febrero de 1994, el cual marcó un hito en la contribución de la cadena productiva de aceite de palma en la economía del país.

Gracias al esfuerzo de los palmicultores ecuatorianos, la producción de aceite de palma ha crecido de forma sostenida, convirtiéndose en el segundo cultivo perenne más extenso con más de 280.000 ha. cultivadas, distribuidas en más de 7.000 palmicultores. (Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones, 2015).

Pero, a partir del año 2015, la realidad de la economía ecuatoriana es diferente, el desplome de los precios de petróleo, hizo que el Ecuador entre en una etapa de recesión inminente, ocasionando que los ingresos petroleros tengan una disminución del 48.2%, el cual está muy correlacionado con el aceite de palma que tuvo una disminución de 23,8%, por consiguiente la balanza comercial petrolera disminuyó en un 60% respecto al año anterior. (Banco Central del Ecuador, 2016).

Para inicios del 2016, debido a la crisis que ha afectado al Ecuador, en su mayoría a los productores-cultivadores de palma, se quejaron por los bajos precios de la tonelada de fruta, sumando a esto la enfermedad de la pudrición del cogollo, que causó pérdidas en muchas hectáreas en las que se desarrolla este cultivo.

El bajo precio de la paga en el sector palmicultor tiene a los cultivadores buscando alternativas, y esperan que las autoridades intervengan para que no se manejen los valores en referencia al precio internacional, ya que en la mayoría de los casos, el costo de

producción es igual o a veces mucho más alto con respecto a la paga que reciben del producto.

Expertos y autoridades se han pronunciado en el tema e indican que es complicado manejar la fijación de precio de la tonelada de aceite, ya que los mayores productores como lo son Malasia e Indonesia tienen cerca del 80% a escala mundial y son ellos quienes fijan los precios referenciales, mientras que en el caso de Ecuador solo llega al 0.6%. (Editorial La Hora, 2016)

1.1.2. JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

El presente trabajo analiza la valoración de la empresa y propone alternativas de estrategias y soluciones, además de aportar con información útil a empresas que se dedican a la extracción de aceite de palma para que en el futuro tengan un antecedente, y así puedan afrontar la realidad actual de la economía ecuatoriana.

Se considera a la valoración de empresas como una herramienta financiera que puede ser usada en las oportunidades de negocio, con esto se puede comprobar el valor que una empresa tiene en el mercado. Este proceso tiene como finalidad determinar la estimación del valor económico de las empresas y su capacidad de tener rentabilidad a futuro.

Esta es una herramienta que no sirve solo para un momento en específico, ya que puede ser utilizada para la toma de decisiones como parte de la planeación estratégica a mediano y largo plazo; para Betancour (2016) “El análisis que se realiza sobre las perspectivas de las empresas son en función de la evaluación de los fenómenos económicos, políticos, sociales, del medio ambiente, culturales y tecnológicos que afectan el crecimiento y desarrollo de las empresas”.

“Extracto Palma S.A.” está constantemente tomando decisiones importantes en cuanto a temas de inversión, financiamiento local, financiamiento exterior y financiamiento operativo, lo que hace que sea imprescindible la valoración de la compañía, la cual permitirá conocer no solo el valor justo de mercado de la empresa, sino que responde a la necesidad de saber a qué dirección va y las medidas estratégicas que deben tomar los accionistas en las

decisiones que enfrentan, y lo más importante que se incorpore dentro del análisis y planeación financiera de la valoración de empresas.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1 OBJETIVO GENERAL

Determinar el valor financiero de la empresa “Extracto Palma S.A.” para establecer un monto adecuado para el mercado, considerando los factores de riesgo internos y externos.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Evaluar los principales métodos de valoración existentes.
- Analizar la situación contable y financiera de la empresa en estudio.
- Analizar los riesgos internos y externos de la empresa.
- Seleccionar el método de valoración pertinente para el caso.
- Aplicar el método de valoración adecuado a la empresa “Extracto Palma S.A.”

1.3. REVISIÓN DE LITERATURA

1.3.1 Definición de valoración de empresas

Refiriendo a Mascarenas (2012) “La valoración de las empresas depende de varias circunstancias las cuales deben ser analizadas, desde la historia financiera contable de la empresa, métodos a utilizar, cultura de gerencia hasta la economía en la cual se desarrollan”. El autor manifiesta que la valoración de una empresa se realiza independientemente del método que utilice para llevar sus actividades, ya que es un hecho subjetivo, dentro del cual se deberán establecer límites en relación al uso para el cual esté destinado, juega un papel importante en las negociaciones de las partes inmersas.

Se conoce como pionero en el tema de valoración de empresas al PhD. John Williams (1899-1989), el cual en el año 1938 dentro de su tesis doctoral “La teoría del valor de inversiones” analiza las articulaciones entre lo que es el flujo de cajas descontadas por la valoración y valoración por los dividendos. También demostró que las formulas financieras se pueden usar para el cálculo de acciones de manera común a través del flujo de futuro descontando los dividendos.

Modigliani y Miller (1958) han presentado su Teorema Modigliani-Miller, en donde mencionan que el valor de una empresa no va a depender de la estructura de capital que tenga la firma, ya que ellos hicieron referencia a que en un mercado de capitales y con ausencia de impuestos, la estructura de capital no es relevante. Este teorema también plantea que el valor de una empresa siempre depende de forma directa de la capacidad que tenga de generar renta. En el año 1968, modificaron su teorema para incluir una parte impositiva, que determina que la deuda es neutral en relación al costo de capital promedio ponderado y el valor de la empresa (Martínez J. , 2013).

La valoración de empresas es un acto que requiere de conocimientos técnicos y sentido común, el cual va mejorando con la experiencia. La necesidad de valorar a una empresa en la actualidad se ha vuelto vital, esta se encuentra enfocada hacia la diferencia entre el valor y el precio, los cuales son conceptos que se ven enfrentados constantemente

en una negociación o decisión estratégica, las empresas van a tener valores distintos en lo que respecta al comprador y al vendedor.

Según Fernández (2012) “Una empresa tiene un valor distinto para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad de que el vendedor y comprador acuerdan realizar por una operación de compra y venta de una empresa” (p. 16).

Fernández describe el siguiente ejemplo: una compañía extranjera que está muy avanzada en tecnología quiere adquirir una empresa nacional, que es reconocida en el mercado, con la finalidad de entrar de esta forma al mercado nacional, aprovechando el renombre de la empresa local. Dentro de este caso, valora la marca pero no le da valor a las instalaciones, maquinaria, etc., ya que posee activos más innovadores. Por otro lado la parte vendedora si va a valorar dichos recursos por lo que desde esta perspectiva el comprador debe establecer cuál es el valor máximo que va a estar dispuesto a pagar, mientras que el vendedor deberá establecer cuál es el valor mínimo que va a aceptar por dicha transacción. Estos valores son los que deben ser comparados en una negociación para posteriormente pactar cual será el precio o punto medio entre las dos partes.

El autor interpreta en su gráfica, cual es la diferencia entre el valor y el precio, en relación a una negociación, teniendo como punto medio el acuerdo.

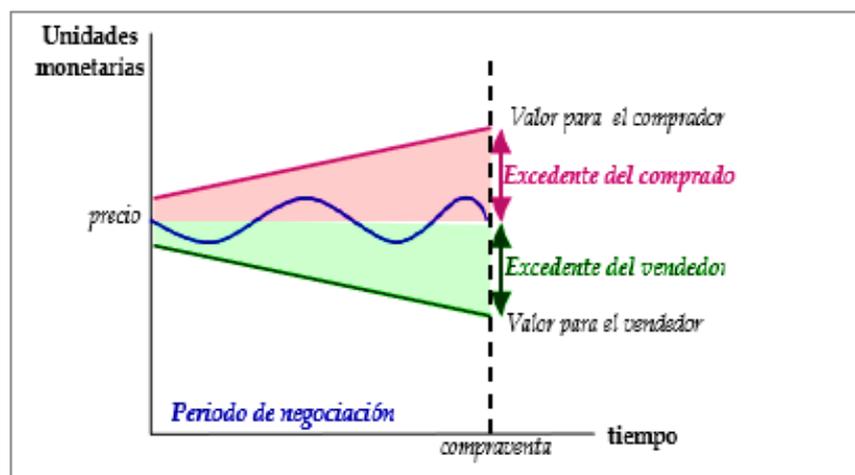


Figura # 1 diferencia entre el valor y el precio

La falta de información es uno de los principales causantes de que se den imperfecciones en los mercados, las dificultades que se dan se derivan en un coste tanto para la parte que compra como la que vende, esto debido a que al comprador le implica un menor valor y al vendedor una mayor inversión y se reduce el excedente entre ambos. De forma general el valor representa los beneficios económicos que se ven derivados de un activo al aplicar su inversión, lo cual lleva al importe monetaria actual. Por otro lado el precio se usa cuando se refiere al precio de venta y se considera como un intercambio, el cual es una transacción realizada (Danvila, 2013).

Se puede decir que se entiende como el valor de empresa a la parte económica en donde el objetivo es la estimación de los valores determinados en función a una hipótesis, en relación a objetivos determinados, a través de procesos de cálculos que se encuentran basados en informaciones de carácter técnico y económico. Valorar la realidad económica de una empresa no es una tarea fácil ya que no se trata de algo técnico sino también subjetivo, la información recolectada debe estar fundamentada, por lo tanto no existe un valor absoluto para una realidad (Profit Editorial, 2013).

1.3.1.1. Objetivos de la valoración de empresas

A causa de los desafíos económicos que las empresas han tenido en la actualidad, se considera muy importante que se dé a conocer cuál es el valor real de una empresa para poder hacer frente a las dificultades que se pueden dar e identificar las posibles soluciones que brinden nuevas oportunidades de crecimiento. Por esto es que la valoración de empresas ofrece un análisis profundo cualitativo y cuantitativo.

Referenciando a Pérez (2013):

- “Estimar el valor creado y rentabilidad del accionista.
- Identificar los parámetros clave que explican la creación de valor.
- Comparar estrategias alternativas para seleccionar la que promete más valor.
- Evaluar la gestión y retribuir a los gestores por el desempeño en la creación de valor.
- Fijar el precio compra venta de acciones o de activos.

- Contrastar el valor teórico con el precio de mercado”.

Los objetivos que sigue el proceso de valoración de empresas, se determinan según las condiciones de negociación, que determinan alternativas estratégicas en relación al negocio, estos objetivos se enfocan en maximizar las utilidades que deben ser consideradas a corto plazo, a largo plazo se debe lograr la continuidad dentro del mercado y generar valor para los accionistas. Dentro de la administración financiera se considera importante la toma de decisiones en lo que respecta a la inversión y financiación.

Las decisiones y las utilidades se juntan en el proceso de generar flujos, por esta razón, el principal objetivo es incrementar el valor de la empresa mediante la toma de decisiones empresariales acertadas. En relación a esto, se puede decir que maximiza la utilidad de una empresa pero no significa que siempre vaya a existir un retorno hacia los accionistas, por lo que la utilidad es algo que se puede evidenciar a largo plazo. Las condiciones de valoración van a establecer el marco de referencia en el cual el comprador y vendedor pueden actuar e interponer posiciones en lo que respecta al proceso de negociación, pero cabe recalcar que la valoración va más allá de un indicador.

Según Galindo (2015):

Las transacciones en las que se valora empresas consisten normalmente en transmitir la propiedad de la totalidad o parte de un negocio o del capital de titularidad en las acciones de una compañía. La adquisición o venta de acciones puede implicar la toma o pérdida de control en la empresa y la potestad de disponer de los bienes y negocios, que nuevamente tendrán que ser valorados para transmitirlos o traspasarlos respectivamente. Así pues, nos encontraremos con dos tipos de valoración con distintos problemas: la de los pasivos y la de los activos de la empresa (p. 34).

Entre los fundamentos que se deben tomar en consideración al momento de la valoración se encuentran:

- Considerar si la empresa está funcionando de manera indefinida.

- La empresa como unidad es un conjunto que se forma el negocio donde incluye bienes y factores tangibles e intangibles que trabajan en sinergia para la empresa.
- Los fundamentos económicos se encuentran de acuerdo a la teoría de la inversión, generando una capacidad de renta.
- En relación a la teoría financiera de crecimiento, los flujos y riesgos esperados (Ramón, 2012).

1.3.1.2. Propósito de la valoración

Los propósitos por los cuales se realiza una valoración de empresas pueden ser múltiples, de los cuales (Roig, 2013) menciona los siguientes:

1. Operaciones de compra y venta: para el comprador, la valoración da el precio a pagar como máximo y para el vendedor, la valoración es el precio mínimo que se debe vender.
2. Valoración de empresas que son cotizadas en la bolsa: sirve para comparar el valor obtenido en la cotización del mercado, también permite que los valores se concentren en la cartera. Y establece comparaciones entre las estrategias que han sido adoptadas por dichas empresas.
3. Salidas a bolsa: de esta forma se justifican los precios que son ofrecidos al público.
4. Herencias y testamentos: permite que se compare el valor de las acciones con el de los otros bienes.
5. Sistemas de remuneración en relación al valor: se trata de valorar una empresa o su unidad de negocio para poder cuantificar la creación de valor.
6. Identificar los impulsos de valor: establecer cuáles son las fuentes de creación y destrucción de valor.

7. Toma de decisiones sobre la continuidad de la empresa: esto permite que las empresas decidan, si siguen en el negocio, se fusionan, compran, etc.
8. Planeación estratégica: mediante esta se puede decidir que líneas de productos o negocios se debe potenciar o abandonar, cual es el impacto de las políticas de las empresas y las estrategias de la creación de empresas y destrucción de valor.
9. Proceso de arbitraje y pleitos: son los requerimientos que deben presentar quienes se encuentren en disputas sobre los precios, aquí se sustenta la valoración la cual es dictaminada por la corte de arbitraje.

Luego de haberse identificado cuales son los propósitos y los objetivos de la valoración de empresas se puede, establecer que la valoración se centra en la necesidad de tomar decisiones por parte de la administración de una organización. Para García (2012) “La experiencia demuestra que todas aquellas empresas que no se encuentran en un sistema competitivo no interpretan de manera correcta los entornos, y por tanto, no se diseñan sistemas de objetivos que obliguen a procesos de cambios”.

1.3.1.3. Etapas de la valoración

El proceso de valoración de una empresa implica una serie de etapas que terminan con el resultado de valor de la empresa. Al valorar a una empresa se genera un proceso en el cual se ven inmersos aspectos técnicos y del negocio. En relación a los aspectos técnicos el analista tiene que saber elegir el método de valoración que va más acorde al tipo de empresa. Se debe realizar un análisis del sector al cual pertenece, del entorno nacional e internacional, llevando a cabo los análisis cualitativos y cuantitativos (Rodríguez, 2013). A continuación se podrá observar en un diagrama:

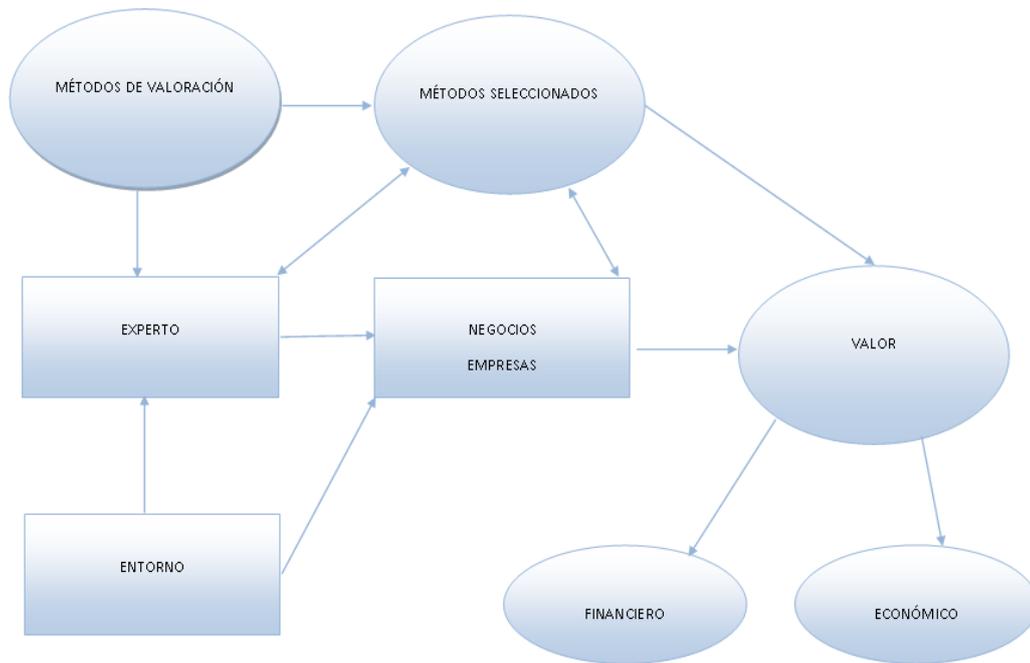


Figura # 2 *Etapas de la valoración*
Fuente: (Rodríguez, 2013)

1.3.1.4. Tipos de valor

Según las funciones de valor que considera Pérez (2013), esta función se representa como: $V = f(U;C)$, de esta se derivan los tipo de valor de referencia con el valor de utilidad o de coste:

- Valor de coste: se conoce también como contable, está basado en los registros contables, y en relación a la valoración se ajusta al presente.
- Valor de utilidad: es el valor de rendimiento que se basa en la estimación de las rentas futuras.
- Valor económico: es la inversión y los bienes tangibles e intangibles que están relacionados con el negocio.
- Valor financiero: se trata de la manera en que la empresa financia.
- Valor subjetivo: se lo establece como el valor de asesor, se obtiene mediante las circunstancias del valorador, tiene en consideración las apreciaciones subjetivas.

- Valor objetivo: es el valor de la empresa sin considerar apreciaciones de empresarios (Joehnk, 2012).

1.3.2 Métodos de Valoración

Dada la importancia de la valoración de empresas, existen diferentes métodos para poder valorarlas, de los cuales se busca satisfacer un propósito determinado. Existen diversas metodologías que puede ayudar a una valoración efectiva estas se pueden clasificar de la siguiente forma:



Figura # 3 *Métodos de Valoración*

Fuente: (Sapag, 2013).

Estas metodologías generan resultados diferentes a pesar de estar relacionadas en su objetivo de establecer el valor de una empresa, por esto es importante que se conozca cual es el propósito de la valoración de la empresa y llegar a un acuerdo entre las partes de cuál es el método más idóneo, que les sirva a los intereses de ambos (Sapag, 2013).

1.3.2.1. Método de Balance General

Referenciando a Van (2014):

El método de balance general es sencillo para efectos de cálculo, dado que obtiene las cifras históricas del balance general cuyos datos se registran mediante los principios de

la contabilidad generalmente aceptados, los cuales están estandarizados por las Normas Internacionales de Información Financiera o por los establecidos por la Junta de Normas de Contabilidad Financiera de los Estados Unidos (p. 45).

Tradicionalmente los analistas e inversionistas han usado el método de valoración el cual proviene de la rama financiera, siendo el balance general de cualquier empresa el punto de partida, dentro del cual se estima que el valor de mercado de los activos y pasivos se determine por la diferencia entre el valor del patrimonio de la empresa. Se utiliza comúnmente por su fácil entendimiento, pero su procedimiento y los resultados que arroja tienen un grado alto de subjetividad al seleccionar las cuentas del balance durante la valoración, lo cual incide en que se varíe el valor justo de la empresa.

Este método brinda una perspectiva estática debido al potencial de evolución de la empresa y de los principios que tienen un efecto de ajustes en las cuentas que se ven afectadas por esta situación. Permite que se vea un valor estático ya que no considera el potencial de la evolución de la empresa a futuro, ni de factores externos que podrían llegar a afectar el desarrollo de la misma, un claro ejemplo de esto es el talento humano, factores políticos o legales, los cuales no se ven reflejados en los estados financieros.

Dentro de este método se puede observar el valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial. A continuación se detallaran las diversas metodologías de valoración:

- Valor contable: según Fernández (2014): “Es un método dentro del cual se toma como valor de la compañía los activos netos en relación con los principios de contabilidad generalmente aceptados a la fecha en que se requiere el valor”.

Este método se conoce también como valor patrimonial neto es decir la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible con esto se logra obtener el valor de los recursos que forman el balance, el uso de este método, es impreciso y los resultados pueden distar del valor real de la empresa.

Para Buireu (2014) “Se lo considera como el primero en lo que respecta al enfoque de principio económico de reemplazo, lo cual quiere decir que un comprador o inversionista no pagaría por una empresa más allá de lo que le costaría crear una”.

$$\text{Valor de la firma} = \text{activo total} - \text{pasivo total}$$

- Valor contable ajustado: referenciando a Labatut (2016) “Es el valor contable del patrimonio neto pero ajustándolo a precios del mercado. Este método ajusta los activos a través de transacciones, suele presentar problemas en el momento de ajustar el activo para lo que no tiene un valor de mercado de referencia por lo que su valor tiene subjetividad”. El método se trata de contrarrestar el inconveniente de la aplicación de criterios contables con valoración, lo cual se logra parcialmente. Al momento en que los valores se ajustan al mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado.
- Valor de liquidación: para Juez (2014) “El valor de liquidación tiene validez cuando se ha determinado que el negocio finaliza sus actividades o que sus actividades están prontas a terminar. La finalización de estas actividades se originan por: baja renta, apreciación subjetiva de los propietarios, finiquito de la concesión administrativa o agotamiento de recursos naturales”. Se trata del valor de la empresa en el caso de que se la venta de activos y se cancelen las deudas. El valor se calcula deduciendo al patrimonio neto ajustado los gastos ocasionados por liquidación del negocio.
- Valor sustancial: Arguedas (2016) “Este valor toma como base el valor de la inversión para instalar una empresa de idénticas características y condiciones que la que se pretende instaurar”. Dentro de este método se consideran los activos vinculados a la explotación inmersos ciertos activos intangibles para dar inicio a la operación y puesta en marcha del negocio, también excluye lo que no se considera que sirve para la explotación. Desde otra perspectiva, se puede agregar que este método en relación del valor de reposición de los activos en el caso de que la empresa continúe, se debe tener el concepto de valor de liquidación.

Los métodos de balance se hacen necesarios cuando por diversas circunstancias, se requiere establecer cuál es el valor de la empresa. A pesar de todo esto a este método lo rodea un alto grado de subjetividad, lo cual significa que se pueden dar un valor por debajo o por encima de lo posible.

1.3.2.2. Método de múltiplos

Morales (2015) Define el concepto de empresas comparables de la siguiente forma “Dos empresas se consideran comparables cuando tienen flujos de fondos, crecimiento previsto y riesgo similar”.

En relación al método de balance donde se trata de un método estático e histórico, el método de múltiplos, está en el grupo de métodos basados en conceptos dinámicos, utilizando como base el estado de resultados de la empresa y estableciendo así cual es valor de la misma, mediante los múltiplos relacionados en cuestión a los beneficios, ventas, etc.

Se considera como un método sencillo de aplicar, ya que compara el resultado del análisis obtenido mediante el múltiplo de la empresa con los resultados de empresas similares que pueden ser comparadas en el mercado, considerando que es difícil encontrar la suficiente información que permita establecer la comparación de varias empresas seleccionadas. Este método se clasifica en tres:

- Métodos de múltiplos de mercado: son las transacciones minoristas, se utiliza este método para valorar las empresas de las cuales se quiere comprar acciones pero de forma minoritaria, es decir que no se requiere el control de la compañía.
- Métodos de múltiplos de transacciones: se trata de las transacciones mayoristas, a diferencia de los múltiplos de mercado, este método está enfocado a valorar las empresas con la intención de comprar un número de participaciones considerables para poder obtener el control de la empresa.
- Métodos de múltiplos técnicos: a diferencia de los anteriores este método toma el múltiplo del mercado el cual lo obtiene de diversas transacciones de mercados mayoristas y minoristas. Se lo vincula el valor de empresa con la variable técnica y con una variable financiera. Este tipo de múltiplos se pueden categorizar en dos tipos:

Múltiplos de valor de negocio: utiliza las variables vinculadas con el valor de la empresa comparable. Suelen ser variables como: ventas, EBIT.

Múltiplo de capital accionario: relaciona el valor que se ha dado al capital accionario con las variables del capital accionario, el cual resulta antes de los impuestos, resultado neto o valor patrimonial contable.

Cuando lo que se quiere la adquisición de una compañía, se usan los múltiplos de valor de negocio y cuando se busca llegar a una posición minoritaria como una inversión de cartera se usa los múltiplos del valor de capital accionario. Las decisiones que se tomen van a depender de la postura del inversor y para que se busca la inversión. Si una empresa quiere adquirir otra, como estrategia de mercado con la que la adquisición de la compañía que representa toda la cadena de producción y distribución los múltiplos de valor de negocio son los que se deben aplicar, ya que al tener el control total la estructura puede cambiar.

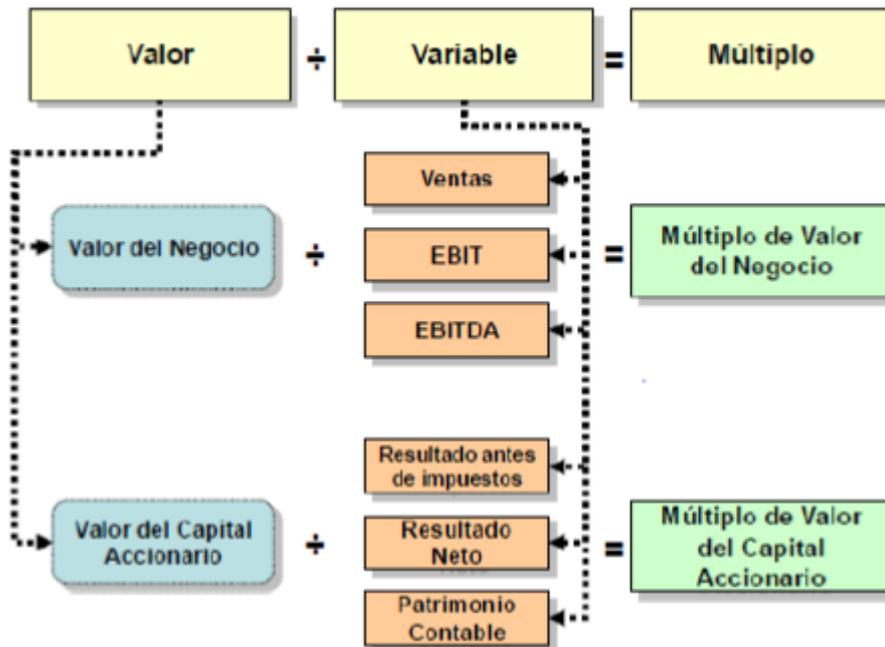


Figura # 4 múltiplos de valor de negocio

Fuente: (Morales, 2015)

Múltiplo PER

$$\frac{PBA}{UPA} \text{ o también por sus siglas en inglés } \frac{P}{E}$$

Este múltiplo PER se relaciona al PBA que es el precio bursátil de la acción con el UPA, lo cual se traduce en la utilidad por acción. Este relaciona el grado de apalancamiento y la dependencia del financiamiento con gestión efectiva, esto nos señala que se relaciona con una variable de mercado con otra variable contable. Mientras mayor sea el resultado más incluido estará el apalancamiento, esto generaría mayor valor a la empresa, la cual podría ser subvalorada.

Múltiplo de EBITDA

El múltiplo de EBITDA se relaciona al valor bursátil de la empresa y la utilidad antes de los intereses, depreciaciones, amortizaciones o cualquier impuesto, no conoce el efecto de apalancamiento, sino la recuperación de inversión mediante el resultado de la utilidad que la empresa consigue.

$$\frac{VBC}{UAIIDA} \text{ o también por sus siglas en inglés } \frac{P}{EBITDA}$$

Múltiplo de Ventas

$$\frac{VBC}{VENTAS}$$

Este coeficiente nace de la información que se obtiene de las empresas comparables, donde se conoce el valor de las mismas y se ha dividido para sus ventas. Este múltiplo trae dificultad para encontrar comparables. Este método relaciona el ratio de precios/ventas y la rentabilidad por acción.

1.3.2.3. Métodos de descuento de flujo de fondos

Fernández (2012) “Define este método basado en el descuento de flujo de fondos como aquellos que definen el valor de una empresa a través de la generación de sus flujos futuros de efectivo basados en estimaciones y estos a su vez descontados a una tasa de descuento determinada acorde al riesgo de dichos flujos”.

La preferencia de esta metodología se fundamenta en que de forma conceptual es correcta, ya que valora a la empresa mediante su capacidad generadora, es decir su capacidad

para generar flujos de fondos, los cuales al traerlos a valor presente descontados de una tasa de descuento correcta da como resultado el valor de la empresa.

Este valor se desarrolla mediante la valoración de los flujos descontados lo cual implica que se considere primer de forma desglosada a los ítems que son participes de generar flujos de fondos como cuentas por cobrar, y los pagos que se generen por el desarrollo del negocio, por lo que el concepto de tesorería es similar. Implica también la elección de la tasa correcta de descuento la cual se considera como cuenta de riesgo y tiene volatilidad en el tiempo. Se marca el descuento por parte de los involucrados en la negociación.

Los métodos más relevantes que se dan en este método de valoración de empresas mediante descuentos son: el flujo de caja libre y el valor actual ajustado, a continuación se detallan:

Flujo de Caja Libre (FCF)

Es el flujo de los fondos operativos que se genera por la empresa sin que se tome en consideración la deuda financiera después de los impuestos. Dentro de un análisis de concepto, se trata del excedente que va a quedar en la empresa después de haber cubierto todas las necesidades operativas de fondo y re inversión dentro de los activos fijos en el supuesto de que no exista deuda.

Este cálculo es la proyección de flujos de fondos sacando las partidas que no están representadas en el desembolso de efectivo como el caso de depreciaciones, amortizaciones y costos de oportunidad, que definen el beneficio neto. En esta proyección se realiza de forma más amplia por lo que debe ajustarse a la contabilidad con la finalidad de que se mantenga el enfoque en casa de tener los flujos proyectados.

Después de realizada esta proyección de flujos se deberá descontar la tasa de descuento en algún momento determinado, usando el WACC. Este se calcula ponderando el costo de la deuda (k_d) y el costo de acciones definidas (k_e) de la estructura de financiamiento

de una empresa. Sería el descuento al cual se valora la empresa en conjunto, deudas más acciones.

Valor actual ajustado (APV)

Este método puede incluir el ahorro fiscal que se tiene de la empresa cuando contrae una deuda y los intereses que se generan por esta situación financiera, van a ser reconocidos como deducibles de impuestos minimizando el importe para el cálculo de impuesto a la renta.

La valoración mediante el APV se obtiene calculando el valor de la empresa sin deuda usando el método de flujo de caja libre y utilizando la tasa exigida por los accionistas, pero bajo el supuesto de que la empresa no tiene deuda o también llamada tasa no apalancada, la cual es mucho menor a la tasa exigida por los accionistas en el supuesto de que la empresa tuviera una estructura de capital.

El segundo es calculado, el valor actual del ahorro fiscal en cada periodo que se producen los intereses de producto de la deuda financiera adquirida, la cual es multiplicada para los intereses de la deuda por la tasa impositiva, dando como resultado el flujo de caja libre en relación al ahorro fiscal del producto de los intereses de la deuda.

1.3.2.4. Métodos de opciones reales

Durante los últimos años los modelos de opciones se han tenido importancia, a pesar de esto su aplicación es compleja debido a la cantidad y calidad de información que proporcionan, pero son considerados como métodos de valoración atractivos para sectores dinámicos, donde el valor de las opciones reales es muy alto, la aplicación de este método supone un apoyo en la valoración. La diferencia de este método, se basa en que la empresa es más que una inversión financiera, es una inversión productiva y se encuentra en la capacidad de actuación del inversor contrarrestando al desenlace de las incertidumbres.

Las opciones reales que se pueden valorar mediante esos métodos son: si son replicables, en relación a la fórmula Black y Scholes, las cuales son desarrolladas mediante simulación, con la fórmula binomial; si no son replicables por los métodos anteriores teniendo en consideración la re aplicabilidad.

1.3.2.5. Ventajas y desventajas de los diferentes métodos de valoración de empresas

Citando a Caballer (2013)

El método de valoración presenta sencillez y eficacia. Realizan la valoración de una empresa por comparación con ciertas variables de otra u otras empresas comparables de las cuales si se conoce su valor, bien porque contienen en Bolsa, o bien porque han sido enajenadas en los últimos años. Se trata de una valoración relativa por comparación, cuyo objetivo es valorar una empresa basándose en el valor de empresas similares que se hayan transmitido en los últimos tiempos o que coticen en un mercado de valores, por lo tanto, representan el valor que el mercado está dando a empresas semejantes (p. 61).

Es de prioridad conocer las principales ventajas y desventajas de los principales métodos con el objetivo de ser una ayuda al momento de escoger el método idóneo que se utilizara para determinar el valor financiero de la entidad “La Compañía”.

Debido a las limitaciones de los métodos basados en el balance han quedado en desuso en la actualidad, la principal limitación es que proporciona un valor desde una perspectiva estática debido a que no plantea la capacidad de la entidad de generar flujos a futuro, este método solo se basa en activos y pasivos de la empresa. En este método no se considera el valor del dinero en el tiempo y otros factores como a situación del sector, problemas de organización, recursos humanos que no se reflejan en los balances de la empresa, además dependerá de prácticas contables arbitrarias. Sin embargo la ventaja principal de este método radica en su simpleza para comprender y más fáciles de explicar a los clientes que una valoración de flujos descontados, en este método se refleja la situación económica de la empresa en un omento determinado (Viñolas, 2016).

Los métodos de múltiples comparables, son fáciles de aplicar debido a su forma simple de cálculo y facilita dela comparación de las empresas que cotizan en la bolsa el problema radica en la valoración relativa de los comparables en el valor del mercado debido a que la utilización de una valoración de un activo relatico puede dar conclusiones muy altas cuando el mercado está sobrevalorado o muy bajas cuando el mercado está subvalorado. Un obstáculo es la dificultad de poder aplicar estos métodos en compañías 100% comparables, así como también se debe utilizar múltiplos cuando una empresa está en el extranjero que se encuentra con mercado financieros as desarrollado lo cual hace que haya una diferencia en los sistemas contables y legislación, lo cual provoca que utilizar un múltiplo no sea oportuno.

Según el autor Rojo (2013):

Incorporar valor a través del crecimiento en un escenario perpetuo implica que la empresa es capaz de invertir, de forma perpetua, por encima de la tasa exigida a los recursos. Este supuesto debe estar ampliamente soportado por ventajas competitivas de la empresa que no puedan ser eliminadas en el futuro. Si existe información que permita prever esta situación, aunque no de forma duradera, es aconsejable alargar el escenario coyuntural, utilizando en el estructural el principio de irrelevancia del crecimiento.

Una de las ventajas en la valoración de operaciones Reales es que permite valorar los activos en incertidumbre. Como factores en la valoración de opciones se tiene en cuanta la flexibilidad operativa y la volatilidad de los flujos de caja, por lo que se considera que el primer factor puede o no ser un estudio y los niveles de los niveles de financiamiento.

No obstante esto representa el principal riesgo que es la variabilidad de un activo. Otro de los problemas importantes es el ejercicio espontaneo. La desventaja más evidente es la con conveniencia de valuar acciones en este modelo, debido a que las acciones apalancadas es una secuencia de opciones relativas incluyendo opciones encima de opciones propuestas

Para llevar esta valoración tenemos los siguientes obstáculos, primero la opciones no pueden ser valoradas fácilmente, debido a los impuestos son difíciles de obtener y bastantes confusos .en la actualidad debido a la complejidad este enfoque de opciones reales es poco utilizado a pesar de sus ventajas (Calderón, 2012).

Los métodos de flujos de caja descontado son métodos dinámicos incluye aspectos ignorados por los demás métodos, un ejemplo de esto es la consideración de valor de una empresa que en medida que sea es capaz de generar un flujo de caja futuro para los accionistas. Estos métodos son bastante avanzado ya que tomas en importancia las variables claves para la valoración como los fluidos de caja, el crecimiento y el riesgo e idéntica factores creadores de valor,

Realizando esta metodología es posible llevar a cabo una proyección y análisis de escenarios que permiten observar el impacto en el valor de la empresa tanto en factores no sistemáticos como en factores específicos de la empresa. La complejidad del cálculo es una

de las desventajas debido a que se orienta en flujos futuros esperados y en tasas de descuento, estos valores cambian con frecuencia, además que puede existir una tasa asignada por el valuador errónea y dar un valor erróneo a la entidad.

Esta estimación se puede aplicar en empresas cuyo flujo de caja es positivo y estos estimados producen una confianza para los periodos futuros y cuando está disponible en un periodo de riesgo, que aclare una tasa de descuento, además de la dificultad de estimación del periodo adecuado y del valor residual o de continuidad para flujos de caja esperados. No es recomendado para las empresas que tienen obstáculos para estimar sus flujos futuros (Copeland, 2014).

1.3.2.6. Valoración en mercados emergentes

Para (Fondo Monetario Internacional, 2012):

En los países de mercados emergentes, en los cuales algunos pasivos externos, sobre toda la deuda, suelen estar denominados en moneda extranjera, los efectos de la valoración provocados por depreciaciones cambiarias probablemente compliquen el ajuste interno, dada el alza en moneda nacional de estos pasivos. Por otra parte la apreciación de la moneda tiende a tener efectos positivos en la valoración y a mejorar la posición externa neta, como es el caso de los países seleccionados de América Latina y Asia Oriental.

Los mercados financieros desarrollados son la representación de las economías emergentes, en las cuales sus productos de renta viable atraen a los inversionistas ya que permite diversificar el riesgo, por esta razón estas empresas son una herramienta importante para los inversionistas y analistas financieros al evaluar los prospectos. Se va a caracterizar por el déficit de transparencia, eficiencia operativa y regulaciones

Se determina emergente a un mercado si cumple al menos una de las siguientes condiciones:

- Si el mercado se encuentra en un país clasificado como ingreso bajo o medio.
- No existe crecimiento constante, el cual es evidenciado por un índice bajo de producto interno bruto.
- El mercado se encuentra en un país con controles y restricciones.

1.3.2.7. Riesgos en mercado emergentes

Existe una gran importancia el conocimiento de los riesgos presentes en una inversión en mercados emergentes. A continuación se presentaran los riesgos en mercados emergentes:

Riesgos generales

Factores de riesgo mundiales:

- Riesgos asimétricos: colapso del comercio mundial, guerra mundial.
- Riesgos simétricos: crecimiento de la economía mundial, inflación mundial, tasas de interés en mercados internacionales, crecimiento demográfico mundial.

Riesgos específicos

Factores de riesgo del país:

- Riesgo asimétrico: expropiación, incertidumbre legal y regulatoria, inestabilidad social, guerra civil, controles de capital, corrupción, incertidumbre tributaria, desconocimiento legal.
- Riesgo simétrico: nivel de inflación, volatilidad del mercado de valores local, niveles de tasa de interés, tasa de desempleo, crecimiento demográfico local, variación del tipo de cambio.

Factores de riesgo del sector:

- Riesgo asimétrico: conflictos gremiales, incertidumbre regulatoria sectorial, incertidumbre tributaria sectorial.
- Riesgo simétrico: precio de productos del sector, impacto de productos sustitutos, cambios en condiciones específicas de la industria, competitividad del sector, poder de negociación de clientes y proveedores, preferencias de consumidores del sector.

Factores de riesgo de la empresa:

- Riesgo asimétrico: dependencia del aprovisionamiento, dependencia del personal gerencial, dependencia del personal clave, incendio en la planta de producción.
- Riesgo simétrico: precios de los productos de los consumidores, nivel de demanda de la empresa, cambios en costos operativos, efectos de los costos fijos (Álvarez, 2012).

1.3.2.8. Temas Relevantes en la valoración de empresas

Se recalcan las siguientes características y el riesgo que estas representan en los mercados emergentes (Mascareñas, 2014):

Volatilidad de la moneda

Algunas economías de mercados emergentes, hay una ilusión de estabilidad creada por una tasa de cambio de moneda extranjera fija, pero se demuestran cambios significativos cuando la moneda se aprecia o deprecia.

Riesgo país

El crecimiento sustancial de las economías de los mercados emergentes es acompañado por el riesgo macroeconómico.

Las medidas no fiables del mercado

Durante la valorización de las empresas que cotizan la bolsa, se utilizan betas, se valorizan regresiones del rendimiento de las acciones con un índice de mercado. En los mercados emergentes estas medidas pueden ser obsoletas si los mercados financieros no son líquidos y las empresas tienen préstamos en el sistema bancario.

Limitada información y diferencias contables

A nivel mundial la exigencia de la publicación de información se ha incrementado de manera potencial no obstante existe una limitación de información en los países con mercados capitales en países emergentes, esto da como consecuencia una difícil valoración

de las empresas en estos mercados. Las diferencias en las normas de contabilidad hacen que se complicado la comparación de los mercados de países emergentes con los países desarrollados.

Gobierno corporativo

Algunas de las empresas en mercados emergentes suelen ser empresas familiares y aunque pueden estar en el mercado bursátil (cotizan en la bolsa), el control en las familias se dan a través de una variedad de mecanismos como son las acciones con diferentes derechos de votos, participación de empresas cruzadas y las tendencias de la pirámide. Además los inversores se cuestionan la gestión de estas empresas debido a la obstaculización legal y restricciones, falta de acceso al capital. Como secuencia, la transgresión de una gestión de una compañía creada en un mercado emergente a un mercado desarrollado es más difícil (Enrione, 2014).

Teorías para la valoración en mercados emergentes

La estimulación de los flujos de caja son descontados a una tasa que incorporan el riesgo, sin embargo los riesgos son potenciados en países con economías emergentes. Por lo cual existen metodologías propuestas por McKinsey y Damodaran para incorporar el término de riesgo país en inversiones realizadas en mercados emergentes o países en desarrollo.

Metodología propuesta de Mckinsey

Referenciando a Francés (2012):

El modelo de McKinsey permite que se realice un diagnóstico simplificado de los aspectos positivos y negativos de una organización, y de esta forma compararlos con los correspondientes en los principales competidores, para determinar las fortalezas y debilidades relativas. Facilita la ubicación de los focos de atención para determinar ventajas competitivas y aspectos que pueden ser mejorados o corregidos.

En esta metodología se propone incorporar el riesgo país estimado, escenarios de sensibilidad para los flujos de caja descontados utilizando variables macroeconómicas debido a que estas son más volátiles en economías emergentes, las más utilizadas son: PIB real, inflación, tipo de cambio y tasa de interés.

Metodología propuesta por Damodaran

Para Milla (2012)

Damodaran señala que la valoración intrínseca de una compañía, o de sus acciones, así como de diversas medidas de creación de valor desde la perspectiva interna, puede realizarse en términos de dichos inductores y, desde este punto de vista, establecer tal vinculación tiene sentido.

En esta metodología se sugiere realizar un ajuste al costo capital incorporando el riesgo país de invertir en países emergentes y básicamente la prima de riesgo en cualquier mercado de capitales.

$$\text{Equity Risk Premium} = \text{Base Premium for Mature Equity Market} + \text{Contry Premium}$$

Debido a esto Damodaran propuso tres tipos de metodologías para determinar este ajuste en riesgo país:

Default Risk Spreads: el margen de mercado por default es el más recomendado por que básicamente considera un ajuste determinado por la diferencia del rendimiento entre los bonos en dólares emitidos.

Relative Estandar Desviations: algunos analistas creen que las diferencias en las primas de riesgos demuestran las volatilidades de los mercados, estos analistas proponen el ajuste de la siguiente manera:

$$\text{Prima por Riesgo País} = \text{Prima por Riesgos} * (\sigma_{US} - 1)$$

Default Spread + Relative Estandar Desviations: Damodaran creía que la prima por riesgo país se determina mediante los volátiles entre el índice bursátil versus los bonos dólares emitidos por el país en los análisis partiendo desde el margen establecido por el mercado default para cada país con el cual se determina.

$$\text{Prima por Riesgo Pais} = \text{Country Default Spread} * (\text{COUNTRY BOUND})$$

Una vez que se obtiene la prima de riesgo por país se continua con la estimación del costo de capital verdadero para la compañía que se debe analizar, no obstante, Damodaran

propone metodologías basadas en exposición de campaña con esta prima por riesgo país que son mencionadas a continuación:

Son consideradas todas la compañías que tiene la misma exposición a la prima por riesgo país por lo cual se considera el cálculo siguiente para el costo de capital de una empresa

$$R_i = R_f + \beta * Prima RiesgoUS + Riesgo País$$

La exposición de la compañía con el riesgo país el proporcional a su exposición a otros de los riesgos del mercado que esta dad por el beta de la compañía con respecto al mercado considerando lo siguiente:

$$R_i = R_f + \beta * (Prima RiesgoUS + Riesgo País)$$

La consideración de cada compañía está dada por la exposición de riesgo en cada país diferente a su exposición con los otros riesgos de mercados para lo cual se propone lo siguiente:

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

En resumen, McKinsey incorpora el riesgo país con escenarios con variaciones en las variables más representativas macroeconómicas más representativas del país ajustando los flujos de caja dando por determinado una probabilidad de éxito en cada uno de los escenarios planteados, Damodaran intenta estimar el riesgo país mediante información precedente de las volatilidades del mercado del capital de un país y sirve como complemento del CAMP para estimar el costo de capital de una compañía y descontar flujos

1.3.3 Mercado de palma en Ecuador

Según Carrión (2013):

La palma africana *Elaeis guineensis*, es una especie perenne considerada como una de las fuentes principales de aceite vegetal cultivada por su alta productividad, con rendimiento aproximado de 4 a 5 toneladas de aceite por hectárea por año.

Comparativamente produce 4 a 6 veces más aceite anualmente que otras especies como el maní, soya, ajonjolí, girasol y mucho más que otras oleaginosas (p.45).

El aceite de palma es más sostenible que la producción de otros aceites vegetales con son la colza y la soya. El aceite de palma tiene varias ventajas entre ellas están el uso de tierra es mucho menor que en otros aceites y genera más aceite por hectárea, en su producción se utiliza menos energía, debido a esto es un producto rentable. Para la producción de un tonelada de aceite de palma se sugieren solo 0,25 hectáreas, los otros aceites vegetales ejemplos aceite de girasol, soya necesitan entre 1.5 y 2,2 hectáreas para producir una tonelada de aceite.

El aceite de palma es más versátil y saludable y aunque no requiere un hidrogenación para la mayoría de sus usos. En los últimos 50 años se ha requerido una producción sostenible dado al aumento de la demanda de materia prima, en la actualidad sigue habiendo u incremento de la demanda de materia prima (Gonzalo, 2012).

1.3.3.1. Producción y rendimientos de palma africana en el mundo

Referenciando a Rival (2014):

La palma aceitera se cultiva exclusivamente en zonas tropicales húmedas, donde representa una importante fuente de ingresos, tanto en términos de exportación como de materia prima para la industria local (fraccionamiento y refinado), los dos países responsables de la mayor producción de mundial de aceite de palma son Indonesia y Malasia (p. 34).

Existe un mercado de comercialización y producción del aceite de palma africana a nivel mundial a partir de los años 70 ha aumentado considerablemente, ya que en esta época se producía menos de cinco millones de toneladas métricas, en la actualidad se producen 50 millones.

El aumento significativo se debe a que el aceite de palma africana es casi de consumo mundial a diferencia de los otros aceites vegetales (soya, girasol, mostaza, etc.). En cuanto a la producción del aceite de palma rojo es más económico, versátil, existe factores claves que son mejorados porque la palma ha tomado un impulso impresionante en los últimos años. Además que la materia prima es muy diversificada debido a que esta se utiliza en la producción de biodiesel, en el uso de fabricación de oleos como son jabones, lubricantes, pinturas, detergentes, mantecas, panadera, alimentos balanceados entre otros.

El producto necesita de 18 meses después de su siembra para alcanzar su potencial máximo, de 3 a 5 años posteriores dependerá de las condiciones climáticas-agrarias de la región y el cuidado al momento de cultivar para evitar la propagación de enfermedades y plagas. Es el aceite más popular del mundo es el aceite de palma, se ha convertido en el aceite más consumido y producido demostrando en su cifra que este aceite tiene un 33% del total de los aceites vegetales producidos a nivel mundial (Dow, 2013).

El primer lugar en términos de volúmenes de comercio de productos oleicos es el aceite de palma africana. De hecho este aceite tiene una representación del 56% del total de las grasas y aceites a nivel global Indonesia y Malasia son los países con una mayor producción de aceite de palma comúnmente representan el 85 % de la producción global. Indonesia se ha mantenido como primer exportador de pues de quitar esta posición al país africano (Ortiz, 2014).

En el ranking de producción cada vez se unen más países de centro América y Latinoamérica. Los tres países que lideran la exportación de aceite de palma en esta región son: Colombia, Ecuador Y Honduras. Como todo producto el aceite de palma tiene un precio que esta proclive a la subida y bajada por lo que en unos países, sube por otros baja lo que da lugar a un comportamiento cíclico que depende de la oferta- demanda, este producto tiene un beneficio incorporado debido a que con este aceite se puede producir una gran variedad de productos.

Se debe tomar en cuenta que solamente el 10% del producto total usado a nivel mundial es para fines industriales el otro 90% es utilizado en la industria alimenticia (FEDAPAL, 2017).

Tabla # 1 Ranking países miles de toneladas



Fuente: (FEDAPAL, 2017)

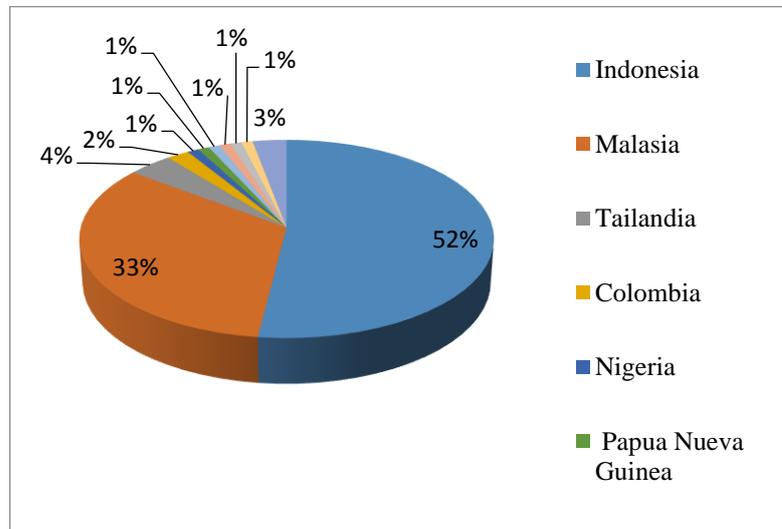


Figura # 5 Ranking países miles de toneladas

Ecuador se ubica en segundo lugar debajo de Colombia que contiene registradas más de 400. 000 hectáreas en la producción de palma africana .siguiendo los indicadores Ecuador tiene un gran posibilidad de expender su mercado y crecer, y con más razón cuando toda la producción de Colombia se queda en el mercado interno, porque es utilizado. Debido a esto Ecuador se convierte en el primer exportador en la región y segundo en Latinoamérica después de Guatemala (Pro Ecuador , 2014).

1.3.3.2. Superficie, producción y rendimientos de palma africana en Ecuador

El 1953 se establecieron las primeras plantaciones de palma africana, el lugar más importante es la provincia de Esmeraldas. En 1967 había alrededor de 1.000 hectáreas con plantaciones. En el años 2000 la cantidad de hectáreas era de 162. 202 este número aumento en el 2011 a 244.393 hectáreas y para el 2014 se cree que existe alrededor de 270.000 hectáreas

En lo respecta a la fruta fresca, en el año de 1970 se produjo un total de 21.140 toneladas de palma africana, en 1980 la cifra ascendió a 244.930 toneladas, en 1990 la cifra era de 835.698 toneladas. Para el año 2000 se ha informado de 1.238.987 toneladas en el 2011 la cifra alcanzo una elevación de 1.097.356 toneladas de fruta fresca. Para el 2014 se cree que existió un total de aproximado de 2.600.00 toneladas de fruta fresca. La fruta fresca de la palma africana tuvo un creciente tendencia pues en las década de los años 70 se obtuvieron 7.18 tn/ha. En los años 80 esto aumento a 12.82 tn/ha. En la actualidad la fruta fresca llega a 24tn/ha. (INEC , 2012).

1.3.3.3. Zonas de cultivo y productores de palma africana

Según (FEDAPAL, 2017):

Las principales enfermedades que afectaron al cultivo de palma africana durante el año 2013 en las provincias productoras fueron: La Pudrición del Cogollo conocida como la “PC” (*Phytophthora palmivora*), Anillo Rojo del Coco (*Rhadinaphelenchus cocophilus*) y la Marchitez Sorpresiva que presenta una gran preocupación al sector palmero y es causada por un tripanosoma (*Phytomonas* sp.).

En Ecuador el cultivo de palma áfrica se da en 11 de las 24 provincias entre las más destacadas tenemos a Santo Domingo de los Tsáchilas, Esmeraldas, Los Ríos esta provincias representan casi el 70 % de la producción nacional. Existen más de 270 mil hectáreas de palma sembradas en zonas de San Lorenzo, Quinindé, Las Golondrinas, La concordia, Quevedo, Ventanas, Balzar, Colimes y las provincias del Oriente.

El número de palmicultores a final del 2017 era de aproximadamente 7.000. Esta actividad de económica - agrarias es realizadas por los pequeños agricultores, esto se expresa debido a que el 87.1% tienen menos de 50 hectáreas. El mando de hectáreas de las fincas

que contiene Palma africana es de 21 a 50 ha., mientras que persiste una prevalencia en las fincas de 50 a 500 hectáreas.

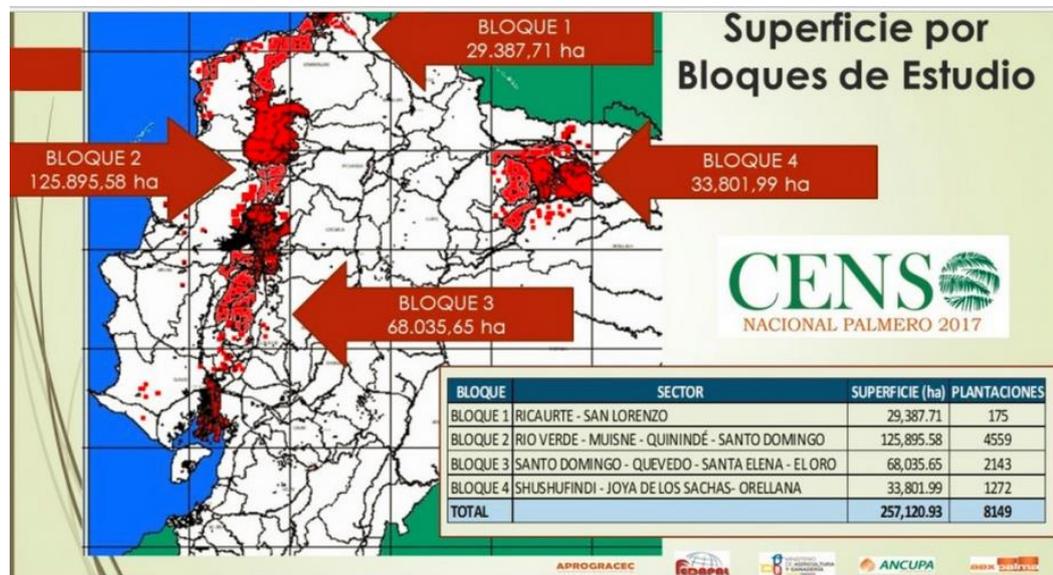


Figura # 6 Ubicación geográfica del sector de palma africana en Ecuador.

Fuente: (FEDAPAL, 2017)

AÑO	PRODUCCION Tm	CONSUMO Tm	EXCEDENTE Tm
2011	472,988	211,949	261,039
2012	539,498	213,600	325,898
2013	498,676	215,695	282,981
2014	484,006	220,796	263,210
2015	519,693	222,556	308,724
2016	564,636	215,067	349,569
2017*	593,000	218,000	375,000

* Estimado
No considera inventarios

Figura # 7 Producción de aceite de palma en el Ecuador

Fuente: (FEDAPAL, 2017)

1.3.3.4. Exportaciones de aceite de palma y sus derivados de origen nacional

Se cree que un 15% del Producto Interno Bruto Agrícola y el 4.53 % del Producto Interno Bruto total proviene de la producción y comercialización de palma africana, mientras que la producción e grasas y aceites da un ingreso de 103 millones de dólares lo cual contribuye al 0.89 % de Producto Interno Bruto de la economía del país. El consumo local

de palma africana es del 50 % lo cual contribuye a la soberanía alimentaria, este aceite es la materia prima para una gran variedad de alimentos que se encuentran en la canasta básica Ecuatoriana, lo que significa que la exportación es de 320 mil toneladas lo cual desemboca en un gran aporte de la balanza comercial y a la economía del país.

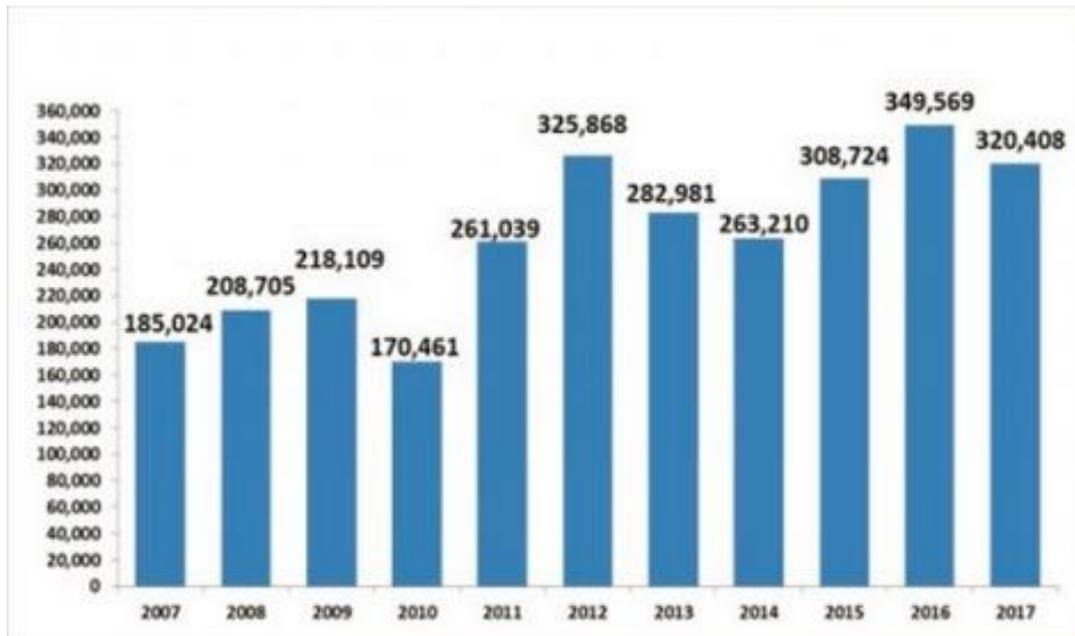


Figura # 8 *Exportaciones ecuatorianas de aceite de palma al mundo*

Fuente: (Ministerio de Comercio Exterior , 2017).

Research and Markets una consultora alemana afirma que la constante anual de consumo de palma África es de 7% anual en los últimos 2° años y que la demanda a nivel mundial cada día aumenta. En zonas con Santo Domingo de los Tsáchilas y esmeraldas con sus cercanías existen familias que tiene un ingreso debido al cultivo de palma africana, y que trabajan en los diferentes sembríos de la región. En el área agrícola se estima que el cultivo de palma África es la mayor fuente de ingresos (Ministerio de Comercio Exterior , 2017).

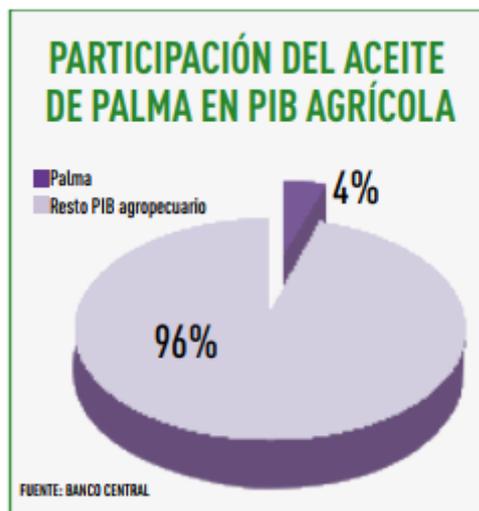


Figura # 9 Participación del aceite de palma en PIB agrícola

Fuente: (Ministerio de Comercio Exterior , 2017).

1.3.3.5. Precio del aceite de palma

En el Ecuador, dos de las estructuras importantes relacionadas al fomento y apoyo de la producción nacional de aceite de palma aceitera son, Fundación de fomento de precio del aceite de palma. En Ecuador existen dos importante estructuras que están relacionadas al fomento y apoyo de la producción nacional de aceite de palma este organismo son: Exportadores de Aceite de Palma (FEDAPAL , 2017) y la Asociación Nacional de Cultivadores de Palma (ANCUPA , 2016).

El objetivo de la primera entidad es especificar la política nacional de comercialización de palma haciendo de la siguiente manera planificando, y elaborando estrategias para que el productor pueda exportar todos los excedentes de su producción, de manera que se apruebe la venta de toda la industria. La segunda entidad se encarga de ser un colaborador de un organismo regulador.

La FEDAPAL es el que sugiere el precio local del aceite de palma, este organismo toma en cuenta las cuatro variables: el precio de importación que es proporcionado por Malasia, el precio del aceite de soja que es un sustituto, el precio del aceite de palma en Colombia y el volumen de los excedente de la producción local, pues mientras mayor sea el exente de producción del aceite de palma en el mercado ecuatoriano, el precio internacional

se va acercando. En 2013 el precio promedio de fruta fresca fue de USD 162,78 la tonelada métrica en el mercado nacional y de aceite de palma fue de USD 847,50 (FEDAPAL, 2018).

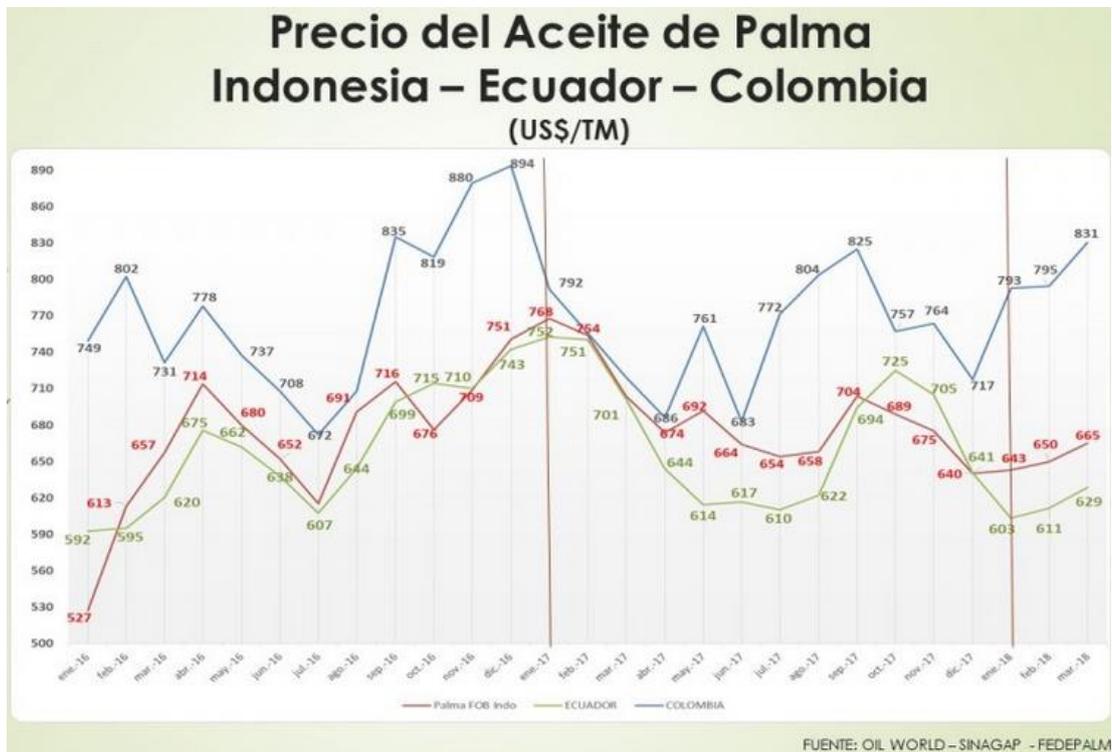


Figura # 10 Precio del aceite de palma

Fuente: (FEDAPAL, 2018).

1.3.3.6. Exportaciones de aceite de palma

El ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuicultura y Pesca (MAGAP) se encarga de las exportaciones por lo cual son los que cumplen la función de crear un plan estratégico para la industria de la palma africana, debido a que se pueda encontrar la iniciativa de los palmicultores, esto se puede observar en el incremento de las exportaciones en un promedio anual de 13,00% en los últimos años. En valor aproximado de las exportaciones en el 2013 es de \$ 208.3 millones y como consecuencia en Ecuador se exportó 283.735 TM (Corporación Financiera Nacional, 2017).

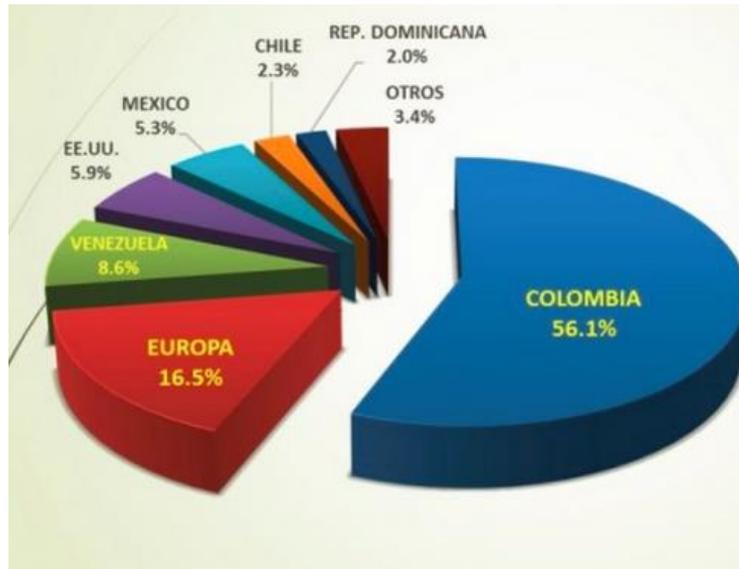


Figura # 11 *Exportaciones del aceite de palma según el destino*

Fuente: (Corporación Financiera Nacional , 2017).

PROYECCION DE LA PALMERA ACEITERA A 5 AÑOS (2.019)	
Superficie Sebrada con Palma Aceitera	391.000 ha
Producción Agrícola 2.019 (Ac. Crudo)	1.173.000 TM
A precios actuales	\$ 830.000.000
Consumo Nacional	315.000 TM
Excedentes (Exportación)	858.000 TM
A precios actuales	\$ 607.464.000
Ahorro de divisas por Exportaciones	\$ 223.020.000
Generación de trabajo directo (Agric e Indus.)	130.333 empleos
Generación de trabajo indirecto (Agric e Indus.)	156.400 empleos

Figura # 12 *Proyección de la palmera aceitera a 5 años*

Fuente: (Corporación Financiera Nacional , 2017).

1.3.4 Terminología

Capital autorizado

Es el capital de la empresa que una sociedad puede suscribir como máximo (Aguilar, 2016).

Capitalización de mercado

Es el valor de mercado de una empresa. Se calcula multiplicando el precio de cotización por el número de las acciones que hay emitidas.

Capitalización de mercado de los fondos propios

Resulta de multiplicar el precio de la acción por el número actual de acciones en circulación (Ventura, 2014).

Capital riesgo

Tipo de financiación empleada a menudo por empresas en una primera fase de las que se esperan resultados excelentes de crecimiento pero que no tienen mercados de capital (Cazorla, 2011).

Cartera

Es una combinación de varios activos individuales en determinadas proporciones (Bodie, 2013).

Capital de trabajo:

Son directamente los fondos que requiere una empresa para poder funcionar, en términos contables se refiere directamente a activos corrientes, se obtiene de restar los activos corrientes de los pasivos corrientes, está compuesto por efectivo, inversiones a corto plazo, etc. (Perdomo, 2013).

EBIT

Earnings Before Interest and Taxes es el resultado antes de intereses e impuestos. Es también conocido como resultado de explotación sin tener en cuenta los ingresos y gastos financieros e impuestos (Stowe, 2012).

EBITDA

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortizations es el Resultado antes de Intereses, impuestos, depreciación y amortización. Son las ventas de la compañía

menos todos sus costes/gastos operativos, es decir, excluye los gastos/costes financieros, extraordinarios, impuestos y amortizaciones (iMinds Pty Ltd, 2012).

Flujo de caja

Es el conjunto de entrada y salida de los flujos de efectivo en un período determinado (Hamilton, 2014).

Fondo de los accionistas

Es aquel fondo compuesto por el capital social de la empresa y las reservas (Romero, 2014).

Fondos propios

Es aquella parte del capital que posee una empresa y que no pertenece a personas o entidades externas de la empresa, es decir, son aportaciones de los socios de la empresa (Carvallo, 2013).

Inflación

Subida constante y en aumento de los precios en una Economía (Sampedro, 2012).

Liquidación

Pago completo de una deuda que tenía una empresa con otra o con un banco (Alejándrez, 2013).

Liquidez

Es una cualidad que indica la facilidad para convertir en dinero efectivo los activos que tienen una empresa (Martínez C. , 2014).

Margen EBITDA

Dividir el dato de EBITDA entre las ventas netas. Nos indica el margen operativo de la compañía y sirve sobre todo para compararlo con años anteriores y/o con empresas de la competencia (Baena, 2015).

Valor razonable de mercado (VRM): se trata del precio más probable de un bien en el mercado (Revello, 2013).

Valor de la inversión (VI): es el valor estratégico de un bien en el cual está incluido lo que espera el inversor (Biblioteca Universitaria de Sevilla, 2012).

Valor económico (VF): se le llama también valor intrínseco o fundamental y es el valor de un bien según sus características, las cuales son percibidas por el inversor (Editorial La Ley, 2013).

Justo valor (JV): es el valor de un bien antes de que sea afectado con una actuación (Editorial Vértice, 2012).

Valoración: esta no se enfoca en establecer precios o costes, estos se van a fijar cuando se realice una transacción y en relación a los factores que se incluyan a lo largo del tiempo. La valoración implica el proceso de determinar el grado o valor de utilidad que tiene una empresa o negocio para los usuarios, inversionistas y propietarios (Marín, 2014).

Valorador: es el sujeto físico o jurídico que se encarga de que se pueda tener un equipo de trabajo, realizan los informes de valoración (Lawler, 2014).

CAPÍTULO 2

2. METODOLOGÍA

2.1. Justificación del método de valoración seleccionado

Tomando en consideración que la valoración de empresas permite identificar el verdadero valor de una organización dentro del mercado determinado, es importante destacar sin embargo, que de los métodos existentes para dicha gestión presentan un sesgo, que influye directamente en los resultados que se obtengan, es por esto, que se detallan a continuación los métodos que presentan mayor exactitud para obtener el verdadero valor de una empresa:

- Valor y Precio.
- Método basado en el Balance General.
- Método múltiplo de cuentas de resultados.
- Método mixto: Fondo de comercio (GoodWill).
- Método de descuento de “flujo de fondos” cash flow.

Considerando los métodos detallados anteriormente, fue posible determinar tanto las ventajas como desventajas de cada uno de estos, a su vez se observó de forma preliminar los estados financieros así como la estructura de estos; por ende, considerando el tipo de negocio y sabiendo que Extracto Palma S.A., está continuamente innovando por ende tomando importantes decisiones de financiamiento, inversión y operación, lo que es necesario tener un análisis objetivo que nos permita analizar y valorar la empresa, es posible determinar que el método más recomendado para aplicar es el denominado “flujo de fondos”. Existen diferentes métodos de valoración financiera, basados en los instrumentos más relevantes para la obtención de valor según lo expuesto por (Fernandez, IESE Business School, 2008).

Tabla # 2

Métodos de valoración

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
Balance	Cuenta de Resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de Flujos	Creación de Valor	Opciones
Valor Contable	Múltiplos de	Clásico	Capital Cash Flow	EVA	Black & Scholes
Valor Contable Ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash Flow Acciones	Beneficio Económico	Opción de invertir
Valor de Liquidación	Ventas	Contables europeos	Dividendos	Cash Value Added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Renta Abreviada	APV	CFROI	Aplazar la inversión
Activo Neto Real	Otros múltiplos	Otros	Free cash Flow		Usos Alternativos

Fuente: (Fernandez, 2008).

Tomando como punto de partida los métodos de valoración de empresas más usados según lo detallado en la tabla anterior, se procede a continuación a describir brevemente cada uno de estos según lo expuesto por (Riberiro & Anson, 2007):

- Métodos basados en el balance: Estos se fundamentan en la valoración de una empresa, determinando las siguientes estimaciones, en primer lugar el valor contable, seguido del valor contable ajustado, valor de liquidación, valor sustancial, y activo neto real.
- Los métodos basados en Cuentas de Resultado: Son los múltiplos por beneficios en Ventas, Ebitda, Per y otros múltiplos.
- Los métodos Mixtos o GoodWill: Dentro de estos se identifica el método clásico, de Unión por expertos, Contables, Renta abreviada, entre otros.
- Los métodos basados en la Creación de Valor: Tales como Eva, Beneficio económico, Cash value added, CFROI.
- Los métodos basados en el Descuento de flujos: Entre ellos destacan el Free cash flow, Cash flow acciones, Dividendos, Capital cash flow, Apv.
- Existen otras Opciones para obtener la valoración de una empresa como son los métodos de Black y Scholes, Opción de invertir, Ampliar el estudio y aplazar la inversión.

Según lo expuesto por Mondragón (2005), es importante valorar una empresa, considerando que todo lo que se encuentra en el entorno de una persona o una sociedad tiende a poseer un valor, ya sea en el ámbito de cultura, actividad profesional, empresarial, etc. Para valorar se necesita de técnicas o metodologías que se han ido aplicando en el tiempo, sin embargo debido a los cambios que se genera en el entorno, muchas de ellas han dejado de ser aplicables. Con esto, nuevos productos financieros trajeron consigo la necesidad de aplicar nuevas técnicas de valoración que a su vez fueron ajustando a las ya existentes.

Otro de los métodos que se puede aplicar son: Valor Contable, Activo Neto Real, Valor Sustancial, Valor de Liquidación, Método de los Prácticos o Mixtos, Descuento de Flujo de Caja, Beneficios Descontados, etc. Cualquiera que fuere usado, permite conocer la valoración de una empresa, lo cual servirá como apoyo para determinar su valor exacto al momento de vender la empresa o simplemente conocer su valor en el mercado con todos los determinantes o factores que puedan afectar al mismo.

Es necesario acotar, que antes de seleccionar el método de valoración más adecuado, es importante identificar previamente los errores más comunes en el proceso de una valoración de empresa, los cuales se pueden presentar en los siguientes casos:

- Errores de la tasa de descuento y riesgo de la empresa.
- Errores al calcular y prever flujos esperados.
- Errores al calcular el valor terminal.
- Inconsistencias y errores conceptuales.
- Errores al interpretar la valoración.
- Errores al interpretar la contabilidad, y,
- Errores de organización.

Considerados los tipos de errores que puedan suscitarse, es necesario identificarlos, ya que se pueden presentar al momento de calcular los flujos esperados, los cuales servirán para verificar bien la realización de proyecciones, como por ejemplo considerar necesidades operativas de fondos y considerar un aumento en tesorería como flujo para los accionistas (Fernández P. , IESE Business School, 2007).

Una vez realizado todo el proceso anterior, es necesario determinar de todos los métodos de valoración, el más aceptado y comúnmente aceptado y aplicado, para el presente caso sobre la valoración de la empresa extractora de aceite de palma, se considera que el método del flujo de caja descontado, dado a que es el de mayor utilización, ya que constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, pues considera la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos fondos utilizando una tasa de descuento apropiada, de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas; a su vez se considera a la misma como una unidad generadora de efectivo (Vidarte J. , 2009).

2.1.1 Descripción del método de valoración seleccionado

El método de flujo de fondos analiza y estima los resultados futuros de la empresa para determinar su precio a valor presente, por ende, es considerado uno de los métodos más completos a utilizarse. Cabe mencionar además que este método requiere que se realicen varias etapas para su correcta consecución:

- 1) Realizar un análisis del entorno externo en que se desenvuelve la empresa: principales indicadores macroeconómicos, sectoriales y perspectivas del segmento.
- 2) Realizar un análisis interno de la empresa: mercados, operaciones, evolución de cifras financieras y perspectivas de los directivos a largo plazo.
- 3) Determinar el horizonte de planeación adecuado.
- 4) Calcular los flujos de caja proyectados del horizonte de planeación.
- 5) Calcular el valor de terminal de la empresa.
- 6) Calcular la tasa de costo promedio ponderado de capital de la empresa.
- 7) Descontar los flujos del horizonte de planeación y del valor terminal a la tasa del WACC.

Una vez realizado los pasos anteriores, se determina el valor empresa que será el escenario conservador, luego se identificará los escenarios pesimista y optimista a fin de sacar el promedio ponderado y ese será el valor de la empresa objeto de estudio. La capacidad para generar flujos de caja y los riesgos asociados son características intrínsecas del valor de un activo. En su forma más común el valor intrínseco se calcula con una

valoración de flujo de caja descontado. Este es el único método de valoración conceptualmente válido y será el utilizado en esta valoración según lo definido por (Damodaran, Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2006).

Según Fernández (2008) indica que existe un compendio de los métodos y teorías más utilizados para valorar empresas por descuento de flujos. Los diez métodos descritos son:

- Flujos para las acciones descontados a la rentabilidad exigida a las acciones;
- Free cash flow descontado al WACC; Capital Cash flows descontados al WACC antes de impuestos; APV (Adjusted Present Value);
- Free Cash Flows ajustados al riesgo del negocio descontados a la rentabilidad exigida a los activos;
- Cash flows disponibles para las acciones ajustados al riesgo del negocio descontados a la rentabilidad exigida a los activos;
- Beneficio económico descontado a la rentabilidad exigida a las acciones;
- EVA descontado al WACC;
- Free cash flows ajustados descontados a la tasa libre de riesgo, y,
- Cash flows disponibles para las acciones ajustados descontados a la tasa libre de riesgo. Los diez métodos proporcionan siempre el mismo valor.

Este resultado es lógico, porque todos los métodos analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis; sólo difieren en los flujos que toman como punto de partida para la valoración. También se muestran siete teorías sobre el valor del ahorro de impuestos debido a los intereses (VTS) y su impacto en la valoración.

Es conveniente realizar un análisis de los entornos tanto interno como externo de la empresa, conocer cada uno de sus indicadores, cómo estos van a incidir en la proyección de los Estados Financieros, así como el Estado de Resultado, Balance General y Flujo de Efectivo; para una revisión más contundente es importante tomar información de los últimos 3 años, analizando de esta manera los cambios a los que se han visto inmerso por la política económica, fiscal y política, de esta manera se podrá evaluar las diferentes causas que han dado cambios en los balances, así como también hacer una valoración a largo plazo.

También, es necesario reconocer que la gestión de riesgo en la valoración de empresas puede alterar la política de inversión y afectar los flujos de caja esperados. Este proyecto busca que la gestión de riesgo no sea solamente defensiva, es decir que las empresas se protejan contra estos riesgos mediante seguros o productos de cobertura preocupándose más por protegerse que por administrar el riesgo aprovechando las oportunidades que esta ofrece como ventaja en el mercado global en una realidad de mayor volatilidad (Damodaran, Financial Analyst Journal, 2005).

Siguiendo el Modelo de Flujo de Caja Descontado (Damodaran, Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2006), se considera las siguientes fórmulas:

$$\text{Valor de las acciones} = \sum_1^n \frac{FCA_t}{(1+ke)^t} \quad (1)$$

FCA t = Flujo de caja esperado para las acciones en el periodo t = Flujo de Caja Operativo t - Δ Act Fijo Neto + Δ Deuda Financiera.

Para calcular el costo de capital propio, utilizaremos el modelo de CAPM (Capital Assets Pricing Model).

$$Ke = \text{Costo de capital propio} = R_f + \text{Beta} * \text{PRM}$$

El valor de las acciones es obtenido descontando los flujos de caja de los accionistas, que es el flujo residual luego de pagar todos los costos y gastos, inversiones en activos fijos y circulantes, obligaciones tributarias y pagos de deuda neta (intereses, pagos de principal y obtención de préstamos), al costo del capital, la tasa de retorno requerida para los inversores.

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_1^n \frac{FCL_t}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

FCL = Flujo de caja Libre para las acciones en el periodo t = Flujo de Caja Operativo t - Δ Act Fijo Neto

$$\text{WACC} = \text{Costo Promedio Ponderado del Capital} = \frac{P}{P+D} * K_e + \frac{D}{P+D} * K_d * (1 - t)$$

Son los flujos de cajas residuales después de pagar los costos operativos, las necesidades de reinversión, los impuestos, considerando el escenario hipotético que la firma sólo se financia con capital propio, descontado al WACC, que es el costo de los diferentes componentes de las fuentes de financiamiento utilizados, ponderados por las proporciones en la estructura de capital al valor de mercado.

Valor de la empresa en partes: El valor de la firma también se puede obtener valuando cada parte por separado.

Valor de la firma = Valor de la compañía financiada sólo con capital propio + Valor Presente del Escudo Fiscal de los intereses financieros + Costo esperados por bancarrota.

Una vez que se haya obtenido el Flujo de Efectivo Esperado, se procederá a obtener el Valor Presente de este Flujo con una tasa de descuento obtenida de la suma del WACC (Costo Promedio Ponderado), con sus diferentes tasas como son: la tasa de riesgo del sector, Tasa de rendimiento esperada para la empresa. Este procedimiento dará como resultado la Valoración que tiene la empresa, un valor que puede ser negociado en el caso de venta o de determinar el estado actual de la empresa.

2.2 Análisis de la Empresa Extracto Palma S.A.

2.2.1 Análisis Externo

PESTA

Se procede a realizar un análisis del entorno, con el objetivo de verificar los aspectos más relevantes que puedan influir tanto positiva, como negativamente al proceso de valoración de la empresa extractora de aceite de palma.

Político

A nivel político, el Ecuador actualmente se encuentra en una etapa de transición, esto debido al reciente cambio de mando experimentado en el mes de mayo, donde asumió la Presidencia de la República del Ecuador el Licenciado Lenin Moreno. A partir del cambio de gobierno, se han evidenciado modificaciones tanto a nivel ideológico, como también en el aspecto legal, y de manera en particular se han implementado proyectos y se han suscrito acuerdos para favorecer a diversos sectores productivos del país.

En este caso, uno de los factores más importantes que han incidido en el sector palmicultor, hace referencia a la suscripción de un compromiso con la Mesa Redonda de Aceite de Palma Sostenible (RSPO), para implementar criterios de producción sostenible y eficiente de aceite de palma en el Ecuador, a fin de obtener la Certificación Nacional RSPO, aspecto que no solo favorecerá a la producción nacional, sino también permitirá que el aceite de palma ecuatoriano obtenga una mejor valorización en el ámbito de comercio internacional (Ministerio de Agricultura y Ganadería, 2017).

Así mismo, se destaca la firma de acuerdos comerciales que favorecerán al sector productor de aceite de palma, según la publicación realizada por el Ministerio de Comercio Exterior (2017):

La cadena de la palma se ha favorecido de importantes acciones y estrategias a nivel gubernamental orientadas a fortalecer la competitividad del sector frente a la actual coyuntura de los mercados externos. En temas de comercio exterior, el aceite de palma y sus derivados son productos que reciben especial atención en las negociaciones comerciales internacionales, tal es el caso de los acuerdos que actualmente se negocian con Turquía, Corea del Norte y los recientes diálogos mantenidos con Irán. Además, este sector ya se beneficia de un acceso con 0% de arancel en la UE y México.

En este caso, el actual Gobierno no solo busca promover una producción sostenible, sino también busca la apertura de nuevos mercados internacionales que favorecerán a la comercialización de aceite de palma ecuatoriano. Por lo tanto, se considera necesaria la valoración de las empresas palmicultoras, como es el caso de empresa “Extracto Palma S.A.”, a fin de fortalecer de manera integral al sector palmicultor ecuatoriano, proyectando una imagen sólida y solvente.

Económico

En cuanto al aspecto económico, el Ecuador ha pasado en los últimos años, etapas de recesión, principalmente esto atribuido a la caída del precio del petróleo que de una u otra manera ha afectado en el desempeño de las empresas locales, así como a la población, cuyo poder adquisitivo también se ve reducido, lo que por consiguiente incide, a que tengan menor capacidad para adquirir unos productos por sobre otros.

Según los últimos reportes del Banco Central del Ecuador (BCE, 2016), el año 2016 finaliza con una economía contraída del -1,5%, sin embargo para finales del 2017, se prevé con base a las previsiones efectuadas culmine con resultados positivos, que a pesar de no ser alentadores, dan la pauta para que el periodo que está por aparecer, se saque un mejor provecho y se obtengan a su vez mejores resultados de la gestión económica.

Las empresas y las industrias en general deben tomar en consideración la aplicación de estrategias con las cuales sea posible contrarrestar de alguna manera las fluctuaciones que la economía presenta, esto es un aspecto que logrará garantizar mayor estabilidad a estas organizaciones a nivel local, así como aquellas que dependen mucho de las exportaciones tanto en la región como fuera de esta.

Cabe mencionar que la valoración de una empresa puede verse afectada, considerando los escenarios de inestabilidad que se pueden presentar, sin embargo el mantener eficientes procesos productivos, una correcta imagen en el mercado, así como mantener altos índices de rentabilidad, son factores que fácilmente podrán ser considerados durante el proceso de valorización de una organización, lo que le permitirá otorgar mejores características valorables a la empresa analizada.

Social

Dentro del contexto social, las empresas hoy en día son consideradas como un ente responsable y que pueden contribuir directa o indirectamente con las sociedades de hoy en día, sea por un tema de ayuda constante, o porque están pasando por situaciones desfavorables como por ejemplo el último acontecimiento ocurrido en Ecuador en abril del 2016, donde muchas empresas se volcaron a ayudar a los miles de personas que padecieron

durante el último terremoto, esto evidenció un panorama de apoyo altruista por las empresas de diferentes sectores comerciales.

Las empresas a nivel social buscan generar una imagen positiva entre la población, esto no solo con buenos actos, sino también a través de la generación de fuentes de empleos, preparación constante de sus empleados, así como ayuda y desarrollo mutuo a las familias de los empleados, lo que también logra contribuir al estatus positivo de las organizaciones, lo que consecuentemente influirá en la valoración que una empresa pueda recibir.

Tecnológico

El aspecto tecnológico es fundamental para las empresas e industrias en la actualidad, considerando que la globalización y los cambios del entorno demandan además de la innovación, la capacitación respectiva sobre los implementos tecnológicos que se consideran, dado a que es importante disponer de conocimientos actualizados también conforme se van dando los cambios tecnológicos de los implementos y maquinarias, especialmente en el área productiva de las empresas y grandes industrias.

En el contexto nacional, a través del Ministerio de Telecomunicaciones (2013), constantemente se promueve el desarrollo de la sociedad con servicios tecnológicos de primera, mediante el acceso al internet, equipamiento y capacitaciones tanto a niños jóvenes y adultos, a fin de que puedan desempeñarse correctamente tanto a nivel educativo como profesional.

La innovación tecnológica también debe ser un aspecto necesario de considerar en el proceso de valoración de una empresa, dado a que dependiendo de las aplicaciones que se hayan efectuado, esto incrementará el valor de la misma, esto dependerá principalmente también del nivel de obsolescencia que dispongan los mecanismos tecnológicos con los que se manejen estas empresas.

En la actualidad las empresas deben estar preparadas en diversos aspectos a fin de poder desarrollarse efectivamente en los mercados, esto a su vez garantizará la obtención de resultados mucho más rentables. De igual manera, como se ha detallado anteriormente, al momento de valorar una empresa, es fundamental que se consideren sus activos y el nivel

de actualización de estos, a fin de que la valoración sea de acuerdo a las facultades con las que se presenta en el pleno de su gestión.

Ambiental

En la actualidad, dentro del Ecuador, es importante que las empresas además de buscar su crecimiento y desarrollo comercial y económico, es importante que gestionen sus procesos productivos y demás, centrados en la responsabilidad con el medio ambiente, considerando que este es un ente con derechos establecido a través de la constitución de la República del Ecuador, por lo cual todas las empresas independientemente de la actividad que ejecuten, deben enfocar sus actividades en acciones lo mínimamente invasivas y destructivas para el entorno, según la Ley de Gestión Ambiental (2010), particularmente bajo lo impuesto a través del Capítulo III “De los mecanismos de participación social, específicamente en el artículo 73”.

El Estado aplicará medidas de precaución y restricción para las actividades que puedan conducir a la extinción de especies, la destrucción de ecosistemas o la alteración permanente de ciclos naturales. Se prohíbe la introducción de organismos y material orgánico e inorgánico que puedan alterar de manera definitiva el patrimonio genético nacional.

Es necesario acotar, que las empresas dedicadas a la extracción de aceite, deben contar o aplicar normas de responsabilidad con el entorno, dado a que de por sí, esta actividad ha sido duramente criticada entre los expertos medioambientales, debido al impacto negativo al ambiente, considerando la cantidad de hectáreas de árboles que son talados y destruidos para llevar a cabo la plantación de la palma, lo que a su vez ha generado en diversos países del mundo, la destrucción y desaparición del hogar y especies de animales que existían gracias a los bosques tropicales, de los cuales hoy en día en los países de gran producción de aceite de palma han desaparecido parcial o totalmente.

En países como Ecuador, la producción de palma se desarrolla con mayor impulso en la provincia de Esmeraldas, sin embargo los efectos de la actividad son visibles en las cientos de hectáreas que se disponen en la actualidad para plantar la palma africana y posteriormente obtener el producto final que sirve para elaborar varios productos, incluyendo insumos alimenticios.

Por ello, a pesar de que se busca dentro del país incentivar el desarrollo de empresas que generen importantes ingresos para el país, dado a que se suele exportar parte de la producción obtenida, es necesario que las empresas, especialmente las que con su actividad perjudican al medio ambiente, consideren la aplicación de normas de responsabilidad y cuidado ambiental, con el objetivo de generar un equilibrio entre el desarrollo y la sustentabilidad.

2.2.2 Análisis Interno

La empresa alcanza ingresos por un total de USD. 36M experimentando un decremento de 2 puntos porcentuales en relación a los ingresos alcanzados en el año 2016 que fueron de USD. 37M, este decremento en ventas experimentado en el 2017 se debe a que disminuyó el total de toneladas de aceite vendidas de 50.000 tn en el 2016 a 48.000 tn en 2017, acompañado de un margen de extracción menor en 0,27%

La producción total de la Extractora en el año 2017 fue de 48.000 tn. de aceite de las cuales el 84% (40.320 tn) se exportó a través de su comercializadora, el 10% (4.800 tn) se destinó a la venta a la industria, y el 6% al mercado colombiano a través de intermediarios (2.880 tn).

El porcentaje de extracción promedio en el año, de aceite, fue de 21,54% y se procesaron 222.841 tn. de fruta.

Se vendieron 25.047 tn. de nuez que representa un 11.24% de recuperación sobre el total de fruta procesada. Los precios de nuez en el año 2017, mostraron una contracción en relación al año 2016, puesto que se vendió a un precio promedio de USD 160.55 por tonelada.

La estrategia de Extracto Palma S.A., fue mantener a sus proveedores, haciendo inversiones en los servicios que se prestan a los Palmicultores como programas para el incremento de su producción. Se continuó con el sistema de pago inmediato, apoyo para la obtención de créditos bancarios para los pequeños Palmicultores, adicionalmente se reafirmó la relación con entidades financieras locales con lo que se logró fidelizar a la mayoría de proveedores.

Las ventas oportunas y a precios convenientes junto a una administración eficiente y un proceso controlado, aportaron en la consecución de resultados positivos para el ejercicio del año 2017

En el año 2017, Extracto Palma S.A. sigue con la inversión de una Palmistería, para construir y operar una extractora de aceite de Palmiste, con el objetivo principal de agregar valor y complementar el portafolio, con productos de alta demanda en mercados nacionales e internacionales como son aceite de Palmiste, torta de Palmiste y cascarilla.

La importancia de la inversión radica fundamentalmente en diversificar los productos y minimizar la dependencia de ingresos que actualmente se encuentra concentrada en la venta de aceite crudo y nuez.

En el ámbito laboral, se han creado nuevas fuentes de trabajo.

La recuperación de las cuentas por cobrar, siendo el periodo medio de cobro al 2016 de 51 días, al 2017 este se establece en 64 días, lo cual expandió el ciclo de efectivo, indudablemente acompañado con episodios de necesidad de capital de trabajo, pudiéndose resolver los mismos a través de operaciones de crédito puntuales a corto plazo, financiadas con banca local.

El endeudamiento de la empresa al año 2017 se mantuvo en el orden del 51,32%, considerado manejable en relación al total invertido,

En el año 2016 se registró una utilidad neta de USD 1'138.018,72, que generó un retorno sobre ventas del 3.10%. En el 2017 la utilidad neta alcanza USD. 205.405,39 detallando un margen neto del 0.57%.

2.3 Proyección de Cifras

Como punto de partida en el análisis de estado de resultado se detallan los ingresos de la empresa durante los últimos 5 años. A partir de sus archivos contables “Extracto Palma S.A”. alcanza ventas de \$36 millones siendo su mejor año el 2012 en el cual obtuvo \$53 millones.

Al calcular la tasa de crecimiento anual de las ventas en “Extracto Palma S.A”, se tiene un 7,5% de crecimiento en el periodo de cinco años, lo que indica una base para considerar en la proyección.

Tabla # 3

Ingreso y variación anual de Extracto Palma S.A. del 2012 al 2017

Ingresos	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	53.859.489	26.863.317	30.723.799	29.527.404	36.837.756	35.874.122
%		-50%	14%	-4%	25%	-3%

Fuente: Extracto Palma S.A.

Tabla # 4

Ingreso total Extracto Palma S.A. 2012-2017

Ingresos	Total Periodo	Promedio	Tasa de crecimiento
Ventas Netas	213.685.887	35.614.315	7,50%

Fuente: Extracto Palma S.A.

Tabla # 5

Costos y variación anuales en Extracto Palma S.A. del 2012 al 2017

Costos	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Costo de Ventas	52.603.760	25.213.935	26.798.219	25.891.601	31.766.122	33.104.226
%		-52%	6%	-3%	23%	4%

Fuente: Extracto Palma S.A.

Tabla # 6

Costos totales Extracto Palma S.A.

Costos	Total Periodo	Promedio	Tasa de crecimiento
Costos de Ventas	195.377.863	32.562.977	7,04%

Fuente: Extracto Palma S.A.

Referente a los costos de ventas se obtuvo un promedio de \$32 millones lo que representa el 89% de las ventas promedio mencionadas en la tabla anterior. Esto indica que la empresa obtiene un margen de 10.8% para el beneficio de su actividad comercial.

La consideración de cada una de las tasas de variación anual de los costos desde el 2012 al 2017 da como resultado una tasa de crecimiento promedio del 7,04%, significando un aumento de costos, precisamente por las circunstancias descritas al problema aborda dado en de este documento. Por tanto, se espera que, con las condiciones actuales del mercado, los costos de ventas se incrementen en lugar de disminuir.

Tabla # 7

Gastos anuales Extracto Palma S.A.

Gastos	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gastos de Administración	956.923	1.052.730	1.115.345	1.254.526	1.474.607	1.901.721
Gastos de venta	659.782	275.435	182.758	206.290	166.972	25.050
Gastos financieros	477.266	521.620	774.370	725.126	692.739	688.391
Total	2.093.971	1.849.785	2.072.473	2.185.942	2.334.318	2.615.162

Fuente: Extracto Palma S.A.

Tabla # 8

Tasa variación anual de gastos

Gastos	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tasa crecimiento anual
Gastos de Administración		10,01%	5,95%	12,48%	17,54%	28,96%	15,93%
Gastos de venta		-58,25%	-33,65%	12,88%	-19,06%	-85,00%	-45,08%
Gastos financieros		9,29%	48,45%	-6,36%	-4,47%	-0,63%	7,18%
Total		-11,66%	12,04%	5,48%	6,79%	12,03%	9,04%

Fuente: Extracto Palma S.A.

Los gastos de administración han incrementado año tras año, la tasa de crecimiento promedio este gasto es de 15.95%, que representa un para la proyección un 5% con relación a las ventas, lo contrario ocurre con los gastos de ventas, que tienen una tendencia decreciente y la tasa de decrecimiento promedio es de -45%, siendo el 2017 el año en que más se disminuyó este rubro debido a que el transporte del aceite lo está asumiendo la comercializadora en su repunte de ventas. En cuanto a los gastos financieros, se observa en

la tabla que en su mayoría incrementan y su tasa anual de crecimiento de 7.18% que representa un 2% del total de ingresos.

Tabla # 9

Gastos totales Extracto Palma S.A.

Gastos	Total Periodo Promedio		Tasa crecimiento
Gastos de Administraci	7.755.852	1.292.642	15,93%
Gastos de Venta	1.516.287	252.715	-45,08%
Gastos Financieros	3.879.512	646.585	7,18%
Total	13.151.651	2.191.942	9,04%

Fuente: Extracto Palma S.A.

En la suma total de los periodos y comparando las ventas, costos y los gastos, se determina un nivel de gastos bajo de \$2.1 millones como promedio durante los cinco años de estudio, estos gastos son administrativos, de ventas y financieros. Los gastos administrativos suman la cantidad promedio anual de \$1.29 millones, los de venta \$252.715 dólares y financieros de \$646.585 dólares.

En cuanto a la tasa de variación promedio del total de gastos, se tiene una de 9,04% a partir del cálculo de la variación de los gastos totales plasmados en los estados de resultados desde 2012 al 2017 de “Extracto Palma S.A.” Esto indica un bajo crecimiento del gasto total de forma teórica, ya que individualmente dos de ellos (administración y financieros) crecen cada año según el histórico, adicionalmente representa un 8% en relación a las ventas.

En resumen, y al observar detalladamente el comportamiento de cada año, en las ventas, costos y gastos se dan altibajos marcados en ventas ya que pasan de caer un 50% a crecer un 14%, caer un -4% y para de nuevo elevarse al 25% en 2016. Así mismo los costos presentaban una tendencia creciente, pero del 2015 al 2016 se elevaron un 23%. Por último los gastos aunque de forma global crecen menos del 9,04%, dos terceras partes de estos suben año tras años con tasas entre 15% y 7%.

En este apartado se da comienzo a la valoración de empresa mediante el método escogido, que es flujo de caja descontado o flujo de fondos en la cual se realiza una

proyección a la economía que probablemente tendrá la empresa en función de su capacidad de producción, lo que fue abordado para determinar el valor estimado de la empresa.

Las cantidades estimadas para la proyección se basan en un promedio de sus documentos históricos y estados financieros y experiencia de los últimos cinco años, que corresponde a los datos previos explicados en el apartado anterior. Mientras que la proyección comprende 5 periodos contables desde el 2018 al 2022, se escoge un periodo de esta duración puesto que no es conveniente realizar estimaciones a tan largo plazo por el comportamiento del micro y marco entorno, además de las regulaciones frecuentes que han caracterizado a la economía nacional en los últimos años y más recientemente en su periodo de transición política y económica.

2.3.1 Flujo de caja proyectado

Para “Extracto Palma S.A.” se realiza la proyección con los siguientes supuestos detallados en la tabla a continuación.

Tabla # 10

Supuestos para proyecciones anuales de Extracto Palma S.A. 2018-2022

Supuestos	2018	2019	2020	2021	2022	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	
Costo de Ventas/Ventas	92%	92%	92%	92%	92%	
Gastos Operacionales/Ventas	2%	2%	2%	2%	2%	
Gastos financieros/ventas	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Crecimiento otros ingresos	4%	4%	4%	4%	4%	
Participación a trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la Renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Inversión en activos	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	
Variación capital de trabajo	8%	8%	8%	8%	8%	
Depreciación	670.877,07	693.196,01	715.514,95	737.833,89	760.152,83	
Crecimiento permutuo						5,00%

Fuente: Extracto Palma S.A.

Nota: tasas de variación basadas en histórico contable y financiero

Dentro de los parámetros para la proyección se considera un crecimiento del 7,5% en las ventas netas anuales. De la misma forma se estima que los costos serán del 92% en relación a las ventas y los gastos se manejarán con tasas de variación respectivamente. A partir de una proyección de crecimiento en ventas se determina la cantidad de dinero necesaria para “Extracto Palma S.A.” y se estima un plan de financiamiento. Por ello los

intereses tendrán un incremento. Luego de esto se genera el estado de resultado y el pronóstico de estado de situación financiera.

Una vez que se estructura una planificación financiera se procede a realizar la proyección de flujos de efectivos libre de la empresa, esto es representativo de la capacidad que se espera tendrá “Extracto Palma S.A.” para generar liquidez.

Tabla # 11
Flujo de caja proyectado de Extracto Palma S.A. 2018-2022

Proyección a 5 años de los Flujos de Caja	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	\$ 38.676.595,24	\$ 41.577.047,58	\$ 44.695.011,92	\$ 48.046.800,02	\$ 51.649.946,89
(-) Costos de ventas	\$ 35.582.467,62	\$ 38.250.883,77	\$ 41.119.410,96	\$ 44.203.056,01	\$ 47.517.951,14
(=) Utilidad Bruta	\$ 3.094.127,62	\$ 3.326.163,81	\$ 3.575.600,95	\$ 3.843.744,00	\$ 4.131.995,75
Gastos Operacionales	\$ 773.531,90	\$ 831.540,95	\$ 893.900,24	\$ 960.936,00	\$ 1.032.998,94
(=) Utilidad Operacional (EBIT)	\$ 2.320.595,71	\$ 2.494.622,85	\$ 2.681.700,71	\$ 2.882.808,00	\$ 3.098.996,81
(-) 15% Participación empleados	\$ 348.089,36	\$ 374.193,43	\$ 402.255,11	\$ 432.421,20	\$ 464.849,52
(-) 22% Impuesto a la renta	\$ 433.951,40	\$ 466.494,47	\$ 501.478,03	\$ 539.085,10	\$ 579.512,40
(=) NOPAT	\$ 1.538.554,96	\$ 1.653.934,95	\$ 1.777.967,57	\$ 1.911.301,70	\$ 2.054.634,89
(+) Depreciaciones/Amortizaciones	\$ 670.877,07	\$ 693.196,01	\$ 715.514,95	\$ 737.833,89	\$ 760.152,83
(-) Inversiones en activos fijos	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
(+/-) Variaciones capital de trabajo	\$ 1.034.157,93	\$ 1.116.890,56	\$ 1.206.241,80	\$ 1.302.741,15	\$ 1.406.960,44
(=) Flujo de caja libre	\$ 1.175.274,10	\$ 1.230.240,40	\$ 1.287.240,72	\$ 1.346.394,45	\$ 1.407.827,28

Fuente: Extracto Palma S.A.

Nota: tasas de variación basadas en histórico contable y financiero

2.3.2 Estimación tasas de descuento

En el momento de financiar sus operaciones e inversiones se utiliza no solo capital propio, sino también de terceros. Por tal motivo se procede a realizar el cálculo del costo del capital total de la firma, la misma que se utiliza el WACC, cuya ecuación se detalla a continuación.

$$wacc = Ke \cdot \frac{E}{E + D} + Kd \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{E + D} \quad (3)$$

Wacc: Costo Ponderado
 Ke= Costo de los fondos propios
 Kd= Costo de la deuda financiera
 E= Fondos propios
 D= Deuda financiera
 T= Tasa impositiva

El costo del capital propio se propicia a partir del modelo de evaluación el mismo que sirve para determinar la tasa de retorno planteada a la tasa de retorno el mismo que se presenta a continuación:

Tabla # 12

Cálculo de la Tasa de Descuento.

CALCULO DE LA TASA DE DESCUENTO	Indicadores	Fuente
Tasa libre de riesgo	2,95%	Federal Reserve https://www.federalreserve.gov/data/download/Download.aspx?rel=H15&series=bf17364827e38702b42a58cf8eaa3f78&filetype=sheets&label=include&layout=seriescolumn&from=12/31/2005&to=05/01/2018
tasa premio del mercado	7,50%	Damodaran http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
Beta apalancada	0,97	Damodaran beta http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate
Riesgo pais	6,67%	Ambito http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=5
Costo patrimonial ajuntado (Tasa de descuento Ke)	16,9%	$Ke = rf + \text{Beta} * rm + \text{riesgo pais}$

Para el desarrollo del mismo se procedió a identificar a través de los links públicos la tasa libre de riesgo el mismo que representa el 2,95%, mientras que la tasa premio de mercado está valorada en el 7.50% seguido del beta apalancada que está expuesto por el 0.97, que incorpora una tasa impositiva de 33,7% y un endeudamiento de 51,32% como se muestra a continuación:

0,72 Beta desapalancada
51,32% Deuda para patrimonio
33,70% Tasa Impositiva
<u>0,97</u> Beta apalancada

Beta apalancada = Beta desapalancada × [1 + (1-Tasa Impositiva) × Deuda para patrimonio]

$$\text{beta apalancada} = 0,72 * (1 + (1 - 33,7\%) * 51,32\%)$$

Finalmente por el riesgo país del 6.67% teniendo por valor total de tasa de descuento el 16.9%.

Para lo cual se puede calcular el WACC a continuación:

Tabla # 13

Cálculo del WACC

Componentes	Valores
Costo de deuda (kd)	6,07%
Costo de patrimonio (ke)	16,90%
Tasa de impuestos (t)	33,70%
Total pasivos 2017 (D)	\$ 9.686.238,89
Total patrimonio 2017 \$	\$ 9.189.337,62
WACC	10,29%

$$\text{WACC} = 16,9\% * (9.189.337,62 / (9.189.337,62 + 9.686.238,89)) + 6,07\% * (1 - 33,7\%) * (9.686.238,89 / (9.189.337,62 + 9.686.238,89))$$

2.3.3 Estimación valor terminal

Tabla # 14

Cálculo Valor Terminal

Cálculo valor terminal	
Flujo de caja	\$ 1.407.827,28
Tasa de crecimiento	5,00%
WACC	10,29%
Valor Terminal	\$ 27.945.435,53

$$\text{Valor terminal} = 1.407.827,28 * (1 + 5\%) / (10,29\% - 5\%)$$

Este se considera como el valor de flujo esperado por la empresa. En la misma se utilizó el modelo de crecimiento la cual consiste en realizar el cálculo de ese valor como una perpetuidad porque se asumen que seguirá en el mismo mercado teniendo un mercado de crecimiento permanente. De la misma forma pasará que se toma el flujo de caja esperado en un año de una forma perpetua al ritmo indicado de la organización.

Teniendo por conclusión que el valor residual sería el valor presente de esa serie de flujo de caja. Estimando el valor terminal de los flujos de caja de los cuales se pueden hacer las proyecciones con datos de años anteriores específicamente con los promedios industriales de producción de la empresa, suponiendo que los flujos que se presentan son los esperados por la organización de acuerdo a su planificación estratégica.

CAPÍTULO 3

3. VALORACION DE EMPRESA

En el capítulo dos se determinó que el método de flujos de fondos, es el seleccionado para esta valoración, por lo que se considera que la empresa es generadora de riqueza, por tal motivo se realiza una proyección de flujos de cajas hacia cinco años con una tasa de descuento correspondiente a las circunstancias. Para esto, previamente se realiza un análisis externo e interno y luego se describirán los pasos de la metodología.

3.1. Valoración de Extracto Palma S.A. por el método de descuento de flujo de fondos

Para la valoración de la empresa este se desarrolla a través del método de flujo de caja descontado, el mismo que tiene por valor los flujos de caja proyectado y del valor terminal descontado a la tasa de promedio de costos ponderados de capital el cual es conocido con las siglas WACC. Por lo consiguiente se procede a detallar los diferentes tipos de escenarios entre ellos el esperado, optimista y pesimista.

Tabla # 15

Cálculo valor financiamiento (escenario esperado)

	2018	2019	2020	2021	2022
(=) Flujo de caja libre	\$ 1.175.274,10	\$ 1.230.240,40	\$ 1.287.240,72	\$ 1.346.394,45	\$ 1.407.827,28
(-) Valor Terminal	-	-	-	-	\$ 27.945.435,53
(=) Total de Flujos	\$ 1.175.274,10	\$ 1.230.240,40	\$ 1.287.240,72	\$ 1.346.394,45	\$ 29.353.262,81
Valor presente	\$ 1.065.624,92	\$ 1.011.394,03	\$ 959.522,96	\$ 909.982,65	\$ 17.987.979,56
Valoración de la empresa	\$ 21.934.504,12				

En el escenario esperado se obtiene el valor financiero de la empresa que es de \$21.934.504,12 el mismo que es considerado como una proyección considerable a las estrategias de crecimiento propuestas de forma interna.

Tabla # 16

Cálculo valor financiamiento (escenario optimista)

	2018	2019	2020	2021	2022
(=) Flujo de caja libre	\$ 1.466.110,50	\$ 1.583.857,45	\$ 1.713.055,76	\$ 1.855.079,60	\$ 2.011.468,03
(-) Valor Terminal	-	-	-	-	\$ 44.305.829,37
(=) Total de Flujos	\$ 1.466.110,50	\$ 1.583.857,45	\$ 1.713.055,76	\$ 1.855.079,60	\$ 46.317.297,40
Valor presente	\$ 1.329.327,24	\$ 1.302.106,46	\$ 1.276.930,03	\$ 1.253.785,82	\$ 28.383.713,40
Valoración de la empresa	\$ 33.545.862,95				

Por lo consiguiente en el escenario optimista se representa la valoración de la empresa el total de \$33.545.862,95 el mismo que se desarrolla en total crecimiento.

Tabla # 17

Cálculo valor financiamiento (escenario pesimista)

	2018	2019	2020	2021	2022
(=) Flujo de caja libre	\$ 353.428,84	\$ 299.778,13	\$ 236.761,47	\$ 163.371,50	\$ 78.497,29
(-) Valor Terminal	-	-	-	-	\$ 1.416.830,40
(=) Total de Flujos	\$ 353.428,84	\$ 299.778,13	\$ 236.761,47	\$ 163.371,50	\$ 1.495.327,70
Valor presente	\$ 320.455,10	\$ 246.450,87	\$ 176.484,53	\$ 110.417,29	\$ 916.352,10
Valoración de la empresa	\$ 1.770.159,89				

Finalizando con el cuadro pesimista este se desarrolla un valor reducido de \$1.770.159.89 el mismo que es inferior, sin embargo no se encuentra en negativo.

Con base a estos análisis realizados de forma externa e interna se considera que el desempeño de la empresa es bueno por ende ha ido constantemente en crecimiento, el mismo que demuestra las probabilidades de crecimiento en los diferentes escenarios los cuales son: esperado, optimista y pesimista, son del 30%, 50% y 20% respectivamente. De esta forma el valor ponderado de la empresa se presenta en la siguiente tabla:

Tabla # 18

Valoración ponderada

Escenario	Valor empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Pesimista	\$ 1.770.159,89	20%	\$ 354.031,98
Esperado	\$ 21.934.504,12	30%	\$ 6.580.351,24
Optimista	\$ 33.545.862,95	50%	\$ 16.772.931,47
Total			\$ 23.707.314,69

De acuerdo a este cuadro se identifica que el total ponderado es de \$23.707.314,69 este es considerado de forma aceptable de acuerdo al porcentaje de crecimiento que mantiene la organización.

CONCLUSIONES

El proyecto tuvo por objetivo determinar el valor financiero de la empresa “Extracto Palma S.A.”, para establecer un monto adecuado para el mercado, tomando en cuenta los factores de riesgo internos y externos. Para esto se recurrió a la revisión de literatura a fin de establecer un método de valoración que identifique el valor actual de la compañía

Para la valoración de una empresa, existen diferentes métodos, mediante los cuales se realizan análisis de la compañía y entorno. Posterior a esto, se determinó la aplicación del método de flujos de caja descontados para la valoración de “Extracto Palma S.A.”, ya que es una herramienta que se acopla a las condiciones del trabajo y es el más recomendado y utilizado en el propósito financiero.

Para llevarlo a cabo se realizó un análisis interno y externo mediante la consideración del macro entorno, análisis financiero de sus históricos, elaboración de proyecciones, flujos de caja y finalmente el coste patrimonial para obtener el valor de empresa en tres escenarios: optimista, esperado y pesimista.

Se realizó una proyección hacia 5 años por ser un periodo en el cual los datos tienen menos riesgo de distorsión, el valor de empresa se calcula a través de la suma entre el valor actual y valor terminal descontados al costo patrimonial.

El valor de empresa para “Extracto Palma S.A.” entre todos los escenarios es de \$ de \$ 354.031.98 para el pesimista, \$ 6.580.351.24 para el esperado y \$ 16.772.931.47 para el optimista con una probabilidad de crecimiento del 20%, 30% y 50%, respectivamente, siendo todas cifras positivas para determinar un buen desempeño empresarial.

A partir de los tres escenarios mencionados, con el método de flujo de caja descontado, nos da un valor promedio ponderado de \$ 23.707.314.69, la misma que se puede considerar aceptable para una venta.

Para estimar el costo patrimonial de nuestro proyecto, se ha utilizado el modelo de CAPM, misma que dentro sus factores hemos considerado un beta de 0.97 ya que no se

puede estimar el retorno esperado en un mercado poco desarrollado; realizado este proceso tenemos un WAAC del 10.29%.

De los escenarios planteados, mismos que nos conllevan a la valoración de nuestra empresa, describen de la mejor manera la interacción de las variables expuestas en nuestro proyecto; considerando así un 7,5% en crecimiento de ventas y un 92 % para cubrir costos.

La valoración que determina este proyecto, no especifica un valor permanente o único en el tiempo, sino que sirve como un referente dentro de todos las posibles coyunturas económicas que pueda atravesar “Extracto Palma S.A.” para que actuales o futuros administradores puedan tomar la mejor decisión al momento de realizar la valoración de la empresa.

Considerando lo expuesto, se puede mencionar que la empresa en su estructura financiera se muestra sólida, lo cual le permite proyectarse positivamente al cumplimiento de objetivos establecidos para el año 2018 y con la nueva Palmistería generará valor agregado a la cadena para poder así conseguir resultados en los 5 años siguientes.

RECOMENDACIONES

Debido a las circunstancias del país, en lo concerniente a la estabilidad económica y política, se recomienda a las empresas como “Extracto Palma S.A.” realicen valoración de su compañía luego de cada transformación del entorno ya que las cifras pueden variar significativamente en caso de una caída o levantamiento de los ejes de economía nacional.

Según el Plan Nacional del Buen Vivir, uno de los objetivos trazados para el bienestar productivo, económico y tecnológico del país es transformar la matriz productiva. Considerando que la industria de aceite de palma representa cerca del 2% del PIB general y 15% del PIB agrícola, se recomienda a la empresa continuar y mejorar los niveles de calidad productiva, y que la relación que mantiene con pequeños y medianos productores sea lo más dinámica y justa posible para el crecimiento social y económico de ambas partes.

Se recomienda mantener la eficiencia operativa y financiera, con la finalidad de que pueda competir en mercados internacionales, lo importante es estar preparados, por lo que cada año de forma habitual se puede efectuar una valoración para visualizar si la empresa se encuentra adquiriendo o disminuyendo su valor económico.

Con a la disminución del precio de venta del aceite crudo de palma, resulta importante fortalecer la captación de materia prima, a través de nuevas estrategias de fidelización de proveedores, con lo cual se espera se mitigue el impacto por precios, a través de una disminución del costo fijo por mayor volumen de fruta y eficiencia en procesos de planta.

Se recomienda utilizar este método de valoración dentro de la planificación financiera, debido a las fluctuaciones de precios internacionales que no son controlados por la empresa, ni por las autoridades locales, y así poder obtener tiempo de respuesta en la toma de decisiones.

Se recomienda buscar financiamiento externo con mejores condiciones en cuanto a tasa y plazo para proyectos de inversión, y para maniobrar financieramente con la banca local para capital de trabajo.

Reducir el ciclo de efectivo a fin de realizar pagos inmediatos a palmicultores para poder abaratar los costos de materia prima.

Poner en marcha a la brevedad posible la Palmistería para poder ampliar el portafolio del producto y así cumplir con las proyecciones de venta.

Aprovechar últimas reformas e incentivos tributarios para optimizar la carga fiscal para el ejercicio 2018, respecto al anticipo de impuesto a la renta.

Establecer un plan de resiembra de material híbrido en las zonas donde existe incidencia de la PC, evaluando la capacidad de inversión y los retornos esperados en la proyección a largo plazo.

Finalmente, de llegar a una negociación de la empresa, se recomienda a los expertos financieros de “Extracto Palma S.A.” considerar los factores y procesos tomados en este proyecto, ya que les dará mayores facilidades al momento de valorar la empresa para su plan estratégico a mediano y largo plazo.

REFERENCIAS

- Aguilar, A. (2016). *Contabilidad de sociedades: Teoría y práctica*. Caracas: Grupo Editorial Patria.
- Alejandro, P. (2013). *Liquidación de bienes gananciales : aspectos prácticos, procesales y sustantivos*. Lex Nova.
- Álvarez, S. (2012). *La valoración de las ofertas públicas iniciales*. Oviedo: Universidad de Oviedo.
- ANCUPA . (2016). Obtenido de <http://www.ancupa.com/>
- Arguedas, R. (2016). *Finanzas empresariales*. Madrid : Editorial Centro de Estudios Ramon Areces SA.
- Baena, D. (2015). *Análisis financiero*. Ecoe Ediciones.
- Banco Central del Ecuador. (20 de 12 de 2016). *Banco Central del Ecuador*. Recuperado el 11 de 06 de 2016, de Evolución de la Balanza Comercial: <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201612.pdf>
- BCE. (2016). *Economía del Ecuador*. Quito: Banco Central del Ecuador.
- Betancur, J. (2016). *Valoración de empresas*. Ecoe Ediciones.
- Biblioteca Universitaria de Sevilla. (2012). *Encabezamientos de materia de la Biblioteca Universitaria de Sevilla: Suplemento*. Sevilla: Biblioteca Universitaria de Sevilla.
- Bodie, Z. (2013). *Finanzas*. México D.F : Pearson Educación.
- Brasileños, A. I. (2007). Análisis de los Métodos de Valoración Utilizados en la práctica. *Universo Contábil*, 125-127.
- Buireu, J. (2014). *Prontuario contable* . CISS.
- Caballer, V. (2013). *Métodos de valoración de empresas*. Buenos Aires: Pirámide.
- Calderón, C. (2012). *Un enfoque práctico a la valoración de empresas*. Sevilla : Editorial Universitaria Ramon Areces.
- Carrión, L. (2013). *La palma africana en el Ecuador: tecnología y expansión empresarial*. Quito : Archivo historico .
- Carvallo, J. (2013). *Compitiendo por crear valor*. ESIC Editorial.
- Cazorla, L. (2011). *El capital riesgo como instrumento de apoyo a la PYME*. Almería : Universidad Almería.
- Constitución del Ecuador. (2010). *Ley de Gestión Ambiental*. Quito: Ley de Gestión Ambiental.

- Copeland, T. (2014). *Valoración: medición y gestión del valor*. Buenos Aires: Grupo Planeta (GBS).
- Corporación Financiera Nacional . (09 de 2017). *CFN*. Obtenido de Ficha sectorial: Cultivo de Palmas de Aceite (Palma Africana) : <https://www.cfn.fin.ec/wp-content/uploads/2017/09/Ficha-Sectorial-Palmas-de-Aceite.pdf>
- Damodaran, A. (02 de Mar. - Apr. de 2005). *Financial Analyst Journal*. Obtenido de Value and Risk: Beyond Betas: <http://www.jstor.org/stable/4480654>
- Damodaran, A. (2006). *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*.
- Danvila, I. (2013). *La valoración y formación de las personas en las organizaciones*. Netbiblo.
- Dow, K. (2013). *Proyección de la Producción de Aceite de Palma Africana y las Necesidades Futuras de Capacidad de Plantas Extractoras*. Quito : INIAP Archivo Historico.
- Editorial La Hora. (10 de 01 de 2016). *La Hora*. Obtenido de La Hora: <https://lahora.com.ec/noticia/1101902884/crisis-en-el-sector-palmicultor>
- Editorial La Ley. (2013). *La contratación administrativa en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*. Editorial La Ley.
- Editorial Vértice. (2012). *Contabilidad avanzada*. Sevilla: Editorial Vértice.
- Enrione, A. (2014). *Directorio y Gobierno Corporativo: El desafío de agregar valor en forma sostenida*. BookBaby.
- FEDAPAL . (2017). Obtenido de <http://fedapal.org/web2017/>
- FEDAPAL. (2017). *Ficha Técnica de Palma*. Obtenido de <http://www.fedapal.org/web2017/index.php/estadisticas/ficha-tecnica-palma-2017>
- FEDAPAL. (2017). *Ficha Técnica de Palma*. Obtenido de <http://www.fedapal.org/web2017/index.php/ficha-tecnica-palma-2017>
- FEDAPAL. (2018). *Estadísticas Nacionales 2018*. Obtenido de <http://www.fedapal.org/web2017/index.php/nacionales>
- Fernández, J. (2014). *Manual de introducción al análisis contable de la empresa*: . Editorial Complutense.
- Fernández, P. (3 de Marzo de 2007). *IESE Business School*. Obtenido de 120 Errores en Valoraciones de Empresas: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0681.pdf>
- Fernandez, P. (Septiembre de 2008). *IDEAS Working Paper Series From RepEc*. Obtenido de Valoración de empresas por descuento de flujos: Diez métodos y siete teorías: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0766.pdf>
- Fernández, P. (Septiembre de 2008). *IDEAS Working Paper Series From RepEc*. Recuperado el 28 de Noviembre de 2017, de Valoración de empresas por descuento

- de flujos: Diez métodos y siete teorías: <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0766.pdf>
- Fernandez, P. (1 de Noviembre de 2008). *IESE Business School*. Obtenido de Métodos de Valoración de Empresas: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- Fernandez, P. (1 de Noviembre de 2008). *IESE Business School*. Recuperado el 1 de Diciembre de 2017, de Métodos de Valoración de Empresas: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- Fernández, P. (2012). *Guía rápida de valoración de empresas*. Grupo Planeta .
- Fernández, P. (2012). *Guía rápida de valoración de empresas*. Grupo Planeta (GBS).
- Fondo Monetario Internacional . (2012). *Perspectivas de la economía mundial, globalización* . Fondo Monetario Internacional .
- Fondo Monetario Internacional. (01 de 04 de 2016). *International Monetary Fund*. Recuperado el 12 de 06 de 2016, de International Monetary Fund: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>
- Francés, A. (2012). *Estrategia y planes para la empresa*. México D.F. : Pearson Educación.
- Galindo, A. (2015). *Fundamentos de valoración de empresas*. Madrid: Juan Carlos Martínez Coll.
- García, S. (2012). *Introducción a la economía de la empresa*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos.
- Gonzalo, E. (2012). *Atlas agropecuario de Costa Rica*. Costa Rica : EUNED.
- Hamilton, M. (2014). *Formulación y evaluación de proyectos tecnológicos empresariales aplicados*. Convenio Andres Bello.
- iMinds Pty Ltd. (2012). *Ebitda: Money*. iMinds Pty Ltd.
- INEC . (2012). *Instituto Nacional de Estadística y Censos* . Obtenido de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/institucional/home/>
- Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones. (21 de 05 de 2015). *Pro Ecuador*. Recuperado el 12 de 06 de 2016, de Pro Ecuador: <http://www.proecuador.gob.ec/pubs/perfil-de-aceite-de-palma-2015/>
- Joehnk, M. (2012). *Fundamentos de inversiones*. Mexico D.F: Pearson Educación.
- Juez, P. (2014). *Manual de contabilidad para juristas: análisis y valoración de empresas*. La Ley .
- Labatut, G. (2016). *Plan de viabilidad empresarial*. Ediciones Francis Lefebvre.
- Lawler, E. (2014). *La ventaja definitiva: creando organizaciones participativas e innovadoras*. Madrid: Ediciones Granica S.A.

- Marín, N. (2014). *Evaluación de inversiones estratégicas*. Madrid: LID Editorial.
- Martínez, C. (2014). *Manual de análisis financiero*. Editorial Coll.
- Martínez, J. (2013). *Tratamiento borroso del intangible en la valoración de empresas*. Madrid: Juan Carlos Martínez Coll.
- Mascareñas, J. (2012). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid: ECOBOOK.
- Mascareñas, J. (2014). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. ECOBOOK.
- Milla, A. (2012). *Creación de valor para el accionista*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos.
- Ministerio de Agricultura y Ganadería. (2017). *Ecuador avanza hacia la producción sostenible de aceite de palma*. Quito: abril.
- Ministerio de Comercio Exterior . (2017). Obtenido de Informe Sobre el Sector Palmicultor ecuatoriano : <http://www.comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/2017/09/informe-palma-esp%C3%B1ol-.pdf>
- Ministerio de Comercio Exterior. (2017). *Acuerdos comerciales impulsan exportaciones de aceite de palma*. Quito: Ministerio de Comercio Exterior.
- Ministerio de Telecomunicaciones . (2013). *Ministerio de Telecomunicaciones* . Quito: Ministerio de Telecomunicaciones .
- Mondragón, F. J. (Junio de 2005). *La guía de valoración de empresas*. México City, México.
- Mondragón, F., & Díaz, J. (Junio de 2005). *La guía de valoración de empresas*. México D.F., México.
- Morales, J. (2015). *Análisis y valoración sectorial*. Buenos Aires: Grupo Planeta (GBS).
- Ortiz, R. (2014). *Cultivo de la Palma Aceitera*. EUNED.
- Perdomo, A. (2013). *Administración financiera del capital de trabajo*. International Thomson Editores,.
- Perez, A. (2013). *Valoración de empresas: teoría y casos prácticos : aplicaciones al sector agroalimentario*. Buenos Aires: Mundi-Prensa Libros.
- Pérez, J. (2013). *La valoración de empresas. El enfoque financiero*. Buenos Aires: ESIC.
- Pro Ecuador . (2014). *Análisis sectorial: aceite de palma elaborados 2014*. Obtenido de http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2015/05/PROEC_AS2016_ACEITEPALMA.pdf
- Profit Editorial. (2013). *Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Madrid: Profit Editorial.
- Ramón, J. (2012). *Análisis de balances*. FC Editorial.

- Revello, J. (2013). *La Valoración de Los Negocios: Una Guía Teórica y Práctica para Valorar Empresas*. Ariel.
- Riberiro, D., & Anson, J. (2007). Análisis de los Métodos de Valoración Utilizados en la práctica. *Universo Contábil*, 125-127.
- Rival, A. (2014). *La palma de la controversia: La palma aceitera y los desafíos del desarrollo*. Madrid: CIFOR.
- Rodríguez, C. (2013). *El modelo de gestión de recursos humanos*. Sevilla: Editorial UOC.
- Roig, J. (2013). *El estudio de los puestos de trabajo: la valoración*. Madrid : Ediciones Díaz de Santos.
- Rojo, A. (2013). *Valoración de empresas y gestión basada en valor*. Madrid: Editorial Paraninfo.
- Romero, J. (2014). *Manual De Derecho Comercial*. Santiago de Chile : Editorial Jurídica de Chile.
- Sampedro, L. (2012). *La inflación*. Madrid: Penguin Random House Grupo Editorial España.
- Sapag, N. (2013). *Proyectos de inversión: formulación y evaluación*. México D.F : Pearson Educación.
- Stowe, J. (2012). *Equity Asset Valuation*. John Wiley & Sons.
- Sullivan Consulting, Inc. (20 de 01 de 2017). *Sullivan Consulting*. Obtenido de Sullivan Consulting: <http://sullivanconsultingpr.com/el-valor-estrategico-de-la-valoracion-de-empresas/>
- Van, J. (2014). *Fundamentos de administración financiera*. Buenos Aires: Pearson Educación.
- Vásquez, L. &. (2002). La importancia de gestionar el valor que no se ve. *Dialnet*, 32-45.
- Ventura, J. (2014). *Análisis estratégico de la empresa*. Madrid : Editorial Paraninfo.
- Vidarte, J. (2009). *Universidad de San Buenaventura Cali*. Recuperado el 28 de Noviembre de 2017, de El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa: http://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf
- Vidarte, J. J. (2009). *Universidad de San Buenaventura Cali*. Obtenido de El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa: http://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujo-de-caja_josevidarte.pdf
- Viñolas, X. (2016). *Principios de valoración de empresas*. Buenos Aires: Grupo Planeta (GBS).

ANEXO

ENTREVISTA COMITÉ DE RIESGO

Esta entrevista tiene como objetivo contrastar las proyecciones de ventas en base al análisis de datos históricos de Extracto Palma S.A. con la expectativa de crecimiento de la alta dirección

Persona(s) Entrevistada(s): Comité de Riesgo

Fecha de la Entrevista(s): 12 de febrero del 2018

Elaborado por: Juan Estrada y Fernando Yépez

Riesgo: Es la posibilidad de que un evento no deseado pueda suceder. Es la oportunidad o posibilidad que algo vaya a pasar y que tenga un impacto negativo en los objetivos. Es medido en términos de consecuencias y probabilidad. Es también una fuente de daño potencial o una situación con potencial para causar pérdidas.

1. Cuestionarios para la Identificación de los Riesgos.

Se deben considerar respuestas de “SI” o “NO” y cuando se considere necesario incluir un breve comentario sobre dichas respuestas.

1.1 Riesgo Inherente.

Esta sección busca la identificación del Riesgo Inherente en la que está expuesta Extracto Palma S.A. y su efecto en su crecimiento en ventas.

No.	Pregunta	Respuesta	Comentario
1	¿Promueve la Administración una cultura de riesgos?	SI	Existe un comité de riesgo integrado por las Gerencias de Operaciones, Comercial y Financiero.

2	¿Se han determinado los responsables de la identificación de los riesgos?	SI	
3	¿La entidad ha implantado técnicas para la identificación de riesgos presentes?	SI	
4	En caso de implementar técnicas. ¿Se establecen las posibles consecuencias de los riesgos identificados?	SI	El comité identifica y desarrolla planes de acción debido a la fluctuación de precios y riesgo de operación.
5	¿Concede la entidad una atención particular al análisis y a la gestión de riesgos, incluidos los riesgos de incumplimiento en sus operaciones?	SI	
6	¿Las leyes, reglamentos y normas que se aplican son las pertinentes?	SI	Se está trabajando en un régimen especial de impuestos para el segmento extractor.
7	¿Se han visto comprometidos los derechos de particulares y organizaciones a causa de la interpretación y aplicación por la entidad de leyes y reglamentos concretos?	NO	Se cumple con las normas locales e internacionales avalados con permisos y certificaciones.
8	¿Considera que los precios referenciales tendrán proyección a la baja?	SI	Pero no tendrá un impacto significativo, puesto que estamos incursionando este año en una Palmistería y una refinería.

9	¿De acuerdo con nuestro análisis histórico la tasa de crecimiento de la compañía está en el orden del 7,5%, considera usted que se mantendrá en los próximos 5 años?	SI	Porque el análisis realizado sabemos que hubiéramos tenido más del 12% debido a las proyecciones de nuestros dos proyectos que generarán ingresos importantes, sin embargo, un 7% u 8% de crecimiento esperado ya incluye el efecto a la baja que lo identificamos en nuestro comité de riesgo, es por eso que nos mantenemos optimistas en que nuestros productos refinados nos darán cuota de mercado local.
10	¿El 12% de crecimiento corresponde a los dos proyectos, se refiere a Palmistería y refinería con precios estables?	SI	Es optimista nuestra proyección con precios estables a nivel local, y considerando fluctuaciones en precios internacionales, sin embargo, el comité considera que este 12% se aplicaría con la nueva reforma tributaria de impuesto único para el sector palmero que reduciría los costos de producción a pesar del precio deprimido internacionalmente.
11	¿Entonces la administración dentro de su planificación estratégica, qué porcentaje de crecimiento aplicaría el 12%?	NO	Y te explico por qué, si el 12% como optimista lo podríamos maniobrar localmente, sin embargo, si continúa deprimido el precio no será sostenible en el mediano y largo plazo, si mejora los precios indudablemente llegamos al 12% o más, pero como conservadores consideramos que el 12% sería con un 50% de probabilidad que ocurra.

12	¿En un escenario optimista con un crecimiento en ventas del 12% le pondera un 50%, y el otro 50%?	NO	Un 50% optimista y un 30% conservadora, es decir un 7% y 8% de crecimiento, y seguro me preguntará por el pesimista, en ese orden consideramos un 20% y el crecimiento en las ventas sería de un 4% en el que también tenemos un plan de contingencia.
13	¿Sustentan su crecimiento del 12% optimista, de 7% u 8% esperado y un 4% pesimista, la base de esos porcentajes lo realizan de acuerdo con su experiencia y no con cálculos?	NO	Tenemos en el negocio más de 50 años, la experiencia nos da las pautas a seguir, sin embargo todas las proyecciones son cuantificadas y valoradas de acuerdo con el crecimiento de la empresa y servicios complementarios.
14	¿Nos puede proporcionar el estudio financiero de los proyectos del cual sustentan sus porcentajes?	NO	Nuestra empresa maneja una política de sigilo de información.

1.2 Riesgo de Control.

Esta sección busca la identificación del Riesgo de Control de incumplimiento. Luego de las preguntas se deben identificar los más significativos.

No.	Pregunta	Respuesta	Comentario
1	¿Las directrices internas consideran criterios claros y objetivos?	SI	
2	¿Se han aplicado cambios recientes en los controles de aplicación relacionados a los	SI	Estamos en un proceso de cambio a un ERP que nos permitirá tener información en línea para monitorear en tiempo real y

	sistemas de información en los que se maneja la información?		anticiparnos ante efectos negativos identificados como riesgo.
3	¿Existen controles de calidad establecidos para dar seguimiento a las actividades u operaciones realizadas?	SI	Tenemos un departamento de contraloría que trabaja de la mano con todas las gerencias a fin de seguir realizando mejoras continuas
4	¿Existen controles de calidad establecidos en relación con la revisión de los procesos relacionados con cumplimientos de leyes, y reglamentaciones?	SI	
5	¿Existe una matriz de Control, en la cual se documenten con cierta frecuencia los incumplimientos identificados?	SI	

2. Conclusiones sobre Identificación de Riesgos.

Como conclusión de los riesgos inherentes podemos mencionar que la empresa tiene bien definido la política; el comité de riesgo evalúa constantemente los efectos externos de precios y de mercado.

Las proyecciones estimadas de acuerdo con el comité están en un orden de:

Crecimiento del 12% en un escenario optimista con probabilidad de un 50%, un escenario esperado del 7% al 8% con probabilidad del 30% y un escenario pesimista con probabilidad del 20% con un crecimiento del 4%.

De acuerdo con nuestro análisis de los datos históricos el crecimiento de la compañía maneja un **7,5%** considerando el efecto a la baja de precios en los últimos años, con esta entrevista

tratamos de asegurarnos sobre las perspectivas que tiene la compañía para corroborar nuestra estimación en los flujos para la valoración.

Por lo que concluimos que el crecimiento en nuestra valoración será:

Crecimiento del 12% en un escenario optimista con probabilidad de un 50%, un escenario esperado del 7,5% con probabilidad del 30% y un escenario pesimista con probabilidad del 20% con un crecimiento del 4%.