

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

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



“VALORACION FINANCIERA DE LA EMPRESA EUROFISH S.A.”

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previa la obtención del título de:

MAGISTER EN FINANZAS

PRESENTADO POR:

DIANA KATHERINE CANTOS MOREIRA

LETTY ALEXANDRA PALMA ANCHUNDIA

GUAYAQUIL – ECUADOR

2016

AGRADECIMIENTO

Agradezco a “**DIOS**” por ser el guía espiritual para cumplir cada uno de mis sueños, a mis padres amigos incondicionales para mi superación, a mi esposo e hijo, por su comprensión, dentro de esta meta cumplida.

A mis amigas Liliana y Betsy, personas que en forma incondicional me otorgaron su apoyo, al compartir momentos inolvidables en este trajinar.

Agradezco de manera especial a los docentes de la Escuela de la Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas, por compartir sus conocimientos y experiencias, a mis compañeros de curso, amigos y familiares que contribuyeron para este éxito, para todos aquellos, mi consideración y estima.

DIANA

AGRADECIMIENTO

A Dios, por ser mi amigo incondicional de toda la vida dándome fuerza y valor para culminar las metas propuestas en el trayecto de mi vida.

Agradezco también la confianza y el apoyo brindado por mi madre quien siempre está presente con sus consejos para no desmayar, a mi padre que desde el cielo es la luz en el camino y que sin duda alguna en el trayecto de mi vida me han demostrado su amor, corrigiendo mis faltas y celebrando mis triunfos.

A mis profesores, y compañeras en quien siempre encontré una fuente permanente de amistad apoyo y aprendizaje.

Gracias de todo corazón

LETTY ALEXANDRA

DEDICATORIA

Dedico este trabajo al ser supremo “*DIOS*”, por ser el soporte de perseverancia y guía de mi destino.

A mis padres, por su incondicional apoyo en cada uno de mis pasos y por su infinito amor. Todo lo que hoy soy es por ustedes.

A mi hijo Thiago, la razón más grande de mi superación y la motivación para ser una mejor persona día a día.

A mi compañero de vida José Rainiero por su amor, comprensión y por compartir conmigo mis triunfos y alegrías.

No podría dejar de dedicar este trabajo a una persona quien es y será un ejemplo de vida para mí y para toda mi familia mi abuelita Margarita.

Los amo.

DIANA

DEDICATORIA

Este trabajo de investigación lo dedico con todo mi corazón a “**Dios**”, fuente del saber y del conocimiento por fortalecerme espiritualmente para mi superación.

A mis padres y hermano a quienes considero parte de este logro tan importante para mi

A mis amigos y familiares por su apoyo absoluto para alcanzar este nuevo éxito en mi vida.

LETTY ALEXANDRA

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

Ph.D Katia Rodríguez Morales

PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

M.Sc. Raúl Carpio

DIRECTOR DE TESIS

M.Sc. Washington Macías Rendón

REVISOR 1

M.Sc. Martha Aguilar

REVISOR 2

DECLARATORIA EXPRESA

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

Diana Katherine Cantos Moreira

Letty Alexandra Palma Anchundia

INDICE DE CONTENIDO

AGRADECIMIENTO	II
AGRADECIMIENTO	III
DEDICATORIA	IV
DEDICATORIA	V
TRIBUNAL DE GRADUACIÓN	VI
DECLARATORIA EXPRESA	VII
INDICE DE CONTENIDO	VIII
INDICE DE TABLAS	XI
CAPITULO I: INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 ANTECEDENTES	2
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	4
1.3 OBJETIVOS	4
1.3.1 Objetivo General	4
1.3.2 Objetivos específicos	4
Describir conceptos y métodos de valoración	4
1.4 JUSTIFICACIÓN	5
CAPITULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA	6
2.1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	6
2.1.1 Definición de Valoración de Empresas.....	6
2.1.2 Fases de una Valoración de Empresas	8
2.1.3 Objetivos de la Valoración de Empresas.....	8
2.1.4 Diferentes tipos de valor	10
2.1.4.1 Valor de mercado	10
2.1.4.2 Valor justo o razonable.....	10
2.1.4.3 Valor económico	11
2.1.4.4 Valor de liquidación	11
2.1.4.5 Valor acordado	11
2.1.5 Usuarios de valoración de empresas.....	11
2.2 MÉTODOS CLASICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	12
2.2.1 Metodología de la valoración de empresas.....	12
2.2.2 Clasificación de los métodos de valoración de empresas	12
2.2.3 Métodos basados en el balance o en la situación patrimonial	13

2.2.3.1 Valor Contable (VC).....	13
2.2.3.2 Valor contable ajustado (VCA).....	13
2.2.3.3 Valor de liquidación (VL).....	14
2.2.3.4 Valor Sustancial.....	14
2.2.4 Métodos basados en los resultados	15
2.2.4.1 Múltiplos de beneficios PER.....	15
2.2.4.2 Múltiplo de Ventas	16
2.2.4.3 Múltiplos de Ebitda.....	16
2.2.4.4 Otros Múltiplos.....	17
2.2.5 Métodos Mixtos, basadas en el fondo de comercio goodwill	17
2.2.5.1 Método Clásico	19
2.2.5.2 Unión de Expertos	19
2.2.5.3 Renta Abreviada.....	19
2.2.5.4 Otros	19
2.2.6 Métodos Basados en Descuentos de Flujo de Fondos (Cash Flows)	20
2.2.6.1 Flujo de caja libre (FCF) Free Cash Flow	21
2.2.6.2 Flujo de fondos de los accionistas	22
2.2.6.3 Dividendos.....	23
2.2.6.4 Flujos de Caja en Efectivo o Capital Cash flow	23
2.2.6.5 Valor presente ajustado APV	23
2.2.7 Método Black and Scholes	24
CAPITULO III: METODOLOGIA	27
3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO	27
3.2 DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO	28
3.3 DESCRIPCIÓN DE LAS FUENTES DE INFORMACIÓN A UTILIZAR	30
CAPITULO IV: ANALISIS DE LA EMPRESA EUROFISH.....	31
4.1 ANALISIS EXTERNO	31
4.1.1 Entorno Económico.....	31
4.1.2 Crecimiento Económico Ecuatoriano, generalidades.	32
4.1.3 Sector Pesquero	36
4.1.4 Industria Pesquera y de Exportación de Atún	38
4.1.5 Indicadores Financieros.....	41
4.2 ANALISIS INTERNO	45
4.2.1 Entorno Sectorial.....	46
4.2.2 Mercados	46

4.2.3 Capacidad de almacenamiento y Líneas de Producción.....	53
4.2.4 Factores de Riesgo.....	55
4.2.5 Competencias.....	56
4.2.6 Políticas de Inversión y Financiamiento.....	57
4.2.7 Las últimas Estrategias de Eurofish S.A.	58
4.2.8 Análisis FODA.....	59
4.3 CALCULO DE FLUJOS DE CAJA ESTIMADOS.....	60
4.4 CÁLCULO DE TASA DE DESCUENTO.....	62
4.5 CALCULO DE VALOR TERMINAL.....	66
4.6 ANALISIS DE ESCENARIOS.....	66
CAPITULO V: VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA.....	68
CAPITULO VI: CONCLUSIONES.....	70
BIBLIOGRAFIA.....	71

INDICE DE TABLAS

Tabla # 1 Principales Métodos de Valoración	12
Tabla # 2 Métodos de valoración mixtos	18
Tabla # 3 Ventajas y desventajas de los métodos de valoración	25
Tabla # 4 PIB por clase de actividades económicas	32
Tabla # 5 Total Exportaciones del Ecuador (2010-2014)	34
Tabla # 6 Total Importaciones del Ecuador (2010-2014)	35
Tabla # 7 Exportaciones totales de productos no petroleros	38
Tabla # 8 Total exportaciones de productos pesqueros excepto camarón	39
Tabla # 9 Ingresos de la empresa industrial Eurofish S.A	42
Tabla # 10 Total exportaciones de la empresa Eurofish S.A.	43
Tabla # 11 Volumen de atún capturado en el Ecuador	47
Tabla # 12 Total de atún ecuatoriano exportado	48
Tabla # 13 Principales mercados del atún ecuatoriano	49
Tabla # 14 Ubicación porcentual e importancia de las empresas exportadoras de atún y productos del mar	52
Tabla # 15 Requisitos para las conservas de envasados de atún	55
Tabla # 16 Indicadores históricos de Eurofish 2010-2014	61
Tabla # 17 Supuestos para la proyección de flujos de caja	61
Tabla # 18 Flujos de caja proyectados años 2015-2019	62
Tabla # 19 Riesgo País-Ecuador	63
Tabla # 20 El precio de los bonos de Estados Unidos (junio-2015)	64
Tabla # 21 Cálculo de los costos del patrimonio	65
Tabla # 22 Cálculo del WAAC	65
Tabla # 23 Cálculo de un supuesto escenario optimista	67
Tabla # 24 Cálculo de un supuesto escenario pesimista	67
Tabla # 25 Cálculo valor financiero Eurofish S.A. (Escenario esperado)	68
Tabla # 26 Cálculo valor financiero Eurofish S.A. (Escenario optimista)	68
Tabla # 27 Cálculo valor financiero Eurofish S.A (Escenario pesimista)	68
Tabla # 28 Valoración ponderada Eurofish	69

INDICE DE FIGURAS

Figura 1: Total Exportaciones del Ecuador	34
Figura 2: Total de Importaciones del Ecuador (2010-2014)	35
Figura 3: Exportaciones totales de productos no petroleros	38
Figura 4: Total exportaciones de productos pesqueros excepto camarón	39
Figura 5: Ingresos de la empresa industrial Eurofish S.A	42
Figura 6: Total exportaciones de la empresa Eurofish S.A	43
Figura 7: Volumen de atún capturado en el Ecuador	47
Figura 8: Principales mercados del atún ecuatoriano	49
Figura 9: Sistema de canalización y mercadeo del atún	50
Figura 10: Ventas por productos año 2014	51
Figura 11: Exportaciones por país del destino 2014	51
Figura 12: Ubicación porcentual e importancia de las empresas exportadoras de atún y productos del mar	53

SIGLAS

CIAT	Comisión interamericana del Atún tropical
VC	Valor constante
VCA	Valor contable ajustado
VL	Valor de Liquidación
PER	Ratio de Precio beneficio
BAIT	Beneficio antes del interés de impuestos
VP	Valor presente neto
WACC	Costo promedio ponderado del capital
FCF	Flujo de fondos libre “Free cash Flow”
NOF	Nuevas necesidades operativas de fondos
BAAIT	Margen de oportunidad bruto
BDT	Beneficios después de impuestos
CMPC	Costo medio ponderado de capital
BAT	Beneficios antes de impuestos
CCF	Capital de cash flow
APV	Valor presente ajustado
CMPC	Costo promedio ponderado de capital
VPA	Valor presente actual
DFC	Método de descuento de flujo de caja
GV	Gastos ventas
EBIT	Beneficios antes de interés e impuestos
NOPLAS	Beneficios operativos-impuestos ajustados
CAPEX	Inversiones de capital fijos
EEUU	Estados Unidos
CEPAL	Centros de estudios para américa latina

RESUMEN

El presente trabajo de tesis tiene como objetivo principal determinar el valor financiero de la empresa Eurofish S.A. del cantón Montecristi, en donde se describe en su primer capítulo la introducción general objeto del estudio, los antecedentes, el problema y objetivos del estudio que parten de un hecho analítico general a lo particular. El segundo capítulo está fundamentado en la revisión de la literatura y aplicación de conceptos básicos de valoración de empresas, sus fases, valor, métodos, flujos, valor presente, ventajas y desventajas de los métodos de valoración de empresas, lo que permitió una interpretación de principios y aplicación del método seleccionado, el tercer capítulo presenta la metodología y justificación del método seleccionado para la valoración de la empresa Eurofish SA, haciendo referencia de la fuente de información a aplicarse, el cuarto capítulo enfoca un análisis de la empresa motivo del estudio, interpretando su entorno socio económico, su nivel de crecimiento y participación dentro de la economía ecuatoriana, su sistema de mercadeo y mercados a los cuales exporta los productos del mar industrializados, y aptos para el consumo humano de acuerdo a las leyes de sanidad internacionales, el análisis del factor de riesgo, su política de inversión y expansión para ampliar la producción, su interpretación Foda. El quinto capítulo constituye el ejercicio práctico de valoración de la empresa con el método seleccionado, como es “Flujo de caja descontado” por ser el más completo de todos los descritos, siendo este un ejemplo práctico con la utilización de información económica financiera que inciden directamente en el proceso de valoración de la empresa Eurofish SA, del Cantón Montecristi. Con ello se presenta el sexto capítulo, obteniéndose los resultado de la investigación en conclusiones del proceso investigativo.

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN

Los procesos de modernización económica y de mercado establecen en forma permanente la realización de eventos cuantificables de valor de un bien sean estos para vender o para establecer parámetro de estabilidad productiva frente al mercado, en este sentido los avances técnicos de valoración de las empresas logran medirse desde varias alternativa económicas. Determinar el valor financiero de la empresa Eurofish S.A, es un estudio de acción practica y objetiva, dentro del estatus socioeconómico de la misma empresa por mantenerse dentro de la primera en su género de exportación de productos del mar.

La realización de la investigación se fundamentó en la recopilación de información básica, a nivel de la empresa Eurofish SA, Banco Central del Ecuador con sede en Quito, Superintendencia de Compañía, Instituto Nacional de Estadísticas y Censo, INEC, Expromar, en donde fue necesario llevar a la práctica conocimientos para tabular la estadística e interpretarla de acuerdo a los objetivos planteados.

La recopilación de los datos fue aplicado por medio de métodos y técnicas las ciencias estadísticas, recopilación, selección y tabulación como primer paso, para luego analizarla e interpretarla de acuerdo a la intencionalidad objeto de la investigación planteada, presentándose un limitante que la empresa Eurofish S.A, es muy cautelosa en dar la información por ello fue necesario obtener en otras instituciones públicas, como las antes citadas, esto permitió la aplicación del método deductivo e inductivo, estadístico y de campo, con sus técnicas e instrumentos básicos para el logro y culminación de la investigación.

1.1 ANTECEDENTES

La industria atunera emprendió su desarrollo en el Ecuador en el año 1950, con un lento crecimiento hasta los años 1960, para consolidarse de manera potencial en la economía ecuatoriana en 1970, hoy en día hay ciudades que viven prácticamente de esta industria como son Posorja y Manta, donde están instaladas las principales plantas procesadoras. La flota atunera ecuatoriana es, por su tamaño, la segunda en importancia en el océano Pacífico Oriental; sin embargo, es la primera en la región por su rendimiento y eficiencia, de allí que el Ecuador ocupe en los últimos años el primer lugar en capturas de la especie, según las cifras estadísticas de la Comisión Interamericana del Atún Tropical (CIAT), el Ecuador se ha convertido en uno de los mayores productores y exportadores de atún de América del Sur, y este éxito ha ayudado a la industria pesquera a comprar embarcaciones modernas y equipos de procesamiento de última tecnología.¹

Eurofish S.A es una sociedad anónima que tiene tres grupos accionarios, la cual fue constituida el 8 de septiembre de 1998, las instalaciones industriales se encuentran en el sitio Jacuata del Cantón Montecristi en la provincia de Manabí.

Eurofish S.A es una empresa que se dedica a la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases, incluyendo la captura, investigación, conservación, procesamiento o transformación y comercialización tanto interna como externa de productos derivados de la pesca.

La construcción de la planta se inicia a principios del año 1999, habiendo comenzado sus operaciones industriales en septiembre del mismo año con lomos de atún precocidos y congelados, inicialmente la capacidad de la planta fue de 50 toneladas métricas de atún entero, a partir de mayo del 2001 luego de invertir en la ampliación de los equipos de almacenamiento, descongelado, cocción de atún, limpieza de lomos y congelación de estos, se llega a producir 100 toneladas métricas de atún entero por día, hacia octubre del año 2001 se inician las operaciones de enlatado de atún con la presentación de lomititos en aceite bajo la marca “Manabí”.

El 22 de marzo del 2006 arranca la línea de producción de conservas de atún en envases flexibles (pouch), y a mediados de diciembre del mismo año se inicia la producción de una nueva marca propia denominada “Capitán Barbatún” para conservas enlatadas, a partir del 21 de enero del 2008 se inicia el segundo turno con un incremento de

¹ Revista Pesca blanca Internacional: Volumen 73 Manta, Ecuador

300 personas y procesando un promedio de 130 toneladas métricas diarias, en el mes de octubre de este mismo año se instalaron dos nuevos autoclaves de vapor, se compran los terrenos adyacentes a la planta y comienza la construcción de un nuevo galpón de 4700 metros cuadrados para albergar los procesos de etiquetado, encartonado; las bodegas de insumos, conservas y los tanques de almacenamiento de aceite de oliva. A mediados de diciembre del 2008 termina el traslado de las conservas y se inicia el despacho mediante el ingreso directo de los contenedores del área de almacenamiento.

En la actualidad Eurofish S.A. cuenta con una capacidad de producir 182 toneladas métricas diarias distribuidas en lomos precocidos congelados y conservas (Enlatados o Pouch). Para el desarrollo de sus operaciones, la compañía cuenta con certificados de diversos tipos, incluyendo de calidad, protección de especies en peligro, de la comunidad judía, entre otros.

Los productos que la compañía tiene como destino tanto el mercado local como el de Europa y América, a continuación se detallan los productos de Eurofish S.A.: lomos, enlatados, pouch, flake, sangacho, pescado congelado. La principal estrategia de la empresa ha sido la mejora continua en las instalaciones y procesos de la compañía, siendo por su actividad parte del sector pesquero, el cual en los últimos años se destaca por ser uno de los sectores que mejores resultados han demostrado dentro de la economía ecuatoriana. En el año 2010 sus ingresos fueron \$73.3 millones de dólares y en el año 2012 ascendieron a \$135.9 millones y en el año 2013 a \$148,3 millones y a noviembre del año 2014 alcanzó un monto de \$125.10 millones, su crecimiento la mantiene entre las 3 empresas más grandes en la industria atunera de Manabí.²

Eurofish S.A. dada las condiciones de mercado, ha dedicado todos sus esfuerzos a potenciar la expansión del mercado internacional de la empresa, para ello, la estrategia ha sido producir de acuerdo a las especificaciones y normas técnicas de salubridad internacionales (Normas Inen 184, año1990), satisfaciendo las necesidades y seguridad alimentaria y de la salud, de los clientes/consumidores, por lo cual no ha desarrollado una marca, sino que ha aprovechado las marcas registradas y muchas de ellas consolidadas.

Con este fin se establecieron para los siguientes años: Incrementar una presentación y/o línea de producción por año, permitiéndoles crecer a través de la innovación de productos y consolidar su posición en los productos de mayor valor añadido,

² Información obtenida de la pag de la Superintendencia de Compañías 2015

en esto está incluido para el año 2015 la expansión de la planta con el fin de incursionar en la producción de conservas de pelágicos (Sardinias).

La Empresa Eurofish se constituye en un sistema organizado que tiene como finalidad una acción con el propósito de incentivar el desarrollo regional y nacional, en estas circunstancias se sujeta a las normas establecidas en la Ley de Pesca y Desarrollo y por realizar actividades muy similares, coinciden e incluyen parte de sus disposiciones implantadas en la provincia de Manabí³

1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Eurofish S.A, es una empresa que se dedica a la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases, pero sus administradores financieros se encuentran con dificultades en el momento de evaluar la empresa para tomar decisiones en la creación de su valor, ya que no cuentan con una herramienta de valoración de empresas, este es el problema que nos llevó a la realización del presente trabajo basándonos en los antecedentes de la creación de la empresa y sus proyectos de crecimiento futuro y por ser una de las principales en su categoría posicionada como la número 10, siendo esta una de las empresas ecuatorianas líderes en la exportación de atún a los mercados internacionales.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo General

Determinar el valor financiero de la empresa Eurofish S.A.

1.3.2 Objetivos específicos

Describir conceptos y métodos de valoración

Determinar el método de valoración aplicable a la empresa

Analizar y definir características, ventajas y desventajas del método elegido

Analizar el entorno económico, sectorial e interno de la empresa

Realizar la valoración de la empresa Eurofish S.A. aplicando el método seleccionado.

³ Información proporcionada por el Dpto. Administrativo Financiero de la empresa Eurofish

1.4 JUSTIFICACIÓN

La valoración de las empresas en la actualidad se ha vuelto primordial debido al incremento de fusiones, adquisiciones y expansiones de la última década generadas por el perfeccionamiento de los mercados y la apertura de los mismos a través de la eliminación de barreras de entrada, por lo que se la considera como un proceso mediante el que se pretende la cuantificación de los elementos generadores de valor que constituyen entre otros el patrimonio de la empresa, actividad, capacidad, potencialidad o cualquier otro aspecto que cree valor y que debería ser valorada para beneficio empresarial.

En consecuencia en la actualidad el valor de las empresas no se puede limitar solo a sus activos físicos (los cuales son fáciles de valorar), el valor de una empresa va mucho más allá, en el caso de las empresas que cotizan en bolsa una referencia confiable es su capitalización bursátil, pero para el caso de las empresas pequeñas que no cotizan en bolsa no existe un indicador concreto que permita valorar a la empresa en toda su dimensión, es necesario valorar a la empresa tomando en cuenta todo sus componentes tangibles e intangibles para entregar a los dueños una perspectiva completa acerca del valor de la empresa, en el caso de Eurofish S.A. donde no se ha realizado un proceso de valoración por lo que el estudio entregará una respuesta concreta del valor de la empresa, siendo esta información de mucha importancia para los propietarios de la misma.

En complemento a la razón principal para la valoración, el estudio presenta importancia, para afrontar cualquier tipo de negociación que implique una transferencia de una parte o de la totalidad de la empresa, determinar el valor actual de la empresa permitirá a los dueños delinear los caminos de crecimiento a largo plazo, así como conocer la evolución y situación actual de su patrimonio.

CAPITULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS BÁSICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

En la actualidad es importante que las organizaciones modernas hagan uso de instrumentos que le permitan el estudio y análisis de las variables que las afectan, en su real situación dentro de su sistema operacional y de gestión, por esta razón existen muchos motivos para valorar una empresa, para lo cual se tienen diversos métodos, los cuales utilizan una gran variedad de información de la empresa y de su entorno, todos estos elementos no son fáciles de medir cuantitativamente, puestos que al valorar una empresa se pretende de manera precisa determinar un intervalo de valores que sean razonables dentro de los que se está incluyendo un valor definitivo.⁴

2.1.1 Definición de Valoración de Empresas

La valoración de una empresas, pretende dar a conocer el valor económico de la misma, buscando satisfacer un determinado propósito, considerado como un proceso mediante el que se pretende la cuantificación de los elementos generadores de valor que constituyen entre otros el patrimonio de la empresa, la valoración de empresas se realiza principalmente en función de sus recursos propios, beneficios constantes netos de impuestos y el tipo de interés del mercado.⁵

Fernández (2008) define a la valoración de una empresa como un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿Qué se está haciendo?, ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?, ¿Por qué y para quién se está haciendo la valoración?, casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas.

Sarmiento (2002) define la valoración como un modelo usado para calcular un rango de valor entre los cuales se encuentra el precio de la empresa, además de que se considera un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa.

Para *Caballer (1998)* la valoración de empresas es aquella parte de la economía cuyo objetivo es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con

⁴ Josep Faus J.F., valoración de empresas, un enfoque pragmático, universidad de Navarra.

⁵ Tom Copeland y otros, valoración, medición y gestión del valor.

arreglo a unas determinadas hipótesis, con vista a unos fines determinados y mediante procesos de cálculos basados en informaciones de carácter técnico y económico.

Valorar una realidad económica no es tarea exclusivamente técnica: valorar es emitir una opinión un juicio de valor, que siempre es subjetivo, y que como toda opinión puede o no estar suficientemente fundamentada. En consecuencia no existe un valor absoluto y único para una realidad económica.⁶

La valoración de empresas se define en una serie de supuestos y conceptos que enmarcados dentro de la teoría financiera arrojan un resultado final por lo que muchos autores y analistas financieros conceptualizan sobre si la valoración de empresas es una ciencia o un arte, como ciencia la valoración de empresas es una combinación de los factores internos y externos que afectan el entorno económico, como arte combina la experiencia, conocimiento de quien valora para identificar los aspectos críticos o relevantes relacionados con los factores internos y externos, una valoración correcta es aquella que está bien realizada técnicamente y que se fundamenta en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración, por lo que se define:

Valorar para qué, ya que no es lo mismo valorar un activo para ser líquido, que para ser vendido o ser reformado y reutilizado, esta diversa finalidad en la valoración no debe confundirse con la posibilidad de manipulación en el valor resultante final, que se produce cuando no resulta razonable el fin de la valoración y los supuestos utilizados.

Valorar para quién, porque no es igual la perspectiva del comprador que la del vendedor, o la del accionista minoritario que la de la entidad financiera que aporta deuda.

Valorar en qué circunstancias, es decir, en qué momento del ciclo económico, en qué sector, con qué tipo de negocio.

Para valorar correctamente hay que entender el modelo de valoración que se está aplicando, para entender las limitaciones conceptuales, los problemas que se derivan de aplicarlos a la realidad que se trata de valorar, la razonabilidad de los supuestos teóricos y prácticos que se emplean.

⁶ López Lubián, F y De Luna Butz, W.(2001)

2.1.2 Fases de una Valoración de Empresas

Al realizar una valoración de empresa, se considera independientemente del modelo que se use, el resultado es siempre una hipótesis dentro de un rango de valoración en función de las expectativas futuras de ingresos, de los valores estimados de mercado de los diferentes activos de la empresa, de las tasas de descuento aplicada, entre las principales variables que intervienen, para su valoración se deben tener en consideración los siguientes aspectos:

Conocer la empresa y su cultura organizativa.

Esto implica conocer a su personal, su forma de actuar y de resolver problemas

Conocer al equipo directivo. Se relaciona con el punto anterior ya que para conocer la empresa se debe conocer también el equipo directivo, pero de una forma más detallada, analizar sus hojas de vida, sus expectativas, las metas y cuál es su pensamiento respecto a la dirección que debe tomar la empresa.

Conocer el negocio y su entorno. Esto implica; comprender el entorno social, político y económico, conocer a los proveedores, analizar a los clientes, entender a la competencia, analizar el sector de la empresa y la situación económica general, la salud financiera y su evolución histórica, estudiar su plan de negocio con el objeto de estimar su viabilidad futura.

Proveer el futuro. Consiste en calcular el valor de la empresa en relación con los flujos de caja que se estima genere en el futuro.

2.1.3 Objetivos de la Valoración de Empresas

La administración financiera estudia las decisiones administrativas que conducen a la adquisición y financiamiento de los activos corrientes y no corrientes de la empresa, así como de los problemas relativos al tamaño y de su crecimiento, por esta razón, al valor de la empresa en el análisis de estas decisiones se basa en los flujos de caja esperados y sus efectos sobre los objetivos administrativos que la empresa procura alcanzar.⁷

⁷ Francisco López Martínez, valoración de empresas “una introducción práctica”

Según *Fernández (2004)* los objetivos de la valoración dependen del fin que en cada caso se persiga, en general una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor.

Una valoración sirve para diferentes propósitos.

- 1) Finalidad, compra – venta, para el comprador la valoración le indica el precio máximo a pagar, en cambio para el vendedor la valoración le indica el precio mínimo por el que vender.
- 2) Finalidad, conocer el valor de las empresas cotizadas en bolsa, la valoración sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender.
- 3) Finalidad, iniciar la cotización en bolsa, comprar o mantener las acciones para decidir en qué valores concretar una cartera, para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.
- 4) En el caso de las herencias y testamentos la valoración es necesaria para establecer partes equitativas y hacer consideraciones sobre los impuestos.
- 5) Si el objetivo es tener un sistema de remuneración basado en la creación del valor, la valoración de la empresa o negocio es fundamental para cuantificar la creación de este que es atribuible a los directivos que se evalúan
- 6) Finalidad, aumentar el valor de la empresa, el proceso de valoración de una empresa o una unidad de negocio es esencial para identificar y jerarquizar los principales value drivers, asimismo, la valoración permite identificar las fuentes de creación y destrucción del valor.
- 7) Finalidad, decidir sobre la continuidad de la empresa, la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otra empresa.
- 8) Finalidad, planificación estratégica, la valoración de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos líneas de negocio, países, clientes mantener, potenciar o abandonar, del mismo modo, la valoración permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción del valor.

- 9) Finalidad, comprobar la evolución del valor de la empresa, la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez.

2.1.4 Diferentes tipos de valor

El sistema de información contable no dice en realidad cuánto vale una empresa, este se puede determinar definitivamente por su capacidad de generar beneficios futuros (Good-Will) en adición a lo que posee en un momento determinado, es decir un negocio vale por sus activos netos más el valor presente de sus beneficios futuros⁸.

Según Sanjurjo (2003) aunque con frecuencia se utilizan en forma indistinta, valor y precio son cosas diferentes, el precio no es más que el resultado de una transacción concreta sobre un bien o derecho, en unas circunstancias también concretas, sobre este inciden algunos factores, relacionados tanto con los propios intervinientes en su fijación (comprador y vendedor) ,a diferencia que el valor viene fundamentalmente por la aplicación al negocio de hipótesis determinadas, que no necesariamente son las que concurren en la determinación del precio efectivamente pagado, podemos distinguir los siguientes tipos de valor.

2.1.4.1 Valor de mercado

Se trata del precio que razonablemente se puede esperar de una sociedad en una operación de venta en el mercado libre y un vendedor libre, entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con un conocimiento similar sobre los negocios y los mercados en los que opera la sociedad, y actuando cada uno de ellos en su propio interés y beneficio.

2.1.4.2 Valor justo o razonable

Es aquel valor que se considera como justo o razonable, considerando el conjunto de condiciones que se producen en el contexto de transacciones, tratando en todo caso de ser equitativo y justo para ambas partes, es decir el valor justo (fair value) invoca el deseo del valorador de tratar de manera razonable a un comprador y a un vendedor que se encuentran de alguna manera obligados a participar en una transacción, el valor razonable o justo se determina considerando y ponderando otras concepciones o bases de valoración

⁸ www.oocities.org

como son: el valor de mercado, el valor económico y el valor de los activos de la empresa en cuestión.

2.1.4.3 Valor económico

Es el valor del negocio para el propietario actual, este valor representa la compensación que esté requeriría por no poseer el negocio, además se define como el valor del negocio para el futuro propietario y representa el valor atribuible a dicha oportunidad en las circunstancias concretas del momento de la valoración.

2.1.4.4 Valor de liquidación

Se define como la estimación del producto obtenido a partir del proceso de liquidación de una empresa, asumiendo que cesará la actividad del negocio, el enfoque del valor de liquidación es básicamente estático, puesto que se considera la situación de sus activos y pasivos en el momento de la valoración y no su evolución futura, únicamente se consideran las posibles operaciones que puedan producirse durante el periodo de liquidación, muchas de las liquidaciones se realizan de forma urgente, por ser forzosas (quiebra, mandato judicial, subasta, etc.).

2.1.4.5 Valor acordado

En ciertas ocasiones las partes intervinientes en una transacción presente o prevista para el futuro fijan para la ocasión determinados procedimientos de valoración que normalmente están expresados a través de fórmulas matemáticas más o menos sencillas. Este procedimiento es relativamente común que se incluya en los estatutos de algunas sociedades y en cláusulas introducidas en contratos de compra-venta que recogen ajustes al precio inicialmente acordado.

2.1.5 Usuarios de valoración de empresas

Los usuarios de valoración de empresas radican en empresarios, inversionistas, analistas y directores de empresas que buscan a través de la valoración un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa, al ser la valoración un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentran el precio de la empresa, los usuarios interesados en este proceso conseguirán o podrán tener entre las finalidades lo

siguiente: evaluar proyectos, valorar inversiones, asignar estrategias, evaluar adquisiciones o fusiones entre otras.⁹

2.2 MÉTODOS CLASICOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Los métodos de valoración consideran el valor económico como la capacidad de un activo para aportar una corriente de flujos de caja después de impuestos para los inversionistas, también está reflejado a través del valor económico, el mismo que es medido por la utilidad económica.

2.2.1 Metodología de la valoración de empresas

La metodología de valoración de empresas se orientan hacia el negocio en marcha o cuando terminen sus actividades para realizar el reconocimiento de su valor económico, para lo cual existen diversos métodos de valoración que se han utilizado a lo largo del tiempo en diferentes circunstancias, cada método presenta un riesgo propio de error, para lo cual los analistas con el propósito de disminuir el grado de riesgo de desvío toman otro o varios métodos obteniendo diversos escenarios dentro de un contexto para lograr una variación más ajustada.¹⁰

2.2.2 Clasificación de los métodos de valoración de empresas

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

Tabla # 1 Principales Métodos de Valoración

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN (Prof. Pablo Fernández)						
Estado de Situación Patrimonial	Estado de Resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de Flujos	Creación de Valor	Opciones	
Valor Contable	Múltiplos	Clásico	Free cash flow	EVA	Black & Scholes	
Valor Contable ajustado	Beneficios 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	Al cash flow	CFROI	Aplazar la inversión	
	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos	

Fuente: Guía rápida de Valoración de Empresas Fernández 2008

⁹ Francisco López Martínez 2007, Valoración de empresas, una introducción a la práctica

¹⁰ Fernández 2008, guía rápida de valoración de empresas,

2.2.3 Métodos basados en el balance o en la situación patrimonial

Pablo Fernández 2008. Los métodos basados en el balance de una empresa consideran que el valor de la misma está determinado o expresado en su *balance* en la cuenta patrimonial, el principal inconveniente de este tipo de métodos es que no toma en cuenta la posibilidad de evolución de la empresa en el futuro ni el valor temporal del dinero, este tipo de métodos de valoración analiza a la empresa en un momento determinado de tiempo, además consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance, proporciona el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afecten, como pueden ser la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc. que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes:

2.2.3.1 Valor Contable (VC).

Jenkins, 2012. El valor en libros de una empresa es un buen estima de su valor de mercado, el cual se ve reflejado entre el neto de los activos menos los pasivos de la organización, este método es un poco flexible de valoración ya que es un análisis enteramente estático ya que analiza la empresa en un momento de su operación, por lo que es un método de valoración que no presenta una situación real para fijar el precio de la empresa, este método también de lo denomina “valor en libros” o “patrimonio neto”, es el valor de los recursos propios que figuran en el balance, dicho de otro modo considera (capital y reservas) que presenta la empresa en su balance, se lo puede calcular mediante la siguiente fórmula matemática

$$VC = \text{Valor del activo} - \text{Valor Pasivo} = \text{Patrimonio Neto.}$$

2.2.3.2 Valor contable ajustado (VCA)

Pereyra 2008, las fuentes de valor pueden incluir entre muchas otras, marcas reconocidas, tecnología, conocimiento de mercado, mejores prácticas administrativas, operativas u organizativas, es decir las fuentes de ventaja competitiva de la empresa.

El valor contable ajustado es el valor contable pero modificando los valores de los activos y los pasivos que están en el balance a valor de mercado, al ser un método de ajuste de los activos y de los pasivos históricos según balance a su valor de mercado permite

realizar depuración de los activos y pasivos, lo cual ayuda a tener un valor patrimonial o valor contable de la empresa más adecuado, se cuantifican los elementos del balance en relación al valor del mercado, se lo puede calcular mediante la siguiente fórmula matemática.

$$\text{VCA} = \text{Activo real a precio de mercado} - \text{Pasivo a precio de mercado}$$

Este método usualmente es menor que el valor contable simple debido a la omisión de los activos intangibles, aspecto importante en el momento de valorar una empresa.

2.2.3.3 Valor de liquidación (VL)

Fernández, 2008. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio, indemnizaciones de empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de liquidación.

Este tipo de valoración se aplica en el caso en que la empresa se encuentra en estado de liquidación o se piense que la empresa ya no cumple con un principio contable fundamental que es el de negocio en marcha, por tanto no hay la posibilidad de continuidad. Para calcular el valor de la empresa a través de este método se considera el valor contable ajustado menos los gastos de liquidación que se tiene con gastos fiscales, se lo puede calcular mediante la siguiente fórmula matemática

$$\text{VL} = \text{Valor contable ajustado} - \text{Gastos de liquidación del negocio.}$$

2.2.3.4 Valor Sustancial

Sanjurjo 2003, este método es recomendado para empresas no operativas, pero para un negocio en marcha el método tiene la desventaja que se limita dar valores a bienes tangibles y tampoco cuantifica la capacidad de ingreso que tiene la empresa.

Este método de valoración se aplica para calcular la inversión que se debería hacer para la constitución de una empresa igual a la que se está valorando, el valor sustancial representa la inversión que se necesitaría realizar para obtener una empresa en las mismas condiciones en la que se encuentra la empresa a valorar.

Se suelen usar tres tipos de valor sustancial.

- Valor sustancial bruto, es el activo valorado a precio de mercado.

- Valor substancial neto o activo neto corregido, es el valor substancial bruto menos el pasivo
- Valor substancial bruto reducido, es el valor substancial bruto menos el valor de la deuda sin coste (habitualmente proveedores, acreedores, no se considerarían las deudas con entidades financieras).

2.2.4 Métodos basados en los resultados

Los métodos basados en cuentas de resultados de una empresa son un tipo de valoración conocida como valoración por múltiplos, este tipo de métodos considera que se obtienen el valor de una empresa por ejemplo multiplicando las ventas de la empresa por el coeficiente o múltiplo determinado por las características de la empresa que se está valorando, este método se diferencia porque basan su valoración en la cuenta de resultados, tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro parámetro de la cuenta de resultados.¹¹

Se ha de tener en cuenta que si se utiliza como referencia un múltiplo de otra empresa, es posible que la valoración sea totalmente ficticia ya que nos existen dos organizaciones iguales, independientemente de la rapidez este método no se ajusta realmente al valor de la empresa, pero se suele realizar para situarse en un punto de partida.

2.2.4.1 Múltiplos de beneficios PER

Jenkins, 2012, es fácil demostrar que la relación P/E de una empresa en función de sus oportunidades de crecimiento futuro, de la rentabilidad de esas oportunidades y del riesgo del negocio, por lo que cuando se utiliza el P/E para valorar una empresa se asume implícitamente que la o las empresas de las que se ha tomado el múltiplo de referencia y la empresa que se está valorando tienen similares oportunidades de crecimiento, similar rentabilidad futura y parecidos niveles de deuda.

Este método se basa en la relación existente entre precio y beneficios, este se obtiene dividiendo el precio actual de una empresa en el mercado por el beneficio después del pago de impuestos, de modo matemático la valoración PER considera multiplicar el beneficio neto anual de una empresa por el coeficiente PER (Price Earnings Ratio), para

¹¹ *Alfonso Galindo Lucas (2005)*

estimar el valor del patrimonio de una empresa mediante la utilización de este múltiplo, se toma la relación conocida P/E de una cierta empresa para la que esos valores se conocen (o el promedio de una muestra de empresa) y se multiplica ese indicador por las utilidades (earnings) de la empresa de interés para obtener un estimado del valor del patrimonio.

Para tener el valor total de la compañía es necesario añadir el valor de mercado de la deuda, ya que las utilidades netas después de impuestos representan la redistribución que reciben los accionistas de la compañía después de haber retribuido a los proveedores de fondo de deudas, ese indicador debe calcularse como el precio de mercado de las acciones de una empresa dividido por sus utilidades netas.

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

Se conocen dos tipos PER:

- 1) Los que se basan en los últimos beneficios conocidos, considerando el año anterior al análisis.
- 2) Los que se basadas en las estimaciones de beneficios del ejercicio siguiente, para utilizar esta opción en la valoración de empresas se debe analizar quien ha estimado esos beneficios y porque se toman los beneficios futuros

2.2.4.2 Múltiplo de Ventas

Fernández 2008. En este método se calcula el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número según la coyuntura del mercado, el cual es obtenido a través de datos históricos ya sea de empresas de la industria o de la información histórica de la propia empresa, de esto que si una empresa vende más, en condiciones normales, será más rentable y valdrá más.

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

El ratio/precio/ventas se puede descomponer en otros dos.

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

2.2.4.3 Múltiplos de Ebitda

Jenkins 2012, es uno de los múltiplos más utilizado en la actualidad, ya que no se encuentra afectada por políticas de amortización o depreciación, se usa este método para estimar el valor total de una empresa (es decir, la suma de su valor patrimonial y el valor

de mercado de la deuda pendiente). En este método se considera la relación entre el valor de la empresa y el beneficio antes de interés, impuesto, depreciación y amortización, este es uno de los múltiplos más utilizados en la actualidad, ya que no se encuentra afectada por políticas de amortización, y maneja el mismo criterio de los anteriores múltiplos revisados solamente que este múltiplo será aplicado al Ebitda de la empresa.

2.2.4.4 Otros Múltiplos

Existen otros múltiplos usados con frecuencia de los cuales podemos describir:

- 1) Valor de la empresa / beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT o EBIT)
- 2) Valor de la empresa / beneficios antes de amortización, interés e impuestos (BAAIT o EBITDA).
- 3) Valor de la empresa / cash flow operativo.
- 4) Valor de las acciones / valor contable.

Para valorar una empresa utilizando los múltiplos es preciso utilizar aquellos de empresas comparables.

2.2.5 Métodos Mixtos, basadas en el fondo de comercio goodwill

Los métodos mixtos o goodwill consideran el valor de los intangibles de la empresa, estos no suelen aparecer reflejados en las cuentas anuales de las empresas pero que aportan una ventaja respecto a otras empresas del mismo entorno del mercado, este tipo de métodos realizan por un lado una valoración estática de los activos de la empresa en su futuro.¹²

Fernández 2004. El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima del valor contable ajustado, este fondo pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.), y es por tanto un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta, el problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo.

¹² Ana Belén Alonso Conde, valoración de empresas

Estos métodos parten de un punto de vista mixto, por un lado realiza una valoración estática de los activos de la empresa y por otro lado añaden cierto dinamismo a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

Tabla # 2 Métodos de valoración mixtos

Métodos	Valor de la empresa
Método de valoración “clásico”	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, o $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto n = coeficiente comprendido entre 1.5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método simplificado de la “renta abreviada del goodwill” o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo neto corregido; a_n = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill (B - iA) se suele denominar ¡superbeneficio!
Método de la unión de Expertos Contables Europeos (UEC)	Si se despeja $V = A + a_n (B - iA)$ se obtiene: $V = [A + (a_n \times B)] / (1 + i a_n)$
Método indirecto o método “de los prácticos”	$V = (A + B/i)/2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA)/2i$ i Suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos tres años. Tiene muchas variantes, que resultan de ponderar de manera distinta el valor sustancial y el valor de capitalización de los beneficios.
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA)/t_m$ La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m(B - iA)$ El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5 El tipo de interés (i) es el tipo de interés a largo plazo

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

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

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

La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.

Fuente: Guía rápida de Valoración de Empresas Fernández 2008

2.2.5.1 Método Clásico

El método clásico asume que el valor de una empresa es la suma del activo real neto (ARN, valor sustancial) y el beneficio de una serie de años.

2.2.5.2 Unión de Expertos

Se define que el valor de una empresa es igual al valor del activo neto ajustado a más de un fondo comercio, este último se calcula a partir de un multiplicador aplicado al superbeneficio, es decir traer a valor presente el superbeneficio, que es la diferencia entre el beneficio de la empresa y el rendimiento que se obtendrá invirtiendo el patrimonio neto ajustado en un activo financiero libre de riesgo.

2.2.5.3 Renta Abreviada

El método de renta abreviada se considera a partir del valor del patrimonio neto ajustado al que se le añade el fondo de comercio calculado, considerando la capitalización por aplicación de un coeficiente de un superbeneficio igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión del activo neto en el mercado de capitales al tipo de interés correspondiente a la tasa de riesgo.

2.2.5.4 Otros

Método Indirecto

El método indirecto considera el patrimonio neto ajustado y el beneficio del ejercicio.

Ecuación (1) en donde A como el patrimonio neto ajustado, B el beneficio del ejercicio, i el tipo de interés de los títulos de renta fija de estados a largo plazo.

$$(1) V = (A + B/i)/$$

Método Directo

En el método directo el valor del goodwill se obtiene mediante la actualización para una duración infinita del superbeneficio obtenido por la empresa, este corresponde a la diferencia entre el resultado neto del ejercicio y lo que se obtiene de la colocación de los capitales iguales al valor del activo de la empresa a un tipo de interés.

Ecuación (1) en donde: A es el patrimonio neto ajustado, B el beneficio del ejercicio, t_m la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente entre 1.25 y 1.5 dependiendo del riesgo y el tipo de interés denominado como i .

$$(1) V = A (B + Ia)/t_m$$

2.2.6 Métodos Basados en Descuentos de Flujo de Fondos (Cash Flows)

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero cash flows que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos, e basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows, correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de las ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos entre otros.

Por consiguiente el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería, una característica del método del descuento de flujos es que combina información financiera con información del mercado de capitales, la primera proviene de los estados contables de la firma, como los balances, el estado de resultados y el estado de evolución del patrimonio neto, la segunda se refiere a la volatilidad de las acciones de la firma, el rendimiento que se espera del mercado accionario en su conjunto.

Los métodos basados en descuentos de flujos son unos de los sistemas más importantes a la hora de desarrollar valoración de empresas, este tipo de métodos son adecuados para la estimación del valor de un proyecto o empresa en marcha, para el desarrollo metodológico de valoración basado en el descuento de flujos de caja libre presenta normalmente dos enfoques; el enfoque entidad y enfoque patrimonial.¹³

¹³ Xavier Adserá Pere Viñolas, 2003, *principios de valoración de empresas*

Enfoque Patrimonial

En el enfoque patrimonial se intenta calcular el valor de la empresa basado en la estimación del valor de su patrimonio, es decir que se considera que el valor de una empresa radica esencialmente en su balance, el enfoque patrimonial considera los flujos netos esperados de utilidades del accionista más el valor terminal estimado a perpetuidad, desconectado el costo patrimonial del capital.

Corresponde a la idea del valor del patrimonio en un instante dado y se obtiene por diferencias entre el valor real de sus activos y el valor actual de la liquidación de las deudas, este método es muy similar al valor contable, solamente que en este caso, los valores de los activos y pasivos se encuentran ajustados a su valor real de mercado, es decir, tomando en cuenta cualquier plusvalía o deterioro en cualquiera de las cuentas del balance general.

2.2.6.1 Flujo de caja libre (FCF) Free Cash Flow

El Free Cash Flow (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativos, esto es el flujo de fondos generados por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento después de impuestos, es el dinero que quedará disponible en la empresa después de impuestos, es el dinero que quedará disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que por lo tanto no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que debemos pagar en cada uno de los periodos, se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería, los impuestos se deben calcular sobre el BAIT (Beneficio antes del interés e impuestos) directamente, así obtenemos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadir las amortizaciones del período porque no representan un pago sino que constituyen un apunte contable, además debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a nuevas necesidades operativas de fondos (NOF), ya que dichas sumas deben ser retadas para calcular el free cash flow.

Para obtener el Free Cash Flow se debe seguir este procedimiento

Ventas

- Costos de Ventas
- Gastos Generales

= Margen operativo bruto (BAAIT)

- Amortización

=Beneficio antes de impuestos e intereses (BAIT)

-Impuestos

=Beneficio neto (BDT) antes de intereses

+Amortización

-Inversión en Activos Fijos

-Inversión en NOF (Necesidades Operativas de Fondos)

=FCF

Los Free Cash flow se descuentan al coste medio ponderado de capital CMPC o WACC (por sus siglas en inglés). El valor de la empresa se obtiene mediante la sumatoria FCF de los años a analizar descontados a través de WACC.

2.2.6.2 Flujo de fondos de los accionistas

El método de flujo de fondos o caja disponible para los accionistas se calcula restando al FCF los pagos de principal e intereses que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda y sumando las aportaciones de nueva deuda, estos flujos se suelen descontar a la tasa de rentabilidad exigida por parte de los accionistas.

Los flujos de fondos disponibles para los accionistas permiten obtener directamente el valor total de la empresa para los accionistas.

Forma de Cálculo

Ingresos y/o Ventas

Costo de Ingresos y/o Ventas

= Beneficio Bruto

(-) Gastos de Ventas

(+) Otros Ingresos

(-) Otros Egresos

EBIT (Beneficios antes de intereses e impuestos)

(-) Impuestos sobre el EBIT
= NOPLAS (Beneficios operativos – Impuestos ajustados)
(+) Amortizaciones
= Flujo de Caja Bruto
(-) CAPEX (Inversiones en capital fijo)
(-) Cambios Contables en provisiones operativas
=CFC

2.2.6.3 Dividendos

El método de dividendos considera el valor de una empresa como el valor actual de los dividendos en términos futuros a considerar por los accionistas, este método estima las fases de crecimiento de los dividendos.

2.2.6.4 Flujos de Caja en Efectivo o Capital Cash flow

El Capital Cash Flow o “flujo de caja del capital” se corresponde con el efectivo que la empresa ha generado en el ejercicio para sus partícipes, entendiéndose como tales, tanto el accionista como el acreedor. Esta magnitud se forja bajo el enfoque de que la empresa tiene dos propietarios, que son los proveedores de fondos, a los cuales la empresa debe remunerar.¹⁴

2.2.6.5 Valor presente ajustado APV

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

APV (adjusted present value), en este método el cálculo del valor de la empresa se realiza sumando dos valores: por una parte el valor de la empresa suponiendo que no tiene deuda y por otra, el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda.

El valor de la empresa sin deuda se obtiene mediante el descuento de cash flow libre, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no estuviera endeudada, esta tasa es conocida como no

¹⁴ www.expansion.com

apalancada y es menor que la rentabilidad que exigieran los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital, ya que en ese caso los accionistas soportarían el riesgo financiero que supone la existencia de la deuda y requerirían una prima de riesgo adicional superior, para los casos en los que no exista deuda, la rentabilidad exigida a las acciones es equivalente al coste promedio ponderado del capital (CMPC), ya que la única fuente de financiamiento que se está utilizando es el capital.

El método del valor presente ajustado APV es una alternativa de costo promedio ponderado del capital WACC. APV se maneja con el flujo de efectivo en dos componentes, el primero son los flujos de efectivo de operación sin apalancamiento y el segundo es el valor del financiamiento de la empresa, los flujos de efectivos se desglosan para que se puedan utilizar diferentes tasas de descuentos con los flujos de efectivos de operaciones tienen mayor riesgo se descuentan a una tasa más elevada, el método establece que el Valor Presente Actual (VPA) de un proyecto equivale al VPA del proyecto financiado el 100% con recursos propios más el VPA de los efectos del financiamiento.

2.2.7 Método Black and Scholes

La aplicación de Black and Scholes a valoración de empresas se produce del análisis contingente realizado por Robert Merton donde sostiene que las deudas corporativas en general pueden ser vistas como simples contratos de opciones, determinando que el modelo de opciones se puede utilizar para valorar acciones.¹⁵

Myers Stewart señala que las acciones comunes son opciones de compra, que toman (o retienen) de los activos de la empresa para pagar su deuda, los accionistas pueden vender los activos de la firma a sus acreedores, el precio de ejercicio de la venta sería el valor de la deuda, este método se considera de gran utilidad para empresas que trabajan con apalancamiento.

La capacidad de la empresa es la clave para valorar como una opción, de este modo el valor de los activos operativos es semejante al precio de la acción, el periodo que la empresa espera antes de tomar una decisión es semejante al tiempo de expiración de la opción de compra, la incertidumbre acerca del valor de los activos operativos es capturado por la varianza de los retornos, y es análoga a la varianza de los retornos de la acción, pero

¹⁵ Robert Meton y Scott Mason, *Advances in Corporate finance*

sin embargo no es muy conveniente valorar acciones con este modelo, ya que las acciones apalancadas es una secuencia de opciones relativas, incluyendo opciones sobre opciones.

Black and Scholes es un modelo con una gran complejidad en su desarrollo, pero por la relación de las variables se cree darán un resultado más real, a que considera su nivel de riesgo derivado del apalancamiento financiero que tiene cada empresa.

Este modelo conlleva una gran complejidad en su desarrollo, pero la relación de las variables se cree que darán un resultado más real, ya que considera su nivel de riesgo derivado del apalancamiento financiero que poseen las empresas.

Para *Benítez 2013* del modelo de valoración de opciones se conocen tres métodos el Black y Scholes, el binominal y el basado en la simulación Montecarlo, mientras los métodos fueron utilizados inicialmente para valorar opciones comerciales, últimamente se ha intentado extender su alcance a valoraciones más tradicionales, el desarrollo más revolucionario en evaluación de activos es la aceptación de que el valor de un activo puede ser mayor que el valor presente de sus flujos futuros, si estos flujos son contingentes a la ocurrencia o no ocurrencia de un evento, esta aceptación se ha dado en gran medida producto del desarrollo de los métodos de valoración de opciones, se argumenta que activos tales como patentes o reservas sin desarrollar, son en realidad opciones que deberían ser valoradas como tal en lugar de utilizar métodos de flujo de caja descontados.

Para valorar a la empresa como una opción se debe discernir entre las características de la empresa y las de una opción, ya que de este modo el valor de los activos operativos es semejante al precio de acción, el periodo que la empresa espera antes de tomar una decisión es semejante al tiempo de expiración de la opción de compra, este modelo conlleva a una gran complejidad en su desarrollo.

2.3 Ventajas y desventajas de los diferentes métodos de valoración

Tabla # 3 Ventajas y desventajas de los métodos de valoración

Métodos	Tipos	Ventajas	Desventajas
	Valor contable	Es fácil de encontrar su valor solo con el Balance de la empresa. Método de fácil aplicación para la valoración de empresas Es la aproximación más sencilla a la valoración de empresas.	No refleja la capacidad de la empresa de producir riqueza en el futuro, ya que se basa en datos históricos. Limite en la normativa contable que se haya aplicado a la valoración de activos y pasivos

Contables	Valor ajustado contable	Método de fácil aplicación para la valoración de empresas Es la aproximación más sencilla a la valoración de empresas	No considera los posibles flujos futuros Presenta dificultad para hacer ajustes
	Valor de liquidación	Sencillo y de fácil aplicación	Dificultad en determinar valores de liquidación Representa el valor mínimo de la empresa
	Valor sustancial	Fácil aplicación ya que no representa un gran complejo estimar sus activos y pasivos ajustados.	Se considera el valor sustancial como el valor mínimo de la empresa
	Multiplo PER	Facilidad en el cálculo	Ratio influenciado por distintas prácticas contables Problemas para encontrar empresas 100% comparables.
	Múltiplos	Múltiplo EBITDA	Facilidad en el cálculo
Múltiplo de Ventas		Facilidad en el cálculo Ventas difíciles de manipular.	Problemas para encontrar empresas 100% comparables.
Flujo Descontados		Flujo libre de caja	Considera el valor del dinero en el tiempo
	Valor ajustado presente	Define factores creadores de valor. Considera el valor del dinero en el tiempo	Complejidad en el cálculo Valoración Subjetible
Opciones Reales	Black and Scholes	Se incorpora factores de riesgo a la valoración de empresas. Método recomendado para valuar empresas con alto nivel de financiamiento	No es un modelo adecuado para empresas que no poseen alto grado de financiamiento

CAPITULO III: METODOLOGIA

3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

En el mercado financiero y en el mundo de los negocios en general es muy tradicional, el deseo o necesidad de conocer el valor de una empresa tal como es el caso de EUROFISH S.A, cuya necesidad no es fácil de determinar hoy en día, cuando el valor de la empresa está dado por más factores y activos intangibles que por los propios activos tangibles que posee, en tiempo anterior era sencillo establecer su valor en el mercado, ya que este estaba básicamente representado por los bienes materiales que posee valorados a costes de mercado, actualizando sus activos a precios del momento de evaluación.

La importancia de valorar la empresa EUROFISH S.A. está basada en el estudio del capítulo anterior donde se describen los diferentes métodos aplicables se estableció tomar para el desarrollo de nuestro proyecto el método de descuento de flujo de caja por ser el más completo de todos, ya que este método permite establecer condiciones prospectivas de riesgo y rentabilidad, permitiendo la aplicación de estrategias en el corto, mediano y largo plazo.

Se descartan los otros métodos ya que cada uno de ellos muestra un grado de desventajas o debilidades, como es el caso del método basado en el balance y el método de múltiplos que se basan únicamente en cifras contables que permiten determinar los resultados de la empresa en un momento determinado y no se consideran aspectos importantes como la estructura del capital y perspectivas del desarrollo futuro de acuerdo a sus ingresos.

Mediante este estudio de investigación se estableció, unas propuestas para la implementación de un modelo de estrategias y de información gerencial para la toma de decisiones acertadas y oportunas, el método de descuento de flujos de caja (DFC) es el método de valoración más empleado en la práctica entre empresarios, inversores financieros y profesionales independientes, su importancia se debe no solo a la metodología aplicada sino los conceptos en los que se basa como son: primacía del flujo de caja sobre el beneficio contable, coste de capital como referencia de la rentabilidad, permitiendo analizar y estimar los resultados futuros de la empresa para determinar su precio en el presente, la desventaja que podíamos tener con este método es que la

proyección de flujos futuros se basan en supuestos que se vuelven subjetivos, pero pueden ser mejorados realizando un análisis del entorno interno y externo de la empresa.

3.2 DESCRIPCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA (DFC)

Considerado por estudiosos del tema, como el método más consistente y único conceptualmente desde el punto de vista de análisis financiero, su utilización es amplia, generando una dinámica general, ya que toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo evaluando los resultados de las variables utilizadas como consecuencia de sus rendimientos y comportamientos futuros, debido a los pronósticos tenidos en cuenta en las proyecciones y expectativas de crecimiento a largo plazo, cabe resaltar la importancia de su procedimiento en la parte de la subjetividad de los datos de entrada debido a que puede ser muy sensible en su aplicación.

En la estimación del coste de capital se debe considerar.

- Tener una medida ponderada de los costes de todas las fuentes de capital (deuda y recursos propios), ya que el flujo de caja libre representa la liquidez disponible para todos los proveedores de capital.
- Debe ser calculado después de impuestos, ya que el flujo de caja libre se determina después de impuestos.
- Usar tipos de descuentos nominales de rentabilidad que incluyen los tipos reales y la inflación esperada.
- Estar sometido a cambios a lo largo del periodo de proyección del flujo de caja, debido a modificaciones esperadas en la inflación, el riesgo sistemático o la estructura de capital.

Por ser este método el utilizado para la valoración en la investigación se detalla su metodología de aplicación:

Ingresos y/o Ventas
Costo de Ingresos y/o Ventas
= Beneficio Bruto
(-) Gastos de Ventas

(+) Otros Ingresos
(-) Otros Egresos
EBIT (Beneficios antes de intereses e impuestos)
(-) Impuestos sobre el EBIT
= NOPLAS (Beneficios operativos – Impuestos ajustados)
(+) Amortizaciones
= Flujo de Caja Bruto
(-) CAPEX (Inversiones en capital fijo)
(-) Cambios Contables en provisiones operativas
=CFC

Por lo general se realiza un pronóstico proyectado de 5 a 10 años a partir de la fecha de valoración, dependiendo de la información de datos que se tengan y que se utilicen para su elaboración.

- Las consideraciones proyectadas de su crecimiento en sus rubros, las cuales deberán ser objetivas y ajustadas al contexto real y posibles potencialidades futuras, se trata entonces de reducir el impacto de la incertidumbre en las estimaciones de los flujos de caja futuros.
- Las proyecciones para estimar la tasa de retorno deberán ser ajustadas a una situación de realidad dentro de un contexto y enfoque a los resultados pasados y sus posibles efectos futuros
- El cálculo de la tasa de inflación proyectada en periodos debe estar en correlación con las expectativas del mercado.

Coste de capital. Al terminar el proceso de datos estimados y utilizados en el desarrollo de valoración, se precede al cálculo de los flujos de caja libre estimados para cada uno de los períodos, se estima su valor actual a través de la tasa aplicada para actualizar o descontar los flujos de caja futuros, teniendo en cuenta el riesgo de la empresa, la inflación y el apalancamiento financiero.

El coste de capital para los flujos de caja libre está determinado por dos grandes grupos en la estructura de capital: el coste de capital facilitado por los accionistas o dueños

de la empresa, los cuales exigen una rentabilidad de sus fondos y el coste de capital proveído por los acreedores financieros de la empresa, los cuales obtendrían un rendimiento tasado en interés por sus recursos en calidad de prestamistas

Horizonte temporal de la valoración. Generalmente se busca un período u horizonte temporal explícito de forma que los resultados generados por la empresa hayan alcanzado una situación estable, según Sanjurjo (2003), la duración ideal de las proyecciones es de diez años, puesto que este periodo es adecuado a efecto de tener en cuenta las fluctuaciones cíclicas de la mayor parte de los negocios.

Flujo de caja libre. El tipo de descuento aplicado al flujo de caja libre debe reflejar el coste de oportunidad para todos los proveedores de capital, ponderado por su aportación relativa al capital total de la empresa, a este se lo conoce como coste medio ponderado de capital (CMPC), este debe estar relacionado con el enfoque general de la valoración y con la definición de flujo de caja que se va a descontar.

3.3 DESCRIPCIÓN DE LAS FUENTES DE INFORMACIÓN A UTILIZAR

Las fuentes de información que se utilizarán para el desarrollo del proyecto de acuerdo al análisis interno y externo de la empresa Eurofish S.A. son las siguientes:

Análisis Interno, fuentes primarias como Estados Financieros

Análisis Externo, fuentes secundarias Banco Central de Ecuador

CAPITULO IV: ANALISIS DE LA EMPRESA EUROFISH

4.1 ANALISIS EXTERNO

La Empresa Eurofish S.A., mantiene comunicación permanente con sus clientes mayoristas o distribuidores, dentro del país y el exterior, para efectos de una mejor comercialización y próxima seguridad de entrega del producto, sin embargo, la empresa también cuenta con oficinas y representantes para que se encarguen de proveer y comercializar el producto elaborado y no elaborado.

4.1.1 Entorno Económico

La abrupta caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, indica para el año 2015 un escenario de condiciones muy diferentes a las experimentadas en el último quinquenio. Ecuador en su calidad de país exportador de crudo, enfrenta presiones de orden fiscal obligando a las autoridades a revisar el presupuesto de inversión y gasto inicialmente planteado. Al mismo tiempo el fortalecimiento del dólar en los mercados cambiarios incide sobre los resultados de la Balanza Comercial debido a que las exportaciones locales se vuelven menos competitivas contra la oferta de países en posibilidad de devaluar su moneda.

La tendencia de la economía mundial mantiene un ritmo de recuperación moderada después de la grave crisis global del 2008- 2009. En las economías desarrolladas, especialmente los países europeos, se registra un crecimiento promedio cercano al 2%, no obstante los elevados niveles de deuda pública y privada han ensombrecido su recuperación. Por su parte, las economías emergentes registran una estabilización de sus tasas de crecimiento a pesar de que éstas no alcanzan las tasas registradas previas a la crisis. Para el análisis global, las proyecciones del Fondo Monetario Internacional estiman un crecimiento mundial del 3,8%. Esto se ha dado asumiendo que los mercados internacionales financieros se corregirán ordenadamente frente a la reducción del estímulo monetario anunciado por la Reserva Federal en enero del 2014 y que las economías emergentes más grandes mantendrán una evolución favorable. De todas maneras, se observa una heterogeneidad considerable entre los distintos países y regiones.

Por su parte América Latina evidencia una desaceleración a su crecimiento, afectado por un entorno internacional menos favorable y, en muchos casos, por un menor dinamismo de la demanda interna. Al igual que en las economías europeas, América Latina muestra diferencias significativas entre los distintos países. Por un lado, la grave situación en la economía venezolana por su decrecimiento, hiperinflación y aumento de desempleo y las presiones inflacionarias en Brasil han afectado el crecimiento promedio de la región. Mientras que por otra parte, el FMI proyecta que el Perú se ubicará como el país andino con mayor crecimiento y dinamismo. Para el año 2015, se estima que el crecimiento regional será de 2,2% y se espera que se mantenga una tendencia positiva en los próximos años, ya que la recuperación de los países desarrollados fomentará las exportaciones y el incremento de los ingresos por turismo y remesas.

4.1.2 Crecimiento Económico Ecuatoriano, generalidades.

La actividad económica del Ecuador durante su vida republicana está sustentada por las exportaciones de carácter tradicionales y no tradicionales con más del 50% de los países del mundo. Para determinar un análisis general es importante cuantificar el PIB Nacional variable macro económica que refleja una realidad más objetiva del desarrollo de la economía.

**Tabla # 4 PIB por clase de actividades económicas
“Crecimiento en valores constante**

Sectores y ramas económicas	AÑOS				
	2010	2011	2012	*2013	*2014
PIB	3.6	5.8	5.1	4.6	3.5
Agricultura y pesca	(0.2)	3.6	5.8	6.7	6.8
a) Agricultura, ganadería silvicultura	(0.7)	3.1	5.2	6.1	6.0
Banano, café, cacao	(9.6)	0.6	2.5	3.8	6.7
Otros cultivos agrícolas	3.1	3.7	5.3	6.1	5.3
Producción animal	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8
Silvicultura	7.6	6.6	8.4	8.3	6.4
b) caza y pesca	1.9	6.9	5.6	5.1	4.3
2 Petróleo y minas	0.2	0.7	0.5	0.4	1.72
a) Petróleo	0.2	0.7	0.9	0.8	0.4
b) Otros productos mineros	0.1	3.6	3.9	2.7	4.5
3. Refinación de petróleo	19.7	17.4	19.6	18.2	17.3
4. Industria manufacturera	6.7	3.7	3.4	4.3	4.2
a) Alimentos y bebidas	5.2	4.7	4.4	4.3	4.6
b) No alimenticios	8.6	7.4	4.6	5.1	6.6
Tabaco elaborado	16.9	14.6	16.5	14.6	12.3
Textiles y prendas de vestir	6.0	7.1	6.4	7.2	7.4
Productos de madera	13.9	14.2	9.1	8.6	9.3

Fabricación de papel	4.5	3.8	2.5	2.3	1.7
Productos químicos y caucho	10.1	11.4	9.1	11.3	9.4
Minerales metales	1.5	1.7	1.2	1.4	1.3
Maquinarias	23.2	21.8	17.3	18.4	16.8
Industria manufacturera ncp	35	31	27	29	36
5. Agua, Gas, Luz	1.4	3.1	2.7	2.4	2.1
6. Construcción	6.7	21	14.5	18.6	17.8
7. Servicios	4.5	4.8	5.4	5.2	5.8
Comercio	6.3	6.3	6.8	7.1	7.5
Transporte y comunicaciones	2.5	3.5	2.8	3.3	3.7
Servicios intermediación financiera	17.3	14.0	16.5	17.2	18.3
Otros servicios.	5.4	6.2	6.4	6.7	7.4
TOTAL VALOR AGREGADO	3.4	3.4	3.8	4.1	4.3
OTROS ELEMENTOS DEL PIB	5.5	6.7	6.9	7.1	7.8

Fuente: Banco central del Ecuador, bce.fin.ec; Revistalideres.e c. Ecuador en la economía se sostiene; <http://el-financiero.com7economia/economia.html> abril2015; www.comercio-exteriorub.edu/correcion11-12/Ecuador/evolucion.htm; Poderes.com.ec2014/el-pib-creció. * Cifra en revisión para cada año

Es importante señalar que la economía ecuatoriana está en proceso de reactivación integral, lo que determina ajustes intersectoriales lo que inciden directamente en su participación frente al PIB nacional, para el año 2010 el crecimiento del PIB se ubicó en 3.6%, siendo los sectores más relevantes en crecimiento la refinación de petróleo con el 19.7 y tabacos elaborados el 16.9%, productos de la madera con el 13.9%, maquinaria con el 23.2%, y servicios financieros con el 17.3%,

Para el año 2011, la economía sustento una ligera recuperación presento un crecimiento del 5.8% sobre el año 2010, aspecto que incidió en la efectividad de producción del sector primario y de manera preferente de las ramas económicas de agricultura, comercio, caza y pesca, esto mantuvo una estabilidad socioeconómica lo que facilito que para el año 2012 la economía creciera en un promedio del 5.1% sobre el año inmediato inferior.

El sector de la construcción superó las expectativas de crecimiento, creció en un 2%, las manufacturas se ubicaron con el 27%, el sector pesquero en forma general creció sobre el 5.6% y la producción petrolera se ubicó 19.6%. El comercio represento el 6.8%, mientras que los servicios financieros el sobre el 16%, la agricultura principal actividad productiva de la mayoría de los ecuatorianos represento él 5.2%, fue. En términos promedios la economía ecuatoriana para el año 2012 creció en un 5.1. %.

Tras recuperarse de los efectos de la crisis global, la economía ecuatoriana ha alcanzado un fuerte crecimiento en los últimos años. En 2012, 2013 y 2014 el crecimiento

el PIB alcanzó tasas de crecimiento del 5,2%, el 4,6% y el 3.8%, respectivamente, aunque desacelerándose progresivamente.

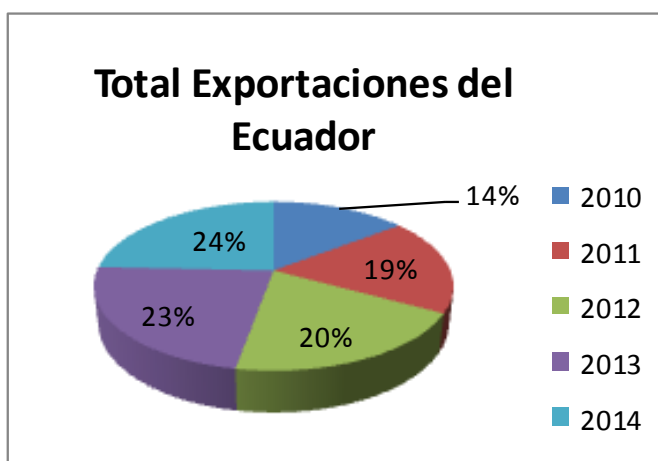
A pesar de la caída significativa del precio del petróleo en los últimos meses y a la apreciación del dólar que han afectado seriamente a la balanza comercial y la financiación de la inversión pública, y a la competitividad de las exportaciones ecuatorianas, se estima que este año 2015 la economía crecerá 1,9% en cuanto a su producto interno bruto de acuerdo a datos del Banco Central de Ecuador ajustado en junio de este año.

Tabla # 5 Total Exportaciones del Ecuador (2010-2014)

“Valores en millones de dólares Fob”

Años	Total exportaciones	petroleras	Otros productos	Atún y enlatados	Crecimiento interanual de la exportaciones	
					absoluto	relativo
2010	17.490.0	9.673.0	6.320.0	1.496.3	0	0
2011	22.322.0	12.945.0	7.844.4	1.532.6	4.832.0	27.63
2012	23.942.0	15.730.4	6.654.7	1.556.9	1.620.0	7.26
*2013	27.564.6	15.844.4	9.873.5	1.846.7	3.622.6	15.13
*2014	29.378.5	15.621.3	12.005.7	1.751.5	1.813.9	6.58

Figura 1: Total Exportaciones del Ecuador



Fuente: BCE, Publicaciones,econ@bce.ec * cifras sujetas a revisión

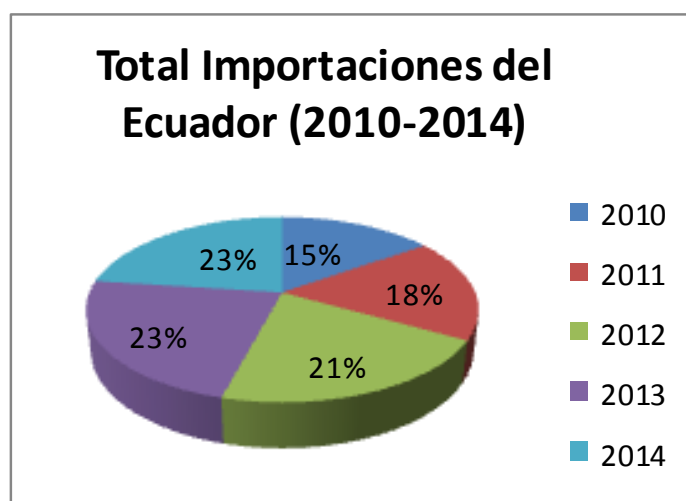
Las exportaciones durante el quinquenio crecieron en términos absolutos en 11.888.5 millones de dólares Fob, lo que representa un crecimiento en términos relativos del 67.97% $(29378.5/17490-1 \times 100)$ Las exportaciones petroleras en este mismo periodo

lograron crecer en un 61.49%. Mientras que los otros productos en un 89.96%, las del sector pesquero en un 17.05%.

Tabla # 6 Total Importaciones del Ecuador (2010-2014)

Años	Valores en dólares Fob				
	Total Importaciones	Combustibles y lubricantes	Otros productos	Crecimiento interanual de la Importaciones	
				absoluto	relativo
2010	19.270.0	15.236.0	4.034.0	0	0
2011	22.946.0	17.859.0	5.087.0	3.676	19.07
2012	26.749.7	5.930.7	20.819.0	3.803.7	18.90
2013	*29.183.1	6.691.1	22.492.0	2.433.4	9.09
2014	*29.198.3	7.106.4	22.091.9	15.2	0.05

Figura 2: Total de Importaciones del Ecuador (2010-2014)



Fuente: BCE, Publicaciones, econ@bce.ec valores al 31 de diciembre de cada año

* Cifras sujetas a revisión

El más elevado precio del petróleo y su incidencia en el más pronunciado crecimiento de la economía incidió en un fuerte incremento de las importaciones, las que más crecieron fueron las de bienes de capital, 10%. (maquinarias y equipos agrícolas y tecnológicos)

Las importaciones de materias primas crecieron solo en 1,4% y las de consumo 2%, esto se debe a que el gobierno adoptó medidas para administrar el comercio, lo que incidió en la contracción de las importaciones de artículos de consumo, así mismo la eliminación de subsidios de productos importados, de los cuales se producen en el país redujo las importaciones de derivados de crudo de manera especial.

Las importaciones durante los años 2010 al 2014, crecieron en valores absoluto en 9928.30 millones de dólares, (29.198.3-19270), muy inferior a las exportaciones, lo que incidió que en términos relativos se obtuviera un crecimiento del 51.52% $(\frac{29.198.3}{19.270-1} \times 100)$

Los índices inflacionario de la economía ecuatoriana durante los últimos cinco años fueron, para el 2010, con el 1.75%, en el 2011 con el 3.16 %, en el 2012 con el 3.20%, en el 2013 con el 3.03 % y para el 2014 se ubicó en 3.02%, durante el periodo se registró una media del 5.23%, muy inferior a la de América y el Caribe. Según datos de Ecuador en cifras.

4.1.3 Sector Pesquero

El sector pesquero atunero significa para Ecuador un puntal de la economía nacional, ha contribuido a lo largo del tiempo al desarrollo de los pueblos costeros, donde esta actividad tiene una participación muy considerable en el producto Interno Bruto (PIB), pues su contribución varía entre el 17% y 18%. La actividad pesquera propiamente dicha tuvo su inicio en el siglo pasado a partir de los años 50, surgiendo como una alternativa ocupacional natural para un pueblo con vocación marítima ancestral¹⁶.

Existen 172 empresas que procesan productos pesqueros, 51 de ellas se ubican en Manabí, de las cuales el 58% se dedican al procesamiento del atún, 14% al camarón, 13% a pesca blanca (fresco y congelado), 9% harina y aceite de pescado, y el 6% restante a productos secos y especiales.

De acuerdo a la clasificación realizada por el Banco Central del Ecuador, la obtención del producto interno bruto por industria, se lo realiza por actividad de pesca y también por empresas que procesan o manufacturan, dentro del aula están considerados los procesados y enlatados, también esta actividad conlleva a otros como la exportación de

¹⁶ Cámara de Comercio de Manta 2013

harina de pescado, aceites, piel de pescado, subproductos que aportan con la generación de divisas como productos no tradicionales.

La abundancia de especies trajo como consecuencia que empresarios incursionen en la instalación de empacadoras con equipos sofisticados siendo la compañía Eurofish S.A. una de las pioneras en este orden, la misma que con presencia de barcos y acompañada de una mística de trabajo y esfuerzo de los empresarios, se dieron los primeros pasos de desarrollo de la pesca en Manabí.

Es importante señalar que esta empresa por ser de carácter privado, constituye un sistema integrado compuesto por varios niveles administrativos que por lo general responden a su estructural, funcional y jurídico diferenciándose únicamente en el alcance y de la responsabilidad adquirida de cada una de sus unidades y por la función del área de mercado que consiste en determinar y descubrir los productos que satisfagan las necesidades de los clientes, mantener y crear relaciones comerciales con los países donde se exporta, en el punto de mantenerse y no dejar de perder el espacio que se han ganado en el mercado externo¹⁷.

La estructura organizativa dentro de la empresa, está ligada a la disciplina formal y establece un sistema de distribución y coordinación de tareas, así como la responsabilidad entre las distintas dependencias, establecidos en documentos, normas, leyes de administración de Servicio Civil y Carrera Administrativa y Código de Trabajo según las reglamentaciones establecidas, tiene fines de lucro y se constituye dada su experiencia en el ámbito pesquero y productos del mar, que busca consolidarse aún más con sus actuales clientes, convirtiéndose en un aliado estratégico y el éxito de esta entidad, se encuentra determinado por una adecuada y eficiente administración, por este motivo presenta, niveles operativos y financieros que por lo general responden a su estructura funcional y jurídico

El sector pesquero durante el quinquenio creció en un 17.05% en términos relativos y en valores absolutos en 255.2 millones de dólares Fob (tabla #5), lo que permite mantener serias expectativas de desarrollo del sector.

¹⁷ Información proporcionada por el Departamento Administrativo y Financiero de la Empresa Eurofish

4.1.4 Industria Pesquera y de Exportación de Atún

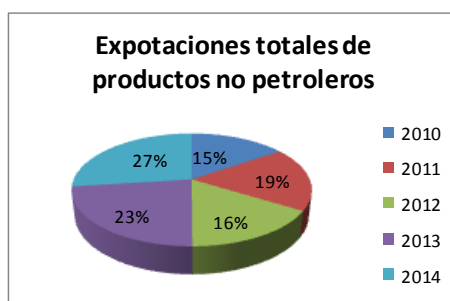
De acuerdo a las cifras preparadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la actividad económica denominada pesca (excepto camarón) ha mostrado un comportamiento altamente volátil desde el año 2007, con variaciones reales anuales que alcanzaron mínimo de -11.5% en 2009 y máximos de 11.1% en 2012, resultando en un crecimiento promedio de 1.8% entre 2007 y 2013, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento promedio del PIB total del país de 4.3% en igual lapso.

En el año 2010 el PIB del sector Pesca tuvo una variación real de -3.0%, mientras que en el año 2011, se observó una significativa recuperación a 3%, tendencia que se desaceleró en 2012 con un crecimiento de 11.10% (versus 5.2% para el total de la economía), en el 2013 se registraba una expansión de 7.20% (4.6% para el PIB total), en el 2014 se generó un ligero decrecimiento del 0.8% para el sector. Fuente: Banco Central del Ecuador

Tabla # 7 Exportaciones totales de productos no petroleros

Años	Total exportaciones no petroleros	Valores en millones de dólares Fob ^{''}	
		Variaciones	
		Absolutas	Relativas
2010	7.817.0	0	0
2011	9.377.0	1.560.0	19.95
2012	8.211.6	(-1.165.4)	(-87.57)
2013	*11.720.2	3.508.6	42.73
2014	*13.757.2	2.037.0	17.38

Figura 3: Exportaciones totales de productos no petroleros



Fuente: BCE, Publicaciones,econ@bce.ec valores al 31 de diciembre de cada año

* Cifras sujetas a revisión

Según datos obtenidos por Ecuador en cifras, las exportaciones no petrolera para el año 2010 alcanzaron un total de 7.817.0 millones de dólares Fob, observándose para todos los años un crecimiento constante, lo que permito que en el año 2014 se ubicara en 13.757.2 millones de dólares Fob, alcanzando un crecimiento en términos porcentuales del 75.99%, $(13757.2/7817-1 \times 100)$ y en valores absoluto de 5.940.2 millones de dólares Fob (Tabla #7)

Tabla # 8 Total exportaciones de productos pesqueros excepto camarón

“Valores en millones de dólares Fob”

Años	Total exportaciones del sector pesquero excepto camarón	Variaciones	
		Absolutas	relativas
2010	1.496.3	0	0
2011	1.532.6	36.30	2.42
2012	1.556.9	24.30	1.58
2013	1.846.7	290.0	18.63
2014	*1.751.5	(95.2)	(-5.15)

Figura 4: Total exportaciones de productos pesqueros excepto camarón



Fuente: BCE, Publicaciones, econ@bce.ec valores al 31 de diciembre de cada año

* Cifras sujetas a revisión

Entre los productos tradicionales se encuentra la categoría atún y pescado, cuyas exportaciones mostraron un crecimiento durante el periodo de 2010 al 2014, del 17.05%, el año de mayor incidencia fue el 2013 que creció en un 18.63% frente al año 2012, para el

año 2014 se observa un decrecimiento de (5.15), dólares Fob, frente al año 2013.. Fuente: Banco Central del Ecuador (Tabla #8)

Las cifras oficiales de exportaciones en el período enero-septiembre de 2014 registraron un valor acumulado de US\$1,064 millones FOB y de 205 mil TM para los enlatados de la pesca, lo cual significó un aumento de 34% y 22%, respectivamente, respecto a igual periodo del año anterior. Para el periodo enero-mayo del 2014 registraron un valor acumulado de \$505 millones FOB y de 108 mil TM para los enlatados de pescado, lo cual significó una disminución de 14% y 5% comparado con el mismo periodo del año 2013; mostrando una reversión de la tendencia creciente en el valor unitario por tonelada exportada en los primeros meses de cada año, el cual paso de US\$4,054 en 2011, a US\$4,551 en 2012, a US\$5,159 en 2013 y a 4,669 en 2014.

Para el caso de las exportaciones de atún y pescado, hasta el mes de mayo de 2014 se habían exportado 40 mil TM correspondientes a US\$129 millones FOB, que significó variaciones de 21.7% y 3%, respectivamente, en relación a similar periodo del ejercicio anterior. Tendencia que se mantuvo para el acumulado anual 2014, en la cual se registró un decrecimiento del -5.15% en términos relativos.

Dentro del grupo de enlatados de pescado, aproximadamente tres cuartos del monto total exportado corresponde a las exportaciones de conservas de atún (partida arancelaria 16041410), constituyendo el rubro más significativo del grupo al sumar US\$998 millones de dólares FOB y 171 mil TM durante el año 2013, en el 2012 fueron \$821 millones FOB y 152 mil TM, mientras que en los 5 primeros meses del año 2014 llegaron a \$496.5 millones FOB y 107 mil TM.

En relación al destino de las exportaciones de atún, destacan varios países de Europa (principalmente Holanda, España, Alemania y Francia), en Sudamérica Venezuela, Argentina y Perú, y en EE.UU; países donde se dirige aproximadamente 90% del producto terminado.

Es importante mencionar que la demanda de atún en un país o región depende de la tradición alimentaria de sus habitantes, así mismo la situación socio económica por la que puedan estar atravesando los países compradores

La flota atunera ecuatoriana realiza sus actividades de pesca en aguas ecuatorianas y del Pacífico Oriental, capturando tres especies de atún tropical más comerciales en el mundo: aleta amarilla (yellow fin), barrilete (skipjack) y patudo (bigeye). El desembarco

de la pesca la realiza en los puertos de Manta, Posorja y Guayaquil, donde existen facilidades portuarias para el desembarque del pescado congelado. Según reportes del sector, la industrialización atunera que se realiza en Manta representa alrededor del 60% de la producción nacional.

Las exportaciones de conservas de atún se concretan principalmente en cuatro productos: lomititos de atún, que aportan con aproximadamente la mitad del total de exportaciones del país de este grupo; seguido en proporciones menores al 15% del total por trozos de atún, atún en pouch y rallado de atún.

En el ámbito local, el mercado de exportación de conservas atún está compuesto por alrededor de 20 empresas, entre las que se incluyen empresas de capitales locales, así como subsidiarias de multinacionales extranjeras reconocidas a nivel global que aprovechan las condiciones del país para la captura del atún, entre ellas: NIRSA S.A, Salica del Ecuador S.A, Tecopesca, Galapesca (subsidiaria de starkist Co) y Eurofish S.A.

En este contexto, las empresas que registraron el mayor volumen de ventas al exterior fueron Nirsa con una participación de alrededor de 20%, seguido por Sálica del Ecuador con un 19% y Galapesca/Starkist con 13%; estas empresas registraron ventas totales en el año 2012, de US\$353 millones, US\$201 millones y US\$146 millones, respectivamente.

Las dos principales mostraron crecimientos de más de 80% en el monto de sus ventas internacionales en comparación al año 2011, mientras en la tercera se produjo una reducción de 20%. En el mes de abril de 2013, las ventas del mercado sumaron 11,200 TM por un total de US\$55 millones, donde Sálica del Ecuador presentaba una participación de 14%, seguido por Nirsa con un 11%, Eurofish con 9% y Tecopesca con 7%.

4.1.5 Indicadores Financieros

La empresa industrial Eurofish SA. del Cantón Montecristi, ha mantenido un sistema de producción de derivados de productos del mar que inciden directamente en su estabilidad dentro del mercado, haciéndole una empresa importante dentro de la economía nacional, dentro de estas variables , los ingresos obtenidos por esta empresa durante los años 2010-2014.se registraron favorablemente de acuerdo al movimiento del mercado internacional.

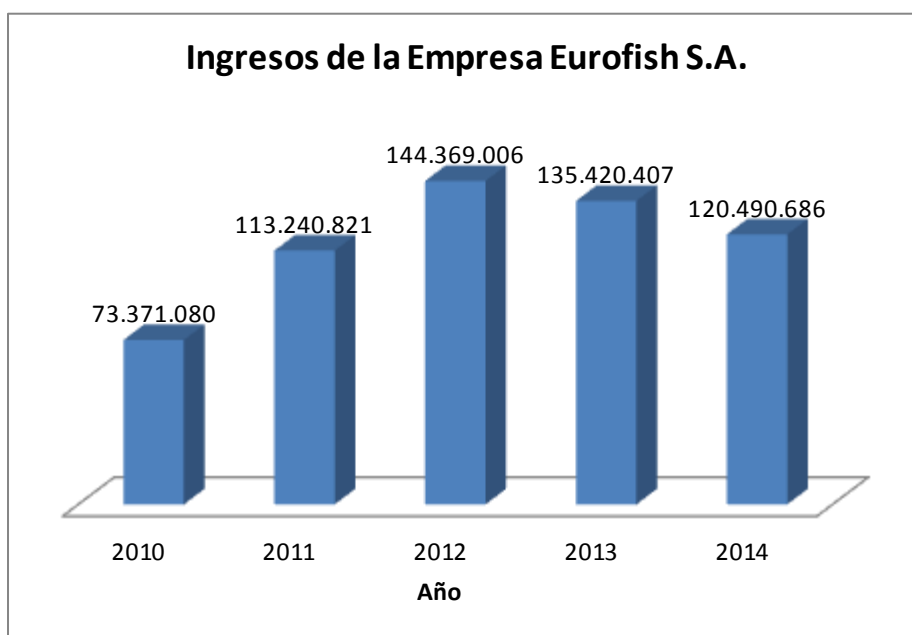
Los ingresos por las exportaciones de productos del mar registraron los siguientes movimientos.

Tabla # 9 Ingresos de la empresa industrial Eurofish S.A

(Valores en dólares)

Años	Ingresos	Variaciones	
		Absolutas	Relativas
2010	73.371.080	0	0
2011	113.240.821	39.869.741	54.34
2012	144.369.006	31.128.185	27.48
2013	135.420.407	-8.948.599	-6.19
2014	120.490.686	-14.929.721	-11.02

Figura 5: Ingresos de la empresa industrial Eurofish S.A



Fuente: Superintendencia de compañía, Resolución# 848-8-2.13

Eurofish S.A. registró ingresos económico al año 2010, de 73.371.080, dólares, relacionados a su actividad comercial, incrementándose para el año 2011 en un 54.34%, para el año 2012, esta se ubicó en 144.369.006 dólares, con un crecimiento del 27.48%, el año 2013 las exportaciones se ubicaron en 135.420.407 millones de dólares obteniendo un

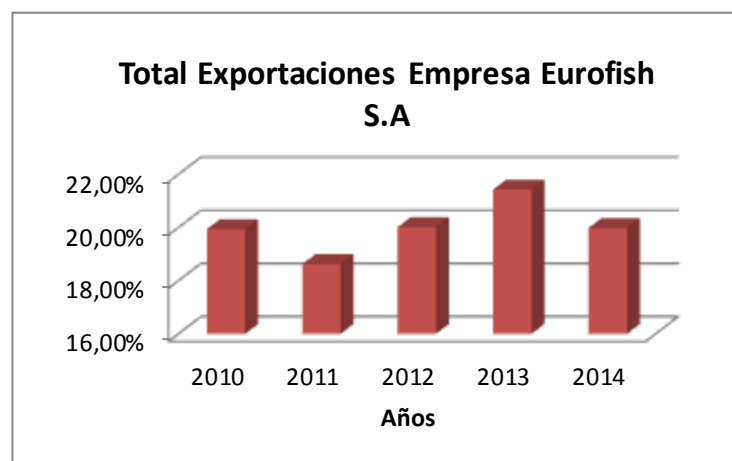
decrecimiento del (-6.19%) y en el 2014 de 120.490.686 millones de dólares, con un decrecimiento del (-11.02%), con respecto año 2013. Sin embargo durante el periodo (2010-2014) se fomentó un crecimiento de 47.119.606 millones de dólares en valores absolutos (120.490.686-73.371.080) y en términos relativos del 64.22%, $(120.490.686 / 73.371.080 - 1 \times 100)$, haciendo que esta empresa industrial pesquera se ubique dentro de los primeros puesto de exportaciones de productos pesqueros en el Ecuador.

Tabla # 10 Total exportaciones de la empresa Eurofish S.A.

“Valores en millones de dólares y Tm”

Años	Total exportaciones de atún en TM	Variaciones Interanuales		Total de exportaciones en millones dólares Fob	Variaciones Interanuales	
		Absoluta	Relativa		Absoluta	Relativa
2010	22.924.459.76	0	0	73.371.080	0	0
2011	21.410.994.94	-1.513.464.82	-6.60	113.240.821	39.869.741	54.34
2012	23.018.605.83	1.607.610.89	7.50	144.369.006	31.128.185	27.48
2013	24.641.882.56	1.623.276.73	7.05	135.420.407	-8.948.599	-6.19
2014	22.977.706.05	-1.664.176.06	-6.75	120.490.686	-14.929.721	-11.02

Figura 6: Total exportaciones de la empresa Eurofish S.A



Fuente: Departamento de ventas empresa Eurofish, BCE, Publicaciones, econ@bce.ec valores al 31 de diciembre de cada año.

Siendo las actividades socio económicas de la empresa EUROFISH S.A. la captura y procesamiento de productos del mar para la exportación, en un 94%, y el resto

para el mercado nacional, se observa un crecimiento interanual en sus operaciones comerciales, lo que le permite mantener una sólida estructura en el mercado internacional, lo que no permitió afectaciones de la crisis financiera en sus actividades, ya que esta empresa mantiene un sistema de prevención en la adquisición de materia prima como se demuestra en la ampliación de su estructura física de la planta.

Los ingresos de la compañía se derivan de las diferentes formas de presentación del atún comercializado en gran parte al exterior, tales como: Lomos, Enlatado, Pouch y Pescado Congelado entre las principales. Con respecto a la evolución de los productos de la empresa Eurofish.SA, estas han sido muy variadas durante los años 2010-2014, la participación sobre los ingresos a noviembre del año 2014 fue de 33% lomos, 49% enlatados, 7% pouch y el 12% otros.

Para el año 2013 las exportaciones totales crecieron en términos generales en un 7.05%, pero los ingresos se redujeron en un (-6.19%), aspecto que es muy común en la actividad pesquera por la baja de precios de ciertos productos del mar en el mercado internacional por la masiva concurrencia de la competencia.

Manteniendo este esquema de producción y mercadeo, la empresa en productos del mar capturados para su procesamiento obtuvo un crecimiento en términos porcentuales durante el periodo del 0.23% $(22977706.05 / 22924459.76 - 1 \times 100)$, y con respecto a los ingresos del 64.22%, $(120.490.686 / 73.371.080 - 1 \times 100)$, el crecimiento de los ingresos se debió al mejoramiento del precio del atún en el mercado internacional. Es por eso que en el año 2012 la empresa maximizó la capacidad de la planta, y contrató 3 barcos pesqueros para garantizar una mayor captura de materia prima y de igual manera para el año 2013.

Dentro de la empresa Eurofish SA, se mantiene como estrategia el control de los gastos operativos, buscando siempre la optimización de los recursos proveniente de la calidad operativa y de administración aplicada, esto permite un control eficiente de riesgo, generando solo el uso de recursos para el crecimiento socioeconómico y productivo de la empresa, logrando con ello cubrir lo establecido por su sistema operacional y obligaciones legales.

En cuanto a sus activos en el año 2012 fueron de US\$85.24 millones, mientras que en el año 2013 acumuló US\$89.11 millones, es decir crecieron sus activos en 4.5%. En el periodo 2014 el total de activos ascendió a US\$92.57 millones.

El pasivo total pasó de US\$42.65 millones en el año 2012 a 53,39 millones en el año 2013, equivalente a un incremento del 25%. En el 2014 los pasivos acumularon US\$63.44 millones.

4.2 ANALISIS INTERNO

Eurofish S.A nace en 1998 como resultado de la iniciativa de un grupo de armadores pesqueros de la ciudad de Manta para darle valor agregado a la materia prima que hasta entonces solo se capturaba y comercializaba, y era luego procesado en el exterior. En la actualidad y contando con la colaboración de un staff integrado por más de mil personas, es una empresa que se dedica a la actividad pesquera industrial y comercial en todas sus fases, incluyendo la captura, investigación, conservación, procesamiento o transformación y comercialización tanto interna como externa de productos derivados de la pesca.

Datos generales de la empresa industrial de productos del mar Eurofish SA.

Informe del Emisor

EUROFISH. SA.

Registro único RCU

1300149219001

OFICINA PRINCIPAL

Provincia de Manabi-Ecuador

Cantón

Montecristi

Cda el arroyo azul.

FAX

05- 29922428

Teléfono.

2-822950

Inscripción Pública.

Notaria 13 del Cantón Guayaquil, el 12 de julio de 1988

Registro Mercantil

8 de septiembre de 1988

Calificación Sobre Riesgos

AAA

Empresa calificadora de riesgo, latinoamericana, SCRLA, SA.

FUENTE. Superintendencia de compañía, Resolución# 848-08-02.13

4.2.1 Entorno Sectorial

La industria atunera comenzó su desarrollo en el Ecuador hacia aproximadamente 50 años y hoy en día hay ciudades enteras que viven prácticamente de esta industria, como son Posorja y Manta, donde están instaladas las principales plantas procesadoras, la flota atunera ecuatoriana es, por su tamaño, la segunda en importancia en el océano pacífico oriental: sin embargo es la primera en la región por su rendimiento y eficiencia, de allí que el Ecuador ocupa en los últimos años el primer lugar en captura de la especie. En el 2011, una vez más, el Ecuador ocupó el primer lugar en la captura de atún en el en el océano pacífico oriental, con un total de 200.849 toneladas.¹⁸

Entre el 1 de enero y el 31 de diciembre del 2011, las capturas de atún en la región sumaron un total de 539897 Toneladas, el segundo lugar lo ocupó México con 125.319 toneladas, le siguió Panamá con 57.166, Venezuela en cuarto lugar con 46.229 y Colombia con 43.809 toneladas ocupó el quinto lugar en capturas. También capturan atún en el océano pacífico oriental, aunque en menores cantidades, países como Nicaragua, El Salvador, España, Estados Unidos, Guatemala, Honduras y Vanuatu.

Las especies que mayormente se capturaron son: atún aleta amarilla (208.782) toneladas, atún barrilete (272.713) toneladas y el atún patudo con 44.090 toneladas. Otras especies como el atún aleta azul, bonito albacora y barrilete negro también se capturaron pero en menores cantidades.

4.2.2 Mercados

El Ecuador se ha convertido en uno de los mayores productores y exportadores de atún de América del Sur, y este éxito ha ayudado a la industria pesquera a comprar embarcaciones modernas y equipos de procesamiento, para realizar la captura de atún para el sector industrial a nivel del Ecuador se la realizan en dos áreas definidas, conocidas como aguas nacionales ,que cubre la zona costera y el área de las islas galápagos, y las aguas internacionales, este último establece la mayor participación por cuanto la zona ecuatoriano siempre se mantiene en reserva.

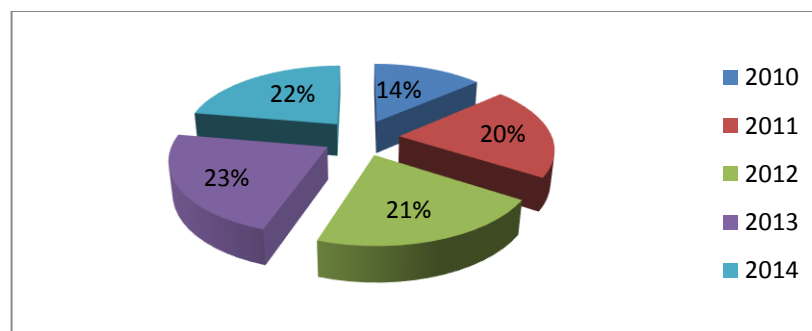
¹⁸ Estadísticas Comisión Interamericana del Atún Tropical (CIAT)

Tabla # 11 Volumen de atún capturado en el Ecuador

(En tm)

Años	Aguas Nacionales				Aguas internacionales		Total
	Costeras	Galápagos	Total	%	Pacifico	%	
2010	4.684	15.682	20.366	12.68	140.262	87.32	160.628
2011	7.069	44.924	51.993	21.70	187.639	78.30	239.632
2012	7.373	41.880	49.253	19.83	199.185	80.17	248.438
*2013	7.569	42.322	49.891	18.83	215.067	81.17	264.958
*2014	8.450	42.887	51.337	19.58	210.886	80.42	262.223

Figura 7: Volumen de atún capturado en el Ecuador



Fuente: INP; Dirección de inteligencia comercial e inversiones, Pro Ecuador, Dicbre. 2014.*cifras por confirmar

En aguas nacionales la captura de atún siempre se ha mantenido inferior al 21.70%, variación porcentual que alcanzo en el año 2011, esto permite mantener un equilibrio de producción y estabilidad para la pesca nacional, no así la pesca en aguas internacionales donde se evidencian miles de embarcaciones de diversos países del mundo.

Para el año 2010 el volumen de pesca fue 160.628.Tm, de lo cual se obtuvo en aguas internacionales el 87.32% con un volumen de 140.262 Tm de atún, para el año 2014 esta participación fue del 80.42%, con un total de 210.886Tm. Durante el periodo 2010-

2014 se estableció un crecimiento en captura de atún del 63.24% (262.223/160.628-1x100) en términos relativos, que significó un total de 101.595 Tm en valores absolutos.

Tabla # 12 Total de atún ecuatoriano exportado

(Valores en dólares y Tm)

Años	Total exportaciones en Tm de atún/País	Variaciones		Total exportaciones en miles de dólares Fob de atún /País	Variaciones	
		Absoluta	%		Absoluta	%
2010	142.826	0	0	609.208.5	0	0
2011	167.650	24.824	17.38	631.367.7	22.159.2	3.64
2012	169.722	2.072	1.23	578.514	(-50.853.7)	(-8.32)
2013	194.196	24.474	14.42	837.489	258.975	44.76
2014	218.811	24.615	12.67	956.849	119.360	14.25

Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR

Las exportaciones de atún dentro del periodo de estudio (2010-2014), obtuvieron un crecimiento en valores absoluto del 75.985 Tm, (218.811-142.826) en términos relativos del 53.20%, (218.811/142.826 -1x100), esto demuestra que la actividad pesquera afincada en el país participa de manera muy especial dentro de la economía ecuatoriana generando fuentes de trabajo y alimentos de los productos del mar, y sobre todo contribuyendo al mejoramiento del mercado internacional.

Se observa un crecimiento interanual, a pesar que para el año 2012, representó el mínimo crecimiento del 1.23%, aspecto que incidió en los ingresos monetarios, donde se observa un decrecimiento del-8.32%, se puede interpretar que en este año las exportaciones de atún se redujeron a los precios. Sin embargo los ingresos durante el periodo (2012-2014), crecieron en valores absolutos en un 347.640.5 miles de dólares, (956.849 - 609.208.5) y en términos relativos del 57.06% (956.849 / 609.208.5 -1x100).

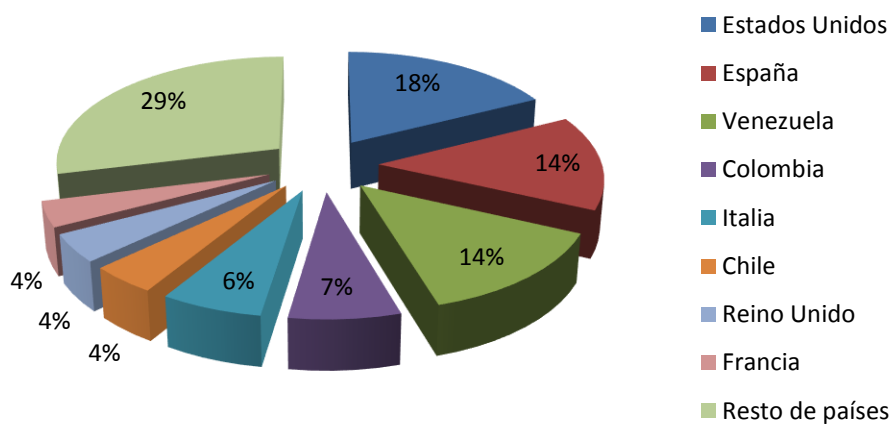
El reconocimiento mundial del Ecuador en referencia al atún, y al ser elegido Manta como el capital del atún mundial, hace que muchos países adquieran el atún en sus diversas presentaciones y otros productos del mar de ello las exportaciones siempre serán muy atractivas para el tesoro público nacional.

Del total exportado por la Industria Ecuatoriana, el 49,15% fue hacia Sudamérica, en segundo lugar se encuentra como sector geográfico Europa con un 42,45%. A continuación se muestra la composición de las Exportaciones de Industria Atunera para el Primer Trimestre por Sector Geográfico.

Tabla # 13 Principales mercados del atún ecuatoriano

ORDEN	PAIS	RELACION PORCENTUAL
1	Estados Unidos	17.57
2	España	14.24
3	Venezuela	13.59
4	Colombia	7.02
5	Italia	6.43
6	Chile	4.25
7	Reino Unido	4.23
8	Francia	3.85
9	Resto de países	28.84

Figura 8: Principales mercados del atún ecuatoriano



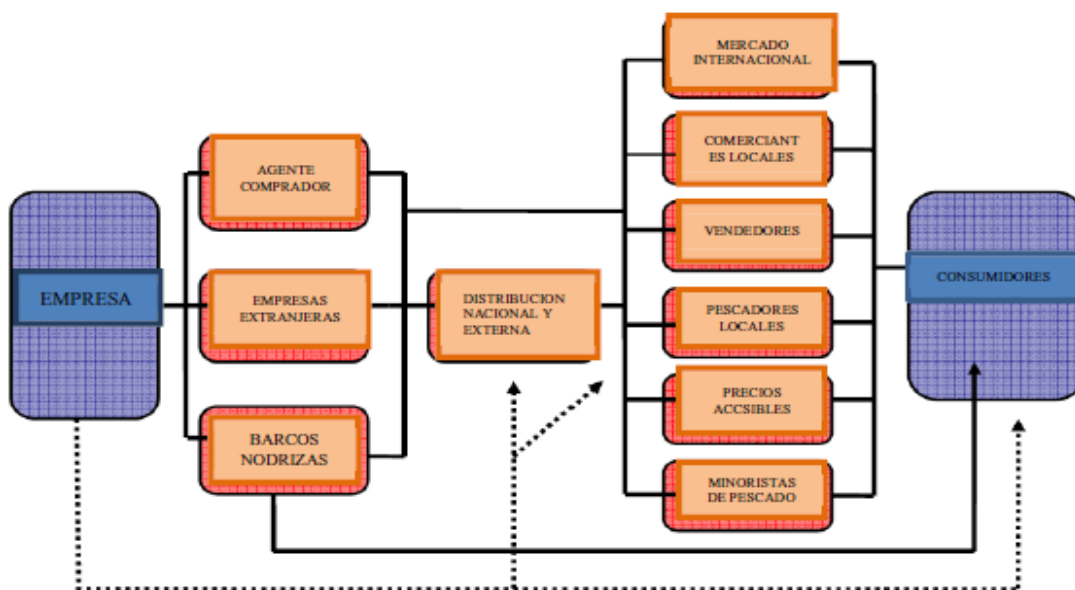
Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR

El principal mercado ecuatoriano es estados unidos de norte américa, más del 40% de las exportaciones se dirigen a este país y de ello del total de las exportaciones de atún el 17.57%, España ocupa el segundo lugar con el 14.24%, Venezuela el 13.59%, lo que constituyen un global del 45.40% de las exportaciones atuneras del Ecuador.

Debido a que el pescado industrializado es un rubro de consumo masivo en el sector pesquero, la comercialización se la realiza por lo general mediante intermediarios, esto beneficia las ventas porque la distribución se hace en grandes volúmenes disminuyendo los costos de la empresa. Los canales de distribución que se usan para la comercialización, se muestran en el siguiente flujo.

Figura 9: Sistema de canalización y mercadeo del atún



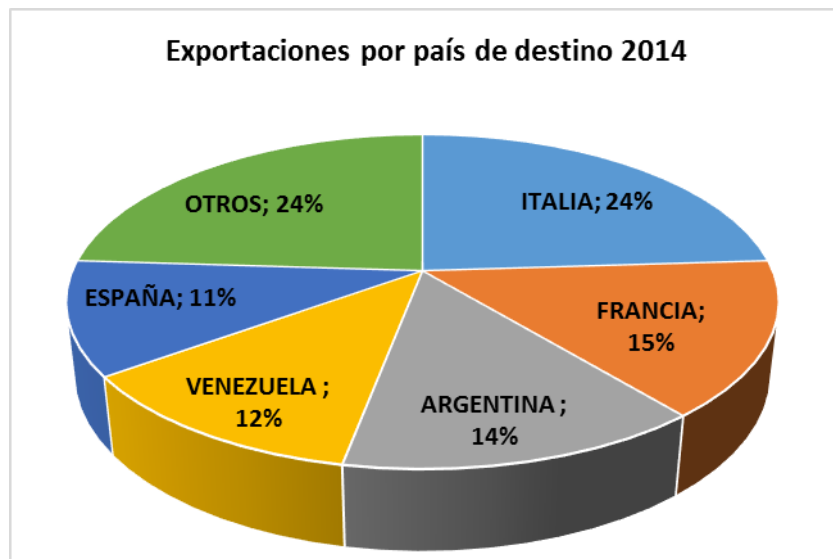
En el mercado y comercialización se considera los agentes de la comercialización de las especies pesqueras acorde a su presentación precio y demanda en el mercado interno y externo la manera como se organizan y se interrelaciona, donde el elemento humano es muy importante, estableciendo los canales de comercialización desde la empresa hasta el consumidor.

Figura 10: Ventas por productos año 2014



La Empresa Eurofish S.A. a través de sus productos, se han extendido logrando acaparar importantes mercados en la cual el 24% se dirige a Italia, el 15% a Francia, el 14% Argentina, el 12% a Venezuela, el 11% a España y otros 24%.

Figura 11: Exportaciones por país del destino 2014



Durante los años 2012-2013, la empresa industrial de productos del mar, Eurofish S.A. se ubicó en los primeros lugares entre las mayores empresas exportadoras de conservas de atún, al registrar una participación de 8.37 % respecto al total de las ventas

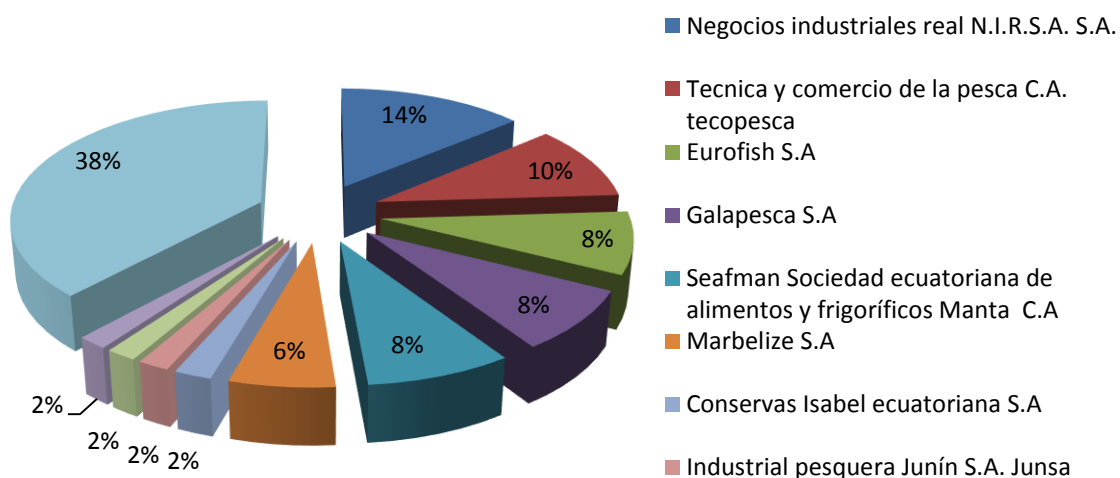
del mes (por US\$ 55 millones) y de 11% en volumen (11,200 TM). Por destino geográfico, las exportaciones (principalmente a países de Europa y en menor medida de Sudamérica y a EE.UU), representaron 93% de las ventas y la diferencia correspondió a ventas locales.

Sus cuatro principales clientes aportaron con aproximadamente 49% de las ventas, lo cual implica un elemento de concentración en su cartera de clientes. Eurofish mantiene cierto grado de integración con sus proveedores de su principal materia prima –pescado-, que al ser del mismo grupo les asegura la provisión de alrededor del 80% de sus necesidades. En orden de importancia de sus insumos le sigue los envases de hojalata y aceite

Tabla # 14 Ubicación porcentual e importancia de las empresas exportadoras de atún y productos del mar

RUC	RAZÓN SOCIAL	Participación %
0990007020001	Negocios industriales real N.I.R.S.A. S.A.	13.88
139170077600	Tecnica y comercio de la pesca C.A. tecopesca	10.14
1390149219001	Eurofish S.A	8.37
0992132078001	Galapesca S.A	8.17
1790034305001	Seafman Sociedad ecuatoriana de alimentos y frigoríficos Manta C.A	8.11
1390147186001	Marbelize S.A.	5.83
1390050352001	Conservas Isabel ecuatoriana S.A	2.09
0990695520001	Industrial pesquera Junín S.A. Junsa	1.74
0991313788001	Asiservy S.A.	1.71
0992283882001	Guayatuna S.A.	1.71
Resto de empresas del país.		38.25

Figura 12: Ubicación porcentual e importancia de las empresas exportadoras de atún y productos del mar



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, PRO ECUADOR

La empresa industrial de productos del mar Eurofish SA. Se ubica en el rango tercero de las empresas más importantes en la exportación de productos del mar y atún, durante el periodo 2012-2013, este aspecto se debe por la forma de administrar los recursos y tener una visión objetiva de crecimiento permanente dentro del mercado.

4.2.3 Capacidad de almacenamiento y Líneas de Producción

Eurofish S.A. mantiene una importante capacidad de almacenamiento en frío y cuenta con una flota de pesca asociada que le permite asegurar el abastecimiento de materia prima. Para ello ha establecido una alianza estratégica con una flota de buques pesqueros del mismo grupo industrial al que pertenece, lo cual le significan una capacidad de captura que aporta con la provisión de aproximadamente 80% de la materia prima que la empresa requiere para desarrollar sus operaciones.

Las instalaciones industriales se encuentran en el sitio Jacuata del Cantón Montecristi en la provincia de Manabí, la construcción de la planta se inicia a principio del año 1999, habiendo comenzado operaciones industriales en septiembre del mismo año con lomos de atún precocidos y congelados, inicialmente la capacidad de la planta fue de 50

toneladas métricas de atún entero por día, hacia octubre del año 2001 se inician las operaciones de enlatado de atún con la presentación de lomitos en aceite bajo la marca “Manabi”.

El 22 de marzo de 2006 arranca la línea de producción de conservas de atún en envases flexibles (pouch), y a mediados de diciembre del mismo año se inicia la producción de una nueva marca propia denominada capitán Barbatún para conservas enlatadas.

En el año 2008 se compraron los terrenos adyacentes a la planta y comienza la construcción de un nuevo galpón de 4.700 M² para albergar los procesos de etiquetado, encartonado las bodegas de insumos y conservas y los tanque de almacenamiento de aceite de oliva, a mediados de diciembre del 2008 termina el traslado de las conservas y se inicia el despacho mediante el ingreso directo de los contenedores al área de almacenamiento.

En la actualidad Eurofish cuenta con una capacidad de producir 182 Toneladas métricas diarias distribuidas en lomos precocidos congelados y conservas (Enlatados o Pouch).

Para el desarrollo de sus operaciones, la compañía cuenta con certificados de diversos tipos, incluyendo de calidad, protección de especies en peligro, de la comunidad judía, entre otros, según se detalla a continuación.

- ISO 9001-2008 (DVN Certified)
- Certificado BRC (SAI GLOBAL)
- Certificado IFS (SAI GLOBAL)
- KOSHER (Orthodox Unión)
- BASC (Business Alliance for Safe Commerce)
- SENASA (Argentina) Approved
- EII DOLPHIN SAFE
- Certificado HACCP (Instituto Nacional de Pesca)
- BMP (BestManufacturingPractices).

Los productos de la compañía tienen como destino tanto el Mercado local como el de Europa y América, a continuación se detallan los productos de Eurofish S.A. y su

participación en las ventas de la compañía: lomos, enlatados, pouch, flake, sangacho, pescado congelado y desperdicios.

Tabla # 15 Requisitos para las conservas de envasados de atún

REQUISITOS	UNIDAD	MINIMO	MÁXIMO	MÉTODO DE ENSAYO
Masa escurrida:				
Lomito				
a)	%	75	85	INEN 180
b)		65	80	
bocadito				
a)		75	85	
b)		65	80	
rallado				
a)		68	80	
b)		68	80	
Retención en tamiz de 19 mm para lomito y de 13 mm para bocadito		80		
Nitrógeno básico volátil (expresado como amoníaco)		mg/100	---	INEN 182
Cloruros (expresado como NaCl)	%		2.5	
pH		5.5	6,5	NEN 181
Arsénico	mg/kg		0,1	INEN 181
Cobre	mg/kg		10	----
Estaño	mg/kg		100	----
Mercurio	mg/kg		1	----
Plomo	mg/kg		2	INEN 460
Histaminas	mg/kg		5	----
				NEN 458
Vacío (presión atmosférica normalizada a 20°C)	H/Pa	66.8	334	INEN 180
Espacio libre (de la capacidad del envase)	%		10	INEN 180
para atún en aceite y en agua				

Fuente: <https://law.resource.org/pub/ec/ibr/ec.nte.0184.1990.pdf>

4.2.4 Factores de Riesgo

Los principales factores de riesgo que se identifican en el sector exportador de conservas de pescado es la provisión adecuada de materia prima sin incurrir en costes, las regularizaciones con respecto a la veda de la materia prima, así como las preferencias de los consumidores en los mercados extranjeros, susceptibles a consideraciones ambientales y de calidad.

Como potenciales barreras de entrada en el negocio se observa que para el mercado de producción de conservas de pescado se requiere inversión en capital inicial para la instalación de la planta, existencias de economías de escala que permitan aprovechar la eficiencia en costos, mecanismos de integración vertical hacia atrás y hacia adelante, la experiencia en el desarrollo de nuevos productos y la apertura de mercados extranjeros sujetos a las regulaciones de los mercados de destino. Si bien los elementos mencionados son variables que dificultan el ingreso de nuevos participantes, por la naturaleza mundial del mercado, el acceso a éste no se encuentra restringido.

Entre las estrategias implementadas por la Empresa para fortalecer su posición de mercado se encuentran: tecnificar procesos para reducción de costos, selección de clientes para relaciones a largo plazo, periódicamente incrementar nuevas líneas de producción, y aumentar la producción con especificaciones del cliente.

La compañía mantiene una política de crédito a sus clientes habituales de 10 días promedio. Para los clientes nuevos o pocos habituales, se realiza una carta de crédito confirmada irrevocable a la vista. El periodo de crédito se establece de acuerdo al tránsito de la mercadería hasta el puerto de destino, promedio de 28-30 días. Con todos los clientes se firman contratos por cada venta efectuada.

De sus proveedores de materia prima, Eurofish debe cancelar el 85% de contado y el 5% le otorgan 45 días plazo, tiempo en el cual se realiza el proceso de la materia prima y se establece el porcentaje de descuento originado por los rechazos. En la compra de insumos reciben créditos de 60 a 90 días y en importaciones el pago se lo realiza contra documentos de embarque.

4.2.5 Competencias

La capacidad competitiva de una organización se evalúa mediante la calidad de sus productos por la capacidad de innovación y la capacidad de evolución.¹⁹

El sector pesquero dentro del cual participa Eurofish S.A. como exportador de lomo, enlatado y pouch, se encuentra entre los que mejores resultados ha reportado dentro de la economía ecuatoriana en los últimos periodos tal como lo señala la tendencia mostrada por el volumen de toneladas de pescados procesada en el país, el cual se ha

¹⁹ Hellriegel D., Jackson, S. y Slocum, J. (2002). *Administración: un enfoque basado en competencias*

incrementado de 300 mil toneladas en el año 2011, a 400 mil en los últimos períodos, las condiciones del sector pesquero le permiten a la empresa sostener una elevada tasa de crecimiento en sus ingresos, los mismos que de un monto de \$73.3 millones en el año 2010, \$113 millones en el año 2011, 144 millones en el 2012; 135 millones en el 2013 y cierra con 120 millones de dólares en el año 2014.

De los ingresos mencionados al 2013, el 49% corresponde a la venta de atún en lomos, el 40% al atún enlatado y la diferencia en otras presentaciones de atún procesado como pouch, flake, pescado congelado, entre otros como la venta de desperdicios que se generan de la materia prima. Al 2013 se evidencia una ligera mayor proporción a la división de enlatados sin embargo, los costos de ventas de la Entidad al cierre del 2012 el 84.36% de los ingresos y al corte interno del 2013 es del 86%. El margen bruto alcanzado por las actividades comerciales de la Entidad promediaron el 12.6% los gastos de administración y de ventas pasaron a cubrir el 3.17% de los ingresos, lo cual le permitió alcanzar un margen operativo de 9.45% y un margen neto del 8%.

Considerando los activos promedios durante el periodo 2010-2014, de \$70 millones, los cuales tienen una relevancia de **22% bajo NIFF**, la empresa estaría en capacidad de generar un flujo de recursos de **\$17.0 millones** de flujo por periodo. La estructura de capital a octubre del 2013 está compuesta por **\$35.2 millones** de deuda financiera y **\$37.7 millones** de inversión en acciones lo cual señala una relación de **0.93** entre ambas fuentes de fondo. Los pasivos con costo financian el 39% del monto total de activos y de estos, la mayoría son de largo plazo. Los activos líquidos mantienen el debido calce con los vencimientos corrientes de los pasivos en las proyecciones realizadas.

4.2.6 Políticas de Inversión y Financiamiento

Un importante agente financiador de la compañía es el patrimonio, ya que la empresa ha capitalizado en los últimos años parte de sus utilidades, sin ser este año la excepción ya que se encuentra en proceso de aprobación en la Superintendencia de Compañías de un aumento de capital por US\$3'500.000. Para el año 2012, y de 6.500.000 de dólares, para los años siguientes, Esta capitalización constante permite que Eurofish tenga un bajo endeudamiento patrimonial.

Adicionalmente, la empresa tiene líneas de créditos aprobadas con varios bancos que son utilizadas para financiar el capital de trabajo y adquisición de equipos, este año

Eurofish S.A. está ingresando al mercado de valores con una emisión de Obligaciones por US \$10'000.000 que servirán para reestructurar pasivos y con una emisión de Papel comercial por US \$5'000.000 que serán utilizados para capital de trabajo, buscando de esta forma financiarse a mejores condiciones.

En cuanto a su estrategia de inversiones la compañía se ha caracterizado por invertir continuamente en las instalaciones y procesos, teniendo planificado invertir en tecnología para mejorar los procesos industriales en los próximos años.

4.2.7 Las últimas Estrategias de Eurofish S.A.

La principal estrategia Eurofish en los últimos años ha sido la mejora continua en las instalaciones y procesos de la compañía, lo cual se ve reflejado desde los inicios de la empresa, cuando en 1999 construyeron sus instalaciones industriales y posteriormente en el año 2001, se invirtió en la ampliación de los equipos de almacenamiento, descongelado, cocción de atún, limpieza y congelación de lomos.

En el año 2008 la empresa invirtió en dos nuevos autoclaves de vapor e incremento su personal en 300 personas. Adicionalmente este mismo año se compraron los terrenos adyacentes a la planta y comenzaron la construcción de un nuevo galpón de 4700M² para albergar los procesos de etiquetado, encartonado y las bodegas de insumos, conservar y los tanques de almacenamiento de aceite de oliva.

Eurofish S.A. dada las condiciones de mercado, ha dedicado todos sus esfuerzos a potenciar la expansión del mercado internacional de la empresa, para ello, la estrategia ha sido producir de acuerdo a las especificaciones y necesidades de los clientes por lo cual no ha desarrollado una marca, si no que ha aprovechado las marcas registradas y muchas de ellas consolidadas.

Con este fin establecieron para los siguientes años, incrementar una presentación y/o línea de producción por año, permitiéndoles crecer a través de la innovación de productos y consolidar su posición en los productos de mayor valor añadido. Este incluye para el 2014, la expansión de la planta con el fin de incursionar en la producción de conservas de pelágicos (Sardinas).

La compañía tradicionalmente ha tenido una alta concentración de ventas en cuanto a clientes y mercados, actualmente con la ayuda del prestigio ganado, ha empezado a diversificar sus canales de venta y clientes finales. Las estrategias para conseguirlo son

potenciar las ventas en el mercado sudamericano, estableciendo contactos y comunicación frecuente con los potenciales clientes y buscar mercados alternativos, como Medio Oriente para globalizar la demanda y tener alternativas ante crisis económicas continentales.

Para los próximos años la compañía planifica mejor tecnológicamente en los procesos mediante la inversión, es así que en el año 2013 y 2014, se planificó el crecimiento de la capacidad de cocción mediante la adquisición de equipos que permitan un mejor rendimiento productivo, aumentar la capacidad de almacenamiento mediante la construcción de una nueva cámara frigorífica. De lo expuesto se determina que la empresa Eurofish SA, es una empresa modernista con sentido de expansionismo permanente por captar un mayor mercado a nivel internacional.

4.2.8 Análisis FODA

El FODA es una herramienta que permite conformar la situación actual de la empresa dedicada a esta actividad comercial, permitiendo de esta manera obtener un diagnóstico preciso que permita en función de ello tomar decisiones acordes con los objetivos y políticas formuladas

FACTORES DETERMINANTES DEL ÉXITO EUROFISH S.A.	
FORTALEZAS	
1	La compañía comercializa los diferentes tipos de enlatados pesqueros en mercados establecidos.
2	Los sistemas de producción se aplican con tecnología de última generación
3	Los productos terminados de esta empresa tienen menores precios en relación a la competencia.
4	Existe conocimiento de empresas competidoras
5	Sus servicios al cliente le permite tener alto grado de fidelidad de sus clientes
6	La compañía tiene acceso a una amplia gama de mercados internacionales y nacionales.
7	Posee gran experiencia en el proceso de comercialización y venta.
DEBILIDADES	
1	Los precios de venta y servicios tienden a sufrir fluctuaciones

2	La compañía no tiene filiales en los países a los que exporta.
OPORTUNIDADES	
1	Sus dimensiones tecnológicas y de servicios le han permitido un mejor posicionamiento comercialmente
2	Los productos enlatados pesqueros de venta y servicios son de calidad.
3	Los canales de distribución son susceptibles de ser ampliados.
4	El nicho meta que son los usuarios reciben promociones por parte de esta compañía.
AMENAZAS	
1	Latente amenaza del aumento de competidores
2	Facilidad comercial por su volumen de venta y precios accesibles
3	Posibilidad de que las grandes empresas se unan y especifiquen una política de ventas más baja con la finalidad de afectar esta compañía
4	Inestabilidad económica del país.

Tom Copeland y otros, valoración, medición y gestión del valor.

¹ López Lubián, F y De Luna Butz, W.(2001)

4.3 CALCULO DE FLUJOS DE CAJA ESTIMADOS

Según lo mencionado en el capítulo 4, el método elegido para calcular la valoración de Eurofish S.A. fue el método de descuento de flujos de caja (FCD), el cual no solo considera los resultados actuales, sino el crecimiento y perspectivas futuras, determinados a partir de la proyección de los resultados esperados.

Para estimar los flujos de cajas proyectados se considerará un horizonte de planeación de 5 años, ya que se considera que es un tiempo prudencial para manejar proyecciones más acertadas.

Como primer paso, debemos determinar los llamados *flujos de caja apalancados*. Para este fin, se calcularon algunos indicadores históricos para determinar la tendencia de las principales variables, los cuales se muestran a continuación:

Tabla # 16 Indicadores históricos de Eurofish 2010-2014

INDICADORES	2010	2011	2012	2013	2014
Crecimiento en ventas		54%	27%	-6%	-11%
Relacion costo ventas	87%	87%	81%	83%	82%
Relacion gasto adm. de ventas	4%	4%	3%	3%	3%
Relación gastos financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Tasa impositiva	22%	20%	19%	20%	20%

Aunado al análisis interno histórico, también se basó en el externo realizado (ver capítulo 3), además de información otorgada por el departamento de Exportaciones de la empresa, lo cual dio como resultado el siguiente cuadro de supuestos:

Tabla # 17 Supuestos para la proyección de flujos de caja

INDICADORES	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	3%	4%	5%	5%	5%	
Relacion costo ventas	85%	85%	85%	85%	85%	
Relacion gasto adm. de ventas	5%	5%	5%	5%	5%	
Relación gastos financieros	1%	1%	1%	1%	1%	
Participación trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Crecimiento perpetuo						3%

Los flujos de caja apalancados se obtienen tomando el beneficio operativo después de impuestos, al que se le suma las amortizaciones²⁰ (pues no representan una salida de efectivo), y se le restan las nuevas inversiones en activos fijos. Es decir, que es el exceso de flujo de caja generado por una empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los suministradores de capital, a saber, accionistas y acreedores. Representa el flujo de fondos que genera la empresa, con independencia de cómo es financiada

²⁰ Para el crecimiento de las depreciaciones se considera el mismo comportamiento que los gastos administrativos, es decir un crecimiento del 5% anual.

Tabla # 18 Flujos de caja proyectados años 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
VENTAS	124,105,304	129,069,516	135,522,992	142,299,141	149,414,098
(-) Costos de ventas	105,489,508	109,709,088	115,194,543	120,954,270	127,001,983
(=) Utilidad bruta en ventas	18,615,796	19,360,427	20,328,449	21,344,871	22,412,115
Gastos Ad. y Ventas	6,205,265	6,453,476	6,776,150	7,114,957	7,470,705
(=) Utilidad operacional antes de impuestos	12,410,530	12,906,952	13,552,299	14,229,914	14,941,410
(-) Impuestos	4,182,349	4,349,643	4,567,125	4,795,481	5,035,255
(=) Utilidad operacional despues de impuestos	8,228,182	8,557,309	8,985,174	9,434,433	9,906,155
(+) Depreciación	220,000	231,000	242,550	254,678	267,411
(-) Inversión en Activo fijo	3,000,000	3,000,000	4,000,000	4,000,000	5,000,000
(-) Capital de trabajo(*)	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
(=) Flujo generado	3,448,182	3,788,309	3,227,724	3,689,111	3,173,566

* Dato proporcionado por un funcionario de la empresa.

** No se consideran amortizaciones ni ingresos por préstamos ya que la deuda se renueva en la mayoría de los casos.

4.4 CÁLCULO DE TASA DE DESCUENTO

Eurofish S.A. para costear sus actividades operativas e de inversión utiliza no solo capital propio, sino también de terceros. Por tanto, para el cálculo del costo del capital total de la empresa, utilizamos el WACC, mediante la siguiente ecuación:

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

El costo del capital propio que se puede obtener a partir del modelo de valuación de activos de capital (CAPM) **Capital Asset Pricing Model**. Con el CAPM se determina la tasa de retorno y se establece que la tasa de retorno exigida a un activo debe estar en función de su riesgo sistemático (beta). Su ecuación es de fácil aplicación: se suma al rendimiento libre de riesgo (R_f)²¹, una prima por el riesgo²² que se corre invirtiendo en dicho activo, variando la prima de riesgo [$E (R_M) - R_f$] según la beta (β)²³ apalancada de la empresa.

²¹ Es la tasa de riesgo cero. A nivel general se consideran así a la tasa de interés que pagan los bonos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América (T-bonds).

²² Es la diferencia entre la tasa de riesgo cero y los rendimientos esperados en el mercado, se suele llamar Prima de riesgo de mercado

²³ El coeficiente Beta (β) es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado.

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

Nuestro país tienen una baja presencia bursátil y carece de un mercado de valores desarrollado por eso se emplean betas referenciales²⁴ de empresas cuyas actividades empresariales sean similares.

A este Beta referencial debemos realizarle ajustes para que refleje ciertas características de la empresa que vamos a evaluar. Para esto utilizamos el Modelo de Hamada: el primer paso es desapalancar el beta referencial (en la página de Damodaran encontramos ya los betas desapalancados por lo que nos ahorramos este paso). Luego procedemos a apalancar al beta desapalancado según el nivel de apalancamiento (para reflejar el riesgo financiero de la deuda) y tasa impositiva (para considerar el ahorro fiscal de los intereses por deuda) de la empresa a evaluar.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} [1 + (1 - T_c) \frac{D}{P}]$$

Para el presente trabajo se toma como aplicación los T-Bonds 30Y²⁵ para la tasa libre de riesgo ya que se considera que la empresa seguirá en el mercado por varios años más.

Debido a que en el país es difícil calcular la Prima de Riesgo de Mercado a partir de índices bursátiles internos por la poca presencia bursátil se toma como referencia la Prima de Riesgo de Mercado histórica de Estados Unidos con la finalidad de utilizar la mayor cantidad de datos posibles para reducir la Desviación estándar, el promedio geométrico es la mejor estimación de una prima a largo plazo, ya que a diferencia del promedio aritmético que tiene un sesgo hacia arriba, el promedio geométrico no tiene sesgo alguno.

²⁴ Los podemos obtener del sitio web de Damodaran: www.damodaran.com

²⁵ Es el rendimiento a 30 años que pagan los T-Bonds

Tabla # 19 Riesgo País-Ecuador

FECHA	VALOR
Junio-22-2015	783.00
Junio-21-2015	798.00
Junio-20-2015	798.00
Junio-19-2015	798.00
Junio-18-2015	785.00
Junio-17-2015	795.00
Junio-16-2015	788.00
Junio-15-2015	768.00
Junio-14-2015	755.00
Junio-13-2015	755.00
Junio-12-2015	755.00
Junio-11-2015	757.00
Junio-10-2015	748.00
Junio-09-2015	781.00
Junio-08-2015	792.00
Junio-07-2015	775.00
Junio-06-2015	775.00
Junio-05-2015	775.00
Junio-04-2015	755.00
Junio-03-2015	740.00
Junio-02-2015	732.00
Junio-01-2015	730.00

Fuente: Banco Central del Ecuador

El riesgo país es el riesgo de una inversión económica y se refiere a las financiaciones de un país a otro en mercados emergentes. El EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes), se define como un índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice ó como un margen de rentabilidad sobre aquella implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos. (BCE).

Tabla # 20 El precio de los bonos de Estados Unidos (junio-2015)

US Treasury Bonds Rates				
Maturity	Yield	Yesterday	Last Week	Last Month
3 Month	0.00	0.00	0.01	0.01
6 Month	0.04	0.04	0.09	0.07
2 Year	0.67	0.65	0.68	0.61
3 Year	1.06	1.05	1.08	0.99
5 Year	1.69	1.67	1.66	1.56
10 Year	2.41	2.37	2.31	2.21
30 Year	3.20	3.16	3.04	2.98

Luego de determinar el costo patrimonial y al tratarse de un país emergente debemos realizar el ajuste por riesgo país, en este caso se utiliza la primera opción que plantea Damodaran que es sumarle al costo patrimonial inicial el Default Spread ²⁶ ya que se asume que este encierra el impacto del riesgo país, como lo demuestra la ecuación:

$$Kp = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$$

²⁶ Margen de incumplimiento

Tabla # 21 Cálculo de los costos del patrimonio

Rubro	Valor	Fuente
Beta apalancada	0.82	Betas promedio por sector (www.damodaran.com) apalancada según la estructura de la empresa utilizando la fórmula de hamada
Prima de riesgo de mercado	3.14%	Promedio histórico geométrico (1965-2014) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (www.damodaran.com)
Tasa libre de riesgo	2.98%	Rendimiento anual en 30Y T.Bonds durante el mes de junio del 2015 (www.finance.yahoo.com)
Default Spread Ecuador	7.83%	Riesgo país junio 2015 (www.bce.fin.ec.com) Ajuste por riesgo país (www.damodaran.com)
Costo patrimonial	5.55%	$K_p = R_f + \beta_p [E(R_M) - R_f]$
Costo patrimonial ajustado	13.38%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

En cuanto a un elemento importante para el cálculo que tenemos es: el coste de la deuda que se abrevia (kd), y para el cálculo más adecuado es establecer de manera técnica los pagos a futuros de toda y cada una de las operaciones de crédito que tiene la empresa y de esta manera hacer el cálculo de una Tasa interna de Retorno (TIR), obviamente con un valor presente igual a la suma de los saldos de capital. Por tema de confidencialidad de información, Eurofish S.A. no facilitó el detalle de sus operaciones de crédito, pero accedimos a los estados financieros auditados 2014 de la empresa (Superintendencia de compañías) donde pudimos constatar que esta se endeuda a un promedio del 8,5% anual.

Una vez teniendo todos los componentes podemos calcular el WACC.

Tabla # 22 Cálculo del WAAC

Componentes	Valores
Costo deuda (kd)	8,50%
Costo patrimonio (ke)	13,38%
Participación de empleados(t)	15,00%
Tasa impuestos (t)	22,00%
Total pasivos 2014 (D)	51.229.875
Total patrimonio 2014 (E)	32.331.621
WACC	8,63%

4.5 CALCULO DE VALOR TERMINAL

El valor terminal, es el valor del flujo de caja esperado por la empresa después del período explícito de la proyección.

Para calcular el valor residual se aplicó el modelo de crecimiento de Gordon que toma el flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año n y se asume que ese flujo crecerá de forma perpetua al ritmo de crecimiento antes indicado, por lo que, el valor residual o terminal es el valor presente de esa serie de flujos de caja.

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

Para estimar el valor terminal de los flujos de caja con este método vamos a suponer que los flujos que generará la empresa a través de horizonte de planeación (2019) crecerán a una tasa constante del 3%:

Flujo caja 2019	3.173.566
Tasa de crecimiento	3%
Waac	8,63%
Valor terminal	58.027.326

4.6 ANALISIS DE ESCENARIOS

Los supuestos detallados en la tabla # 17 fueron realizados bajo un escenario conservador, en base al análisis de la evolución histórica de cifras financieras de Eurofish S.A, en su análisis interno y externo, tomando en consideración las estrategias establecidas por la empresa para sus actividades administrativas, financieras y de planificación.

Consideramos importante realizar un análisis de escenarios tomando en cuenta el riesgo que corre toda empresa en operación ya que este análisis nos permitirá visualizar como afectaría al valor de la empresa, el cambio de una o más variables claves.

Tomamos como referencia tres factores claves que al alterarse afectarían, según sea el caso, positiva o negativamente al valor de la empresa como son: las tasas de crecimiento de ventas en el periodo de planificación, el porcentaje de costos de producción sobre las ventas, y la tasa de crecimiento para estimar el valor residual. Por lo que planteamos 2 escenarios adicionales: el optimista y el pesimista.

Para el escenario optimista se toman en cuenta las siguientes variaciones:

- Aumentar las tasas de crecimiento de ventas al 5% del año 2015 al 2017 y el 6% para los años 2018 y 2019, considerando que la empresa tiene altas oportunidades.
- Disminuir el porcentaje de costo de producción un punto porcentual a 84% de las ventas.
- Aumentar la tasa de crecimiento perpetuo al 4%.

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

Tabla # 23 Cálculo de un supuesto escenario optimista

INDICADORES	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	5%	5%	5%	6%	6%	
Relacion costo ventas	84%	84%	84%	84%	84%	
Relacion gasto adm. de ventas	5%	5%	5%	5%	5%	
Relación gastos financieros	1%	1%	1%	1%	1%	
Participación trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Crecimiento perpetuo						4%

Para el escenario pesimista se considerarán las siguientes variaciones:

- Reducir las tasas de crecimiento de ventas al 3%.
- Aumentar el porcentaje de costo de producción a 86% de las ventas.
- Reducir la tasa de crecimiento perpetuo al 2% que equivale al dos por ciento menos de los que muestra el escenario optimista. Ver la tabla que se presenta a continuación:

Tabla # 24 Cálculo de un supuesto escenario pesimista

INDICADORES	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	3%	3%	3%	3%	3%	
Relacion costo ventas	86%	86%	86%	86%	86%	
Relacion gasto adm. de ventas	5%	5%	5%	5%	5%	
Relación gastos financieros	1%	1%	1%	1%	1%	
Participación trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%	
Impuesto a la renta	22%	22%	22%	22%	22%	
Crecimiento perpetuo						2%

CAPITULO V: VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

Por el método de flujos de caja de descontados calculamos el valor que la empresa que es el valor actual de los flujos de caja proyectados y del valor terminal descontados a la tasa del costo promedio ponderado de capital (WACC).

Dentro del escenario conservador se determinó que el valor financiero de EUROFISH S.A, es de **\$75.354.218**, como lo indica la tabla a continuación:

Tabla # 25 Cálculo valor financiero Eurofish S.A. (Escenario esperado)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(=) Flujo de caja libre	3.448.182	3.788.309	3.227.724	3.689.111	3.173.566
(+) Valor terminal					58.027.326
(=) Total flujos	3.448.182	3.788.309	3.227.724	3.689.111	61.200.892

Valoración de la empresa \$ 75.354.218

El valor de la empresa en el escenario optimista como lo indica la tabla # 26, asciende a **\$ 128.953.517**

Tabla # 26 Cálculo valor financiero Eurofish S.A. (Escenario optimista)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(=) Flujo de caja libre	4.446.747	4.919.085	4.415.039	5.037.516	4.697.220
(+) Valor terminal					105.437.910
(=) Total flujos	4.446.747	4.919.085	4.415.039	5.037.516	110.135.130

Valoración de la empresa \$ 128.953.517

En el escenario pesimista, tabla #27, el valor de la empresa disminuye a **\$ 36.169.404**

Tabla # 27 Cálculo valor financiero Eurofish S.A (Escenario pesimista)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(=) Flujo de caja libre	2.625.363	2.858.524	2.098.900	2.346.718	1.602.213
(+) Valor terminal					24.637.685
(=) Total flujos	2.625.363	2.858.524	2.098.900	2.346.718	26.239.898

Valoración de la empresa \$ 36.169.404

En base a los análisis externos e internos realizados, a más de considerar que EUROFISH S.A ha estado en constante crecimiento en los últimos años, se ha determinado que las probabilidades que tienen de producirse cada uno de los escenarios definidos: conservador, optimista y pesimista, son del 50%, 30% y 20% respectivamente. De esta manera el valor ponderado de la empresa es de **\$ 83.597.045**.

Tabla # 28 Valoración ponderada Eurofish

Escenario	Valor empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Pesimista	36.169.404	20%	\$ 7.233.881
Esperado	75.354.218	50%	\$ 37.677.109
Optimista	128.953.517	30%	\$ 38.686.055
TOTAL			\$ 83.597.045

A modo conclusión, la cifra obtenida por la valoración ponderada de \$83 millones parece razonable considerando el potencial de crecimiento que tiene la empresa.

Eurofish es una empresa que se encuentra establecida en el mercado, tiene asegurada la compra de su producto y genera suficiente efectivo por actividades de operación que le permite cumplir con sus obligaciones.

CAPITULO VI: CONCLUSIONES.

Para valorar la empresa Eurofish se realizó un análisis financiero de los últimos 5 años, con el fin de evaluar su desempeño a través de indicadores financieros. De este análisis se concluye que la empresa tuvo un muy buen desempeño en términos de rentabilidad, la cual ha ido incrementando año a año gracias al crecimiento de sus utilidades, siendo una empresa atractiva para invertir.

El sector pesquero en el país se ha fortalecido en los últimos 5 años permitiéndole a Eurofish S.A. ubicarse entre los cinco mayores exportadores de lomos y conservas de atún.

El posicionamiento que ha logrado la empresa en un sector que muestra una favorable evolución, le permite al Eurofish generar suficiente flujo de efectivo para cubrir con suficiente holgura los pagos debidos por los pasivos sujetos a pago de interés que componen su estructura de capital.

En cuanto a la eficiencia, vemos que la empresa ha mejorado el tiempo promedio de gestión de cobros, pagos, rotación de activos e inventario, ya que estos índices han disminuido en los últimos años.

A través de este trabajo luego de la aplicación del método de valoración de flujo descontado de caja hemos llegado a un rango de valores resultados de la valoración de la empresas Eurofish S.A mediante los escenarios esperado, pesimista y optimista los cuales oscilan entre \$36 millones a \$128 millones, obteniendo un promedio ponderado de \$83 millones.

BIBLIOGRAFIA

(2013). Revista Pesca Blanca Internacional, Volumen 73.

Alvarez, R. G. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados.

Benítez, G. (2013). Valoración de empresas. Aplicación Modelo Black and Scholes.

Colamarco, P. (2015). Valoración Financiera Extractora Agrícola Río Manso S.A.

Copeland, T. (2002). Valoración, medición y gestión del valor.

Damodaran. (2014). Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current.
Recuperado de: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

Damodaran. (2014). Betas by sector.
Recuperado de: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

Damodaran. (2014). Country Default Spreads and Risk Premiums.
Recuperado de: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2014). Informe Inversión extranjera directa Primer trimestre 2014

Ecuador. Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2014). Informe inflación

Ecuador. Instituto Nacional de Estadísticas y Censo. (2014). Informe desempleo

Ecuador. Ministerio Coordinador de la política económica. (2014) Indicadores macroeconómicos

Faus, J.F. (2002). Valoración de empresas, un enfoque pragmático, universidad de Navarra.

Fernandez, P. (2008). Valoración de empresas por descuento de flujos: diez métodos y siete teorías.

Fernández, P. (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos de compañías comparables

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas

Fernández, P. (2008). Valoración de empresas por descuento de flujos: diez métodos y siete teorías

Hellriegel D., Jackson, S. y Slocum, J. (2002). *Administración: un enfoque basado en competencias*

Jenkins, M. (2008). Métodos de valoración de empresas.

López Martínez, Francisco, Valoración de empresas: una introducción práctica, Barcelona, Ediciones Deusto, 2007.

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

Roca, L. (2014). Valoración financiera La Fabril S.A.

Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana. (2015). Actualización de la Calificación de riesgo de la primera emisión de papel comercial de la compañía Eurofish S.A

Sherman, F. (2012). Las ventajas del método de flujo de caja descontado.