



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

**DEPARTAMENTO DE POSTGRADOS DE LA FACULTAD DE
CIENCIAS SOCIALES Y HUMANÍSTICAS**

MAESTRÍA EN FINANZAS

**TITULO: Análisis del proceso valorativo de una Empresa Ecuatoriana
Comercializadora de medicamentos de la Corporación Farmayala
Pharmaceutical Company S.A. de la Provincia del Guayas.**

**PROYECTO PRESENTADO COMO REQUISITO PREVIO A OPTAR EL
GRADO ACADÉMICO DE MAGÍSTER EN FINANZAS**

NOMBRE DE LOS MAESTRANTES:

ECON. ELKE LISETTE NORISTZ FLORES

ING. KATHERINE DEL CARMEN SARMIENTO MATAMOROS

NOMBRE DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE GRADUACIÓN:

MBA. CARLOS RAUL CARPIO FREIRE

GUAYAQUIL - ECUADOR

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por darme la fuerza y la entereza para cumplir mis metas y a mi familia por su apoyo constante.

Elke

A Dios, por el infinito amor y valor que nos da cada día para así poder derrotar toda adversidad. A mis padres por eternamente contar con su amor y bendición en todo lo que emprendo, a mi hermano y hermana por su apoyo, a mi esposo por el amor y comprensión dada, a mi hijo porque desde el vientre me dio amor e incentivos para esforzarme más cada día. A los distinguidos maestros que transmitieron con eficiencia y eficacia sus conocimientos y al Director de Tesis, MBA Raúl Carpio, por su tiempo y ayuda en el desarrollo de este estudio.

Katherine

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

PH.D. KATIA LORENA RODRÍGUEZ MORALES
PRESIDENTE

MBA. CARLOS RAÚL CARPIO FREIRE
DIRECTOR DEL PROYECTO

PH.D. PEDRO FABRICIO ZANZZI DÍAZ
VOCAL PRINCIPAL

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este proyecto, corresponde exclusivamente a las autoras; y el patrimonio intelectual del mismo a la Escuela Superior Politécnica Del Litoral.

ECON. ELKE LISETTE NORISTZ FLORES

ING. KATHERINE DEL CARMEN SARMIENTO MATAMOROS

ÍNDICE DE CONTENIDO

Dedicatoria.....	I
Agradecimientos.....	II
Tribunal de Graduación.....	III
Declaración Expresa.....	IV
Índice General.....	V
Índice de Tablas.....	VII
Índice de Gráficos.....	VIII
Índice de Anexos.....	X
Resumen.....	XI
Introducción.....	XII

Capítulo 1.

Fundamentos Teóricos Para La Valoración De Empresas

- 1.1. Formulación del problema
 - 1.1.1. Planteamiento del problema
 - 1.1.2. Justificación de la propuesta
- 1.2. Marco Teórico
 - 1.2.1. Definición de Valoración de Empresas
 - 1.2.2. Objetivo de la valoración de empresas
 - 1.2.3. Metodologías que se utilizan en la valoración de empresas
 - 1.2.3.1. Valor y precio
 - 1.2.3.2. Métodos basados en el Balance (Valor Patrimonial)
 - 1.2.3.3. Métodos basados en Múltiplo de las cuentas de resultados
 - 1.2.3.4. Métodos Mixtos, basados en el fondo de comercio (Goodwill)
 - 1.2.3.5. Métodos basados en el Descuento de flujos de fondos (cash flow)

- 1.3. Objetivos del estudio.
 - 1.3.1. Objetivo General.
 - 1.3.2. Objetivos Específicos.

Capítulo 2.

RESEÑA HISTORICA Y ANALISIS DE LA SITUACION DE LA EMPRESA

- 2.1. Reseña Histórica de la situación de la empresa
 - 2.1.1. Estudio Organizacional
- 2.2. Análisis del Entorno Económico
- 2.3. Análisis FODA
- 2.4. Recolección y organización de datos

Capítulo 3.

PROYECCIÓN FINANCIERA Y APLICACIÓN DE MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA.

- 3.1. Metodología y Desarrollo de la investigación.
- 3.2. Realización de Estados Financieros.
- 3.3. Análisis Horizontal y Vertical de los Estados Financieros.
- 3.4. Aplicación y Análisis de Ratios Financieros.
- 3.5. Estimación del WACC.
- 3.6. Tasa de Crecimiento para la Proyecciones.
- 3.7. Aplicación de los Métodos de Valoración.
 - 3.7.1. Estimación del VAN.
- 3.8. Resultados de los métodos de valoración de empresas.

Conclusiones y Recomendaciones

Bibliografía

Anexos

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1: Ranking de Laboratorios Farmacéuticos.

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Grafico 2.1: Planta Farmacéutica.

Grafico 2.2: Planta INDEUREC.

Grafico 2.3: Planta Parmayala.

Grafico 2.4: Planta Parmayala Laboratorio de Calidad.

Grafico 2.5: Planta Parmayala Bodegas de Materia Prima.

Grafico 2.6: Planta Parmayala Área de Producción de Sólidos.

Grafico 2.7: Planta Parmayala Área de Producción de Sólidos 'Mezclador V Blender'.

Grafico 2.8: Planta Parmayala Área de Compresión.

Grafico 2.9: Planta Parmayala Área de Encapsulado.

Grafico 2.10: Planta Parmayala Área de Envasado.

Grafico 2.11: Planta Parmayala Área de Termosellado.

Grafico 2.12: Planta Parmayala Área de Líquidos, Preparación.

Grafico 2.13: Planta Parmayala Área de Líquidos, Envasado.

Grafico 2.14: Planta Parmayala Área de Líquidos, Etiquetado.

Grafico 2.15: Planta Parmayala Área de Líquidos, Codificación.

Grafico 2.16: Planta Parmayala Área de Bodega de Despacho.

Grafico 2.17: Planta Parmayala Área de Bodega Central.

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 2.2: Listado de Prescripciones Data IMS

Anexo 3.1: Estado de Situación Financiera

Anexo 3.2: Estado de Resultado Integral Detallado

Anexo 3.3: Estado de Resultado Integral Resumido

Anexo 3.4: Análisis Horizontal y Vertical del Estado de Situación Financiera.

Anexo 3.5: Análisis Horizontal y Vertical del Estado de Resultados Integrales.

Anexo 3.6: Indicadores Financieros.

Anexo 3.7: Método de Flujo de Caja Libre con gradiente cruzado.

Anexo 3.8: Método de Flujo de Caja Libre con gradiente.

Anexo 3.9: Método Valor Contable.

Anexo 3.10: Método de Flujo de Caja Libre con Perpetuidad

Anexo 3.11: Resumen de Resultados de los Métodos aplicados para la Valoración de la Empresa.

RESUMEN

El presente proyecto aplica modelos de valoración de empresas reconocidos y ajustables al sector Comercial de medicamentos, se desarrollaran 4 modelos de Valoración, que han sido adaptados para una empresa productora y comercializadora de medicamentos denominada para efectos del proyecto Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A., a través de los cuales se podrán establecer el valor que tiene la empresa en su situación actual realizando proyecciones de los estados financieros para los siguientes diez años.

El proyecto ha sido desarrollado en capítulos, en los cuales se indican los conceptos financieros básicos necesarios para comenzar a realizar un sistema de valoración como son Valor Presente, Valor Actual Neto, Valor Futuro, Perpetuidad, Flujo de Efectivo, Costo de Oportunidad, Tasa de descuento, Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), entre otros. Además, se establecen los diferentes métodos de valoración utilizados frecuentemente y llegando a la conclusión que el método recomendado es el establecido mediante el flujo de caja.

Otro de los temas a realizar en este proyecto es el flujo de efectivo que nos permitirá encontrar el valor de la empresa en el sector comercial, y finalmente en el tercer capítulo, se desarrolla el sistema de valoración de empresa para la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A, tomando en consideración todos los conceptos financieros, el mismo que es desarrollado en un archivo de Excel el cual nos indicará el valor final de la Empresa.

INTRODUCCION

La valoración de una empresa es el resumen de una serie de conocimientos de distintas áreas como son la financiera, de mercados, económica y la estadística, todas ellas estudiadas y analizadas a través de los tiempos, las cuales van a ser utilizada con frecuencia para la venta o fusión, planificación estratégica, análisis de inversiones, salidas a bolsa y, en muchos casos, se utiliza también como referencia para evaluar y remunerar a los directivos.

La valoración tiene como finalidad la comparación de empresas que se encuentran inmersas en el mismo sector Comercial, y se encarga de buscar el método adecuado para darle valor a la Empresa, en esta búsqueda se pueden ir ajustando las variables financieras de acuerdo al giro del negocio, actualizando la información en torno a las políticas económicas a las que se encuentra inmerso en la actualidad.

En la actualidad la contabilidad tradicional y las finanzas en las organizaciones han facilitado un sistema de medición y evaluación de la gestión de la alta gerencia, sin embargo, los requerimientos que hoy en día exige la Gerencia moderna hacen necesaria la implementación de indicadores, así como de reingeniería financiera de liquidez, endeudamiento, indicadores de utilidad o excedentes y de rentabilidad, que se tornan habituales en el medio que se desarrollan este tipo de empresas, así como el valor económico agregado EVA y el valor de la empresa.

Uno de los objetivos primordiales de la alta dirección en las empresas es la generación de valor agregado y maximización de utilidades o excedentes; de ahí, surge la necesidad de implementar mediante un sistema de medición adecuado, que permita saber cuál ha sido el resultado de la valoración periódica de la empresa.

DEDICATORIA

Dedico este trabajo ante todo a Dios, porque me ha permitido vencer cualquier obstáculo que se me presenta en el camino, a mis padres por su esfuerzo y dedicación en mi etapa estudiantil, a mi hermana por ser esa compañera fiel e inseparable y a todas las personas que han contribuido con mi formación personal y profesional en esta nueva meta.

Elke

A Dios, “Porque no nos ha dado Dios el espíritu de temor, sino el de fortaleza, de amor, y de cordura” (2 Timoteo 1:7), sin él la vida sería vana.

A mis padres Vicente Mauricio Sarmiento Álvarez y Carmen de Jesús Matamoros Reyes por el amor y esfuerzo que dieron para que cada año de mi vida sea maravilloso.

A mis hermanos Byron Mauricio y Joyce Adriana por ser mis amigos brindándome siempre su ayuda incondicional.

A mi esposo David Larco por su amor y apoyo absoluto.

A mi familia, para que este logro sea ejemplo que con la ayuda de Dios, esfuerzo y amor se pueden lograr las metas que se propongan.

Y para todas las personas que contribuyeron a la obtención de este título.

Con Amor.

Katherine

CAPÍTULO 1

FUNDAMENTOS TEÓRICOS PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

1.1 FORMULACION DEL PROBLEMA

1.1.1 Planteamiento del Problema

Todo el ámbito empresarial se encuentra inmerso en constantes cambios y transformaciones en lo que a la parte tecnológica se refiere, también en el ámbito social, cultural, político y económico, esto es debido al auge de la globalización en los negocios, por ello las empresas buscan generar valor económico y mantenerse en el mercado donde participan, no obstante buscan ejercer acciones congruentes con sentido de responsabilidad y de ética en cada uno de sus procesos de trabajo tanto en el ámbito interno o externo.

El Mercado Ecuatoriano Farmacéutico ha tenido un proceso creciente importante en estos últimos 50 años, así como la distribución de medicinas, y su

comercialización debido a los avances de la tecnología y los cambios en la política económica.

Antonio Quezada Pavón, en su publicación “La Industria Farmacéutica en el Ecuador” publicada en el 2011, mencionaba que hace más de 40 años, Ecuador era un país pequeño y con un desarrollo bastante carente de tecnología. Pocos laboratorios internacionales suministraban directamente a unas pocas farmacias con una minoría de productos farmacéuticos importados. La producción nacional era bastante restringida y limitada en unos pocos laboratorios que estaban a cargo de la distribución y logística de las medicinas tales como Custer, Calox J., Marzo, Quifatex y Difare que nace ante esta necesidad de distribuir los medicamentos.

Con el boom petrolero hubo una mejoría relevante en la calidad de vida de los individuos, generando la creación de la clase media, esta clase se dedicó especialmente al comercio y al empleo burocrático estatal, para ese entonces la burocracia estaba en todo su apogeo. El negocio de farmacia alcanzó bastante popularidad, generando en ella una segunda fuente de ingresos para gente de la clase media; las farmacias se convirtieron en un negocio familiar muy fuerte. El mejoramiento del ingreso per cápita a partir de los años 70 y en especial en los años 80 incrementó el consumo de medicinas e hizo atractivo el ingreso de nuevos laboratorios, así surge la participación de mercados Latinoamericanos y Europeos dentro de la gama de productos farmacéuticos. (Quezada A.P., 2011)

El sector químico y farmacéutico ha tenido una gran relevancia empresarial, puesto que era unos de los sectores que otorgaba trabajo a los grandes

profesionales en esta especialidad, así mismo se destacó mucho la investigación que realizaban las empresas para brindar productos y medicinas de calidad, y con el auge de la tecnología de la información, que había modificado los procedimientos de trabajo, surgiendo nuevas necesidades ante una demanda creciente de usuarios, las empresas deberían lograr un crecimiento sostenido acorde a la demanda existente que se presentan en el Sector Farmacéutico, así las empresas no son igual en un momento determinado en comparación con el comportamiento que venían teniendo. (Bosch, 2012)

Frente a estas consideraciones, se vuelve de vital importancia tener claro la situación financiera de la empresa, toda la responsabilidad interna que conlleva su gestión gerencial y la generación de valor, que le permitan una sostenibilidad y viabilidad financiera en el Mercado.

Pablo Fernández en su libro “Método de Valoración de Empresas”, 2008, destaca que uno de los aspectos relevantes en la valoración de una empresa es su flujo de efectivo, pues este no es afectado por ninguna decisión de carácter contable, ya que da una lectura clara de la situación del Balance General en los flujos de dinero que entran y salen del negocio. El flujo de caja libre da una medición objetiva de la capacidad del negocio para generar ingresos, y de su poder de liquidez frente a cualquier problemática que se pueda presentar en la parte financiera de la Compañía. Otro de los aspectos a estudiar es el Estado de Resultado, con toda esa información de gastos que puedan presentarse dentro del contexto de la comercialización y tributos, por las diferentes cifras contables que incorporan, los que incluyen aspectos subjetivos que conducen a que el cálculo de la utilidad neta sea diferente, dependiendo de la forma como

se contabilicen los costos y gastos. Así, al observar la Utilidad Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización o la utilidad neta puede conducirnos a un juicio erróneo sobre el desempeño económico de la compañía.

La Superintendencia de Compañías mediante resolución No. 08.G.D.DSC.1010 de noviembre del 2008 estableció un cronograma para la adopción de las NIIF motivo por el cual la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. se vio obligada a la aplicación de las normas NIIF al finalizar el período del 2011, periodo en el cual le correspondía emplear según resolución, a partir de esta implementación se presentaron algunos cambios en la compañía de índole contable.

Esta compañía desde su creación ha utilizado los recursos financieros y económicos de forma empírica, por eso es necesario comprender la importancia que tiene llevar a cabo una valoración de la empresa, ya que en la actualidad todas las decisiones gerenciales giran en torno a la parte financiera “EBIDTDA”. Entonces ¿Qué se está haciendo para darle valor a la Empresa?. ¿Será acaso que vivimos inmersos en un mundo de cifras y estamos tan acostumbrados a las mismas que no buscamos nada más?

Este estudio se enfocara en determinar la situación económica en la que se encuentra la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A., aplicara métodos de valoración de empresas muy utilizados a nivel mundial, con los instrumentos adecuados se podrá reevaluar los datos monetarios proporcionados

por la empresa y dar una medición financiera eficaz para alcanzar mejoras en la administración de sus recursos y toma de decisiones.

1.1.2 Justificación del Problema

La valoración de empresas busca medir y maximizar el valor de mercado de una compañía, lo que forma parte importante para el desarrollo de las estrategias y toma de decisiones de los directivos de la corporación.

Frente a esto surge la necesidad de identificar claramente porque se va a realizar la valoración de una empresa, cuales son las metas y objetivos con los que se pretende valorar. Con que finalidad se busca valorar una empresa. Y una forma de poder encontrar la respuesta es centrando la atención en los usos que se les puede dar a los diferentes resultados que se pueden encontrar en los diferentes métodos de valoración, cada uno de los métodos va a ir focalizado en su función específica, pues unos se centraran en el patrimonio y en la utilidad de la empresa, otros se centraran en el balance de resultados como otros en su flujo de caja o efectivo, dependiente del horizonte o la meta que busquemos alcanzar, es en base a este que debemos centrar nuestro estudio.

Según Ortiz, John (2006) la importancia de valoración de empresas es poder tener una herramienta de control para comparar los resultados reales contra los propuestos. Con este estudio se pretende aplicar varios métodos de valoración de empresa para visualizar la gestión hecha por los directivos de la

Corporación, determinando el valor de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.

Una de las primeras incógnitas que se presentan en este estudio es: ¿Porque es importante la valoración de la empresa para los accionistas?, porque uno de los ejes principales en las empresas está dado por los accionistas. Por esta razón se proponen las siguientes orientaciones para el uso de la Valoración de Empresas. Barreneche-Arenas (2007).

Diseño de estrategias organizacionales.- Esto busca obtener de manera precisa la valoración que pueda tener una empresa, solo de este modo se podrán realizar reestructuraciones en las políticas y estrategias que posee la empresa para mantener dicho valor.

Evaluación y remuneración para empleados - directivos.- Esto va en torno a su proceso de crecimiento, puesto que a manera que crece la empresa el personal va aumentando y su remuneración se irá incrementado gradualmente, es necesario reconocer la participación en el desarrollo de la empresa que tienen los empleados.

Complemento para la evaluación de proyectos.- Emplea herramientas que reconocen el efecto futuro que tendrá un proyecto sobre la empresa, para lo cual es muy importante tener claro que la Valoración de una empresa es un medio y no un fin.

Impacto en las políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor.- Los aspectos a considerar son los factores que hacen que el valor de la empresa sea subjetivo, ante los actores externos de la empresa, y se logre calcular con cierta confianza, variando las políticas que conciernen con su cálculo.

A todo esto se puede añadir las operaciones de compraventa, la valoración de las empresas que son cotizadas en bolsa, justificar el precio de las acciones que se emiten en bolsa, las diferentes decisiones estratégicas sobre si existe la posibilidad de que la empresa continúe funcionando o deba cerrar sus puertas, entre otros aspectos de planeación estratégica.

La definición de valor está dada por: “la capacidad que tiene una firma para aprovechar el capital con que cuenta, que en la mayoría de los casos es bastante insuficiente y requiere de una mejor dirección para que pueda formar ignorados recursos”. Fernández P, Miguel (2008)

Financieramente hablando el valor se relaciona con la riqueza, la liquidez, la cual es el elemento esencial para generar flujos de ingresos futuros, donde estos ingresos son el rendimiento de la riqueza. Fernández P, Miguel (2008)

En este caso específico la creación de valor está directamente relacionada con las decisiones estratégicas de la compañía, que no vienen dadas únicamente en el ámbito financiero sino también en sus diferentes operaciones; las cuales en su gran mayoría, deben tener en cuenta factores exógenos y endógenos que

deben incluir el fenómeno del riesgo. El propósito de toda empresa existente en un mercado es generar riqueza, debido a esto, agregar valor a la empresa se vuelve de vital importancia para que todos los involucrados de la organización estén mejor, así como los accionistas, trabajadores, clientes, los proveedores, el Estado y su entorno en general.

1.2 Marco Teórico

La valoración de empresas se vuelve una herramienta útil para poder identificar los beneficios futuros como también el valor de mercado de la empresa. Las empresas que no cotizan en bolsa deben de realizar la valoración de sus flujos de caja y en base a esto hacer el cálculo del costo de capital. Fernández P, Miguel (2008).

Los métodos de valoración de empresas más usados se detallan a continuación, Autores Independientes Brasileños (2007) Revista Universo Contabil:

- Los métodos basados en el balance: estos se basa en la valoración de una empresa determinando las siguientes estimaciones, en primer lugar el valor contable, otra de las estimaciones es el valor contable ajustado, también tenemos el valor de liquidación, valor sustancial, y Activo neto real.
- Los métodos basados en Cuentas de Resultado: son los múltiplos por beneficios en Ventas, Ebitda, Per y otros múltiplos.

- Los métodos Mixtos o GoodWill: se encuentra el método clásico, de Unión por expertos, Contables, Renta abreviada, entre otros.
- Los métodos basados en la Creación de Valor: como Eva, Beneficio económico, Cash value added, CFROI.
- Los métodos basados en el Descuento de flujos existen el Free cash flow, Cash flow acciones, Dividendos, Capital cash flow, Apv.

Los métodos de Flujo de Caja descontados es uno de los métodos más utilizado para la valoración de una empresa, puesto que este método considera a la empresa como un ente generador de flujos de efectivo o fondos y por ello es visualizado este fondo como un activo financiero. Fernández P, Miguel (2008).

Existen otras Opciones para obtener la valoración de una empresa como son los métodos de Black y Scholes, Opcion de invertir, Ampliar el proyecto y Aplazar la inversión.

Es indispensable hacer un análisis del entorno externo e interno de la empresa, conocer cada uno de sus indicadores, como estos van a incidir en la proyección de los Estados Financieros, así como el Estado de Resultado, Balance General y Flujo de Efectivo, para una revisión más exacta es importante tomar información de los últimos 10 años, analizando de esta manera los cambios a los que se han visto inmerso por la política económica, fiscal y política, solo así se podrá evaluar las diferentes causas que han venido generando cambios en los balances, así como también hacer una valoración a perpetuidad.

Toda la información con la cual se va a sustentar este proyecto será tomando en consideración el cumplimiento de las diferentes normas, códigos, leyes y reglamentos como por ejemplo las NIIF, el código tributario, la ley de régimen tributario interno, reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno etc.

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

Para dicho análisis se van a utilizar los siguientes criterios:

Métodos de Valoración: existen varios métodos de valoración que se acoplan dependiendo de las características en que se encuentre la empresa, son una estimación que están basados en la generación de rentas de la empresa que valoran la empresa global sin enfocarse en el valor de cada una de sus partes. Vélez, Ignacio (2004).

Valor Contable: es el valor de los recursos propios como capital y reservas que figuran en el balance. Fernández P, Miguel (2008).

Valor de Liquidación: Es el valor de la empresa en caso de que proceda a su liquidación, cuando venda sus activos y cancelen sus deudas. Fernández P, Miguel (2008).

Activo Neto Real: También llamado Valor Contable Ajustado, es el total de activos menos los pasivos exigibles, ajustados a sus respectivos valores de mercado, considerando el estado y la utilidad de las diferentes partidas del balance de la empresa. El activo neto real no coincidirá con el activo neto contable por que el balance recoge la variación de precios que sufren los bienes. Valls M, (2007).

Método Basado en el descuento de flujos de fondo.- este método trata de determinar el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de efectivo que van a generar en un futuro, y que luego son descontados a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Fernández P, Miguel (2008).

Valoración por utilidad: El valor es resultado de actualizar las rentas que de él esperado. (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas a [AECA], 2005).

Valoración por coste: el valor es un agregado de costes incurridos. (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas a [AECA], 2005).

Todos y cada uno de los Métodos de Valoración fueron creados para que se pueda adaptar a cualquier sector económico, sea este comercial, de servicio, entre otros y para que sean de gran ayuda para la toma de decisiones en las empresas.

1.2.1 Definición de Valoración de Empresas

Se puede definir como valoración de una empresa a la estimación de valor, que no está definido por una cifra exacta o única, este valor dependerá mucho de la situación actual por la que está pasando la empresa, de sus posibles cambios, del momento de la transacción y del método utilizado. Samuel Immanuel Brugger Jakob (2009).

El objetivo fundamental que se busca al valorar una empresa es fijar un proceso de intervalos de valores moderados dentro del cual estará delimitado el valor específico que genera el negocio y no su cuantía de mercado. El valor no es un hecho real, ya que maneja una variable subjetiva que es la veracidad y acceso a información financiera, los supuestos y las proyecciones que permitan estimar el intervalo antes mencionado. Valls Martinez MC; (2007)

Es muy importante tener claro algunos conceptos financieros que será utilizado en este proyecto para la elaboración del mismo y que nos ayudará a tomar la mejor decisión en cuanto al resultado óptimo de valoración.

Los principales conceptos financieros son los siguientes:

Valor Presente (VP).- es una de las técnicas más utilizadas porque consiste en identificar los ingresos o egresos futuros de un flujo de efectivo, y su cálculo consiste en descontar el flujo futuro a una tasa de rentabilidad ofrecida por alternativas de inversión comparables (costo de capital o tasa mínima), así se podrá identificar cual es la mejor entre varias alternativas. Fernández Pablo; (2008)

$$P = \frac{F}{(1 + i \times n)}$$

Valor Actual Neto (VAN).- es utilizado frecuentemente para la evaluación de proyectos dado su facilidad de aplicación y consiste en transformar los flujos futuros en dólares actuales mediante la fórmula de VP con la diferencia que en el VAN se le restara la inversión inicial que se hizo en el proyecto así su resultado nos indicará si los ingresos son mayores a los egresos, es decir si se obtiene mayor a cero se obtendrá una ganancia pero si el resultado es menor a cero se abra obtenido una perdida, en cambio si el resultado es igual a cero será indiferente. L. Gayle, Rayburn (1999)

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{V_t}{(1 + k)^t} - I_0$$

V_t representa los flujos de caja en cada periodo t.

I_0 es el valor del desembolso inicial de la inversión.

n es el número de períodos considerado.

k , **d o TIR** es el tipo de interés.

Valor Futuro (VF).- Por medio del método de VF se podrá calcular la cantidad en dólares después de algunos años (n) por haber realizado una inversión única (P) con una cierta tasa de interés anual (i). Blank Leland; Tarquin Anthony (2006).

$$VF_1 = VP + (VP * i)$$

Tasa Interna de Retorno (TIR).- La tasa interna de Retorno es la tasa de descuento que iguala el valor presente de las salidas de efectivo esperadas con el valor presente de los ingresos esperados. Blank Leland; Tarquin Anthony (2006).

$$VPN = \frac{\sum R_t}{(1+i)^t} = 0$$

Dónde:

t = tiempo del flujo de caja

i = la tasa de descuento que se podría ganar en una inversión con un riesgo similar

Rt = flujo neto de efectivo (entradas menos salidas) en el tiempo t

Costo Capitalizado (CC).- Se refiere al valor presente de un proyecto cuya vida útil se supone durará para siempre. Fernández Pablo; (2008)

$$CC = P = A/i$$

Perpetuidad.- Es una serie de pagos iguales que continúan por siempre. Muchas inversiones, tales como acciones preferentes y bonos, son un caso de perpetuidad. Blank Leland; Tarquin Anthony (2006).

$$VP = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \frac{C}{(1+r)^4} + \dots$$

$$VP = \frac{\frac{C}{1+r}}{\left(1 - \frac{1}{1+r}\right)}$$

$$VP = \frac{\frac{C}{1+r}}{\frac{1+r}{1+r} - \frac{1}{1+r}}$$

$$VP = \frac{\frac{C}{1+r}}{\frac{1+r-1}{1+r}}$$

$$VP = \frac{\frac{C}{1+r}}{\frac{r}{1+r}}$$

$$VP = \frac{C}{r}$$

Flujo de Efectivo.- Establece los ingresos y los egresos que tiene la empresa. Fernández Pablo; (2008)

Costo de Oportunidad.- es aquel costo en que se incurre al tomar una decisión en vez de otra, siendo esta la que da una mayor tasa de interés o igual a la TIR. Fernández Pablo; (2008)

$$CO = \frac{X_2 - X_1}{Y_2 - Y_1}$$

Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).- nos indica el endeudamiento total que tiene la empresa, es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de efectivos operativos para valorar una empresa. Blank Leland; Tarquin Anthony (2006).

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

Todos estos conceptos son importantes dentro de cada una de las fases del proyecto, puesto que van a permitir dar una medición estandarizada en el análisis que vamos a realizar.

Finalmente, la valoración de la empresa se puede definir como el proceso que pone en claro los elementos que establecen el patrimonio de una firma, su diligencia económica, o cualquier otra particularidad, dispuesta a ser valorada.

1.2.2 Objetivo de la Valoración de Empresas

El objetivo básico de la determinación del valor de una empresa es de mucha importancia porque permite conocer el estado de las inversiones, además de que sirve como instrumento a los administradores para identificar cuáles son los factores clave en la creación de valor. En este proceso de medición permanente el empresario realiza mediciones de los diversos parámetros que generan su actividad económica y puede identificar con mayor facilidad en que parte de su estructura financiera está ganando o perdiendo valor.

El empresario busca su máxima eficiencia, esto lo hace cuantificando el costo de los bienes o servicios de los que dispone bajo un criterio de fijación de sus precios, la esperada contribución de un posible nuevo empleado para decidir sobre su contratación, la rentabilidad esperable de un proyecto de inversión para afrontarlo o desecharlo, el costo de opciones alternativas de financiación para elegir entre ellas.

El empresario mide los diferentes parámetros de su actividad empresarial para tratar de cumplir con las diferentes obligaciones de carácter legal, fiscal y de otra índole, esta valoración está vinculada a múltiples acontecimientos y situaciones, como lo son: fusiones y adquisiciones, transmisiones accionariales, colaboraciones entre empresas, etc., lo que ha hecho que se haya convertido en una tarea fundamental dentro del ámbito financiero.

Se debe medir o cuantificar los ingresos computables y los gastos deducibles para establecer el importe de su beneficio fiscal. Además se debe medir o cuantificar las deducciones existentes para establecer la dimensión de los incentivos fiscales aplicables. Básicamente los motivos que generan esta valoración en los empresarios, esta dado por 2 razones: la primera que este proceso de mediciones o cuantificaciones le proporcionará información sobre la utilidad real que está manejando su negocio en ese momento del tiempo, y la segunda que este proceso le permita conocer el grado de aciertos que tiene en su gestión.

1.2.3 Metodologías que se utilizan en la Valoración de Empresas

Los métodos de valoración que existen son diversos y se han venido utilizando en las últimas décadas, en los diferentes sectores comerciales y bajo las diferentes circunstancias por las que cursa cada empresa en particular, cada método presenta un riesgo de desvío, toman otro o varios métodos obteniendo diversos escenarios dentro de un contexto para lograr una valoración más ajustada.

Para poder precisar el valor de la empresa nos enfocaremos en los métodos que se detallan a continuación:

- Valor y precio
- Métodos basados en el Balance (Valor Patrimonial)
- Métodos basados en Múltiplo de las cuentas de resultados
- Métodos Mixtos, basados en el fondo de comercio (Goodwill)

- Métodos basados en “Descuento de flujos de fondos” (cash flow)

Para la evaluación de Farmayala, se llevará a cabo la evaluación de 4 métodos, de tal manera que se logre una valoración más exacta de la empresa Basados en el Balance o Valor Contable, el Método de perpetuidad, el método de descuento de flujos de fondo con gradiente cruzado y el Método de descuento de los flujos de fondos con gradiente.

1.3. Objetivos del estudio.

1.3.1. Objetivo General.

Determinar el valor de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A., que muestre la realidad económica, sirva como referencia y guía para estudios futuros de la misma.

1.3.2. Objetivos Específicos.

- ❖ Realizar un estudio de los procesos de la empresa para poder evaluar los rubros contables.
- ❖ Determinar la estructura de capital y niveles de endeudamiento de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.
- ❖ Aplicar Tres métodos de valoración de empresas para determinar el Valor adecuado para la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. y dicho resultado les ayude a tener una visión más completa para la toma de decisiones en el futuro.

CAPÍTULO 2

RESEÑA HISTORICA Y ANALISIS DE LA SITUACION DE LA EMPRESA

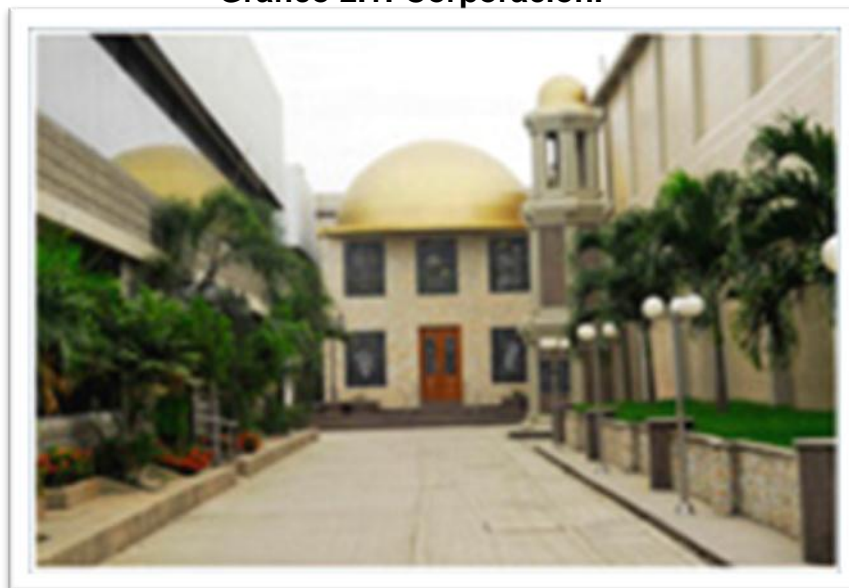
2.1 Reseña Histórica y Estudio Organizacional de la Empresa

El 17 de Diciembre de 1958 se constituye La CORPORACION FARMACEUTICA ECUATORIANA (COFESA) iniciando su negocio con la representación exclusiva para el Ecuador de Zambon, fue fundada por el Sr. Rafael Ayala L., actual Gerente General. Información de procesos de la industria farmacéutica en estudio (2006).

Inició sus operaciones en el mercado farmacéutico ecuatoriano como representante de Zambon Group (Italia); debido a su excelente labor y creciente reconocimiento se hizo acreedor en la década de los ochenta a la representación exclusiva en nuestro país de Laboratorios Menarini Internacional (Italia).

En el año 1996, La Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. respondiendo a la creciente demanda del mercado ecuatoriano toma la decisión de crear su propia planta farmacéutica, Industrias Eurofarma del Ecuador S.A. INDEUREC S.A., situada en Durán, provincia del Guayas.

Grafico 2.1: Corporación.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

Con más de 50 años de experiencia y mediante la inversión estratégica de los accionistas se creó la planta farmacéutica denominada INDEUREC S.A., lanza al mercado su primera línea de producción nacional denominada ITALFARMA en el año de 1999. En Julio-2000 lanza la segunda línea denominada Bioindustria y 2 años después en el mes de mayo introducen al mercado una nueva línea denominada Italchem. En este periodo de tiempo se abrieron agencias en las ciudades de Cuenca y Quito con la finalidad de extender su red de distribución con visitas médicas a todas las partes del país.

INDEUREC S.A., está legalizada en el cumplimiento de las normas Buenas Prácticas de Manufactura difundidas por Organización Mundial de la Salud, también obtuvo la certificación de ISO 9001-2000 para asegurar el Sistema de Gestión de Calidad, de este modo también calificó Farmayala Pharmaceutical Company S.A. además de que se procedió a la renovación obteniendo la ISO 9001-2008.

Gráfico 2.2: Planta INDEUREC.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

La Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. es una empresa con un alto nivel de compromiso con la Sociedad, pues realiza constante donaciones a Instituciones y apoya a la solución de problemas que afligen a las personas que más lo necesitan.

Gráfico 2.3: Planta Parmayala.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

Con base en su infraestructura La Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A se proyecta para los próximos años la creación de portafolios de productos diferenciados, especialidades farmacéuticas de investigación, búsqueda de materias primas innovadoras, alianzas estratégicas internacionales para representar y producir en el Ecuador.

2.1.1 Estudio Organizacional de Procesos.

Proceso de la Planta de Fabricación

1. Control y Garantía de Calidad

En este primer proceso se realiza un riguroso control de todos los insumos que ingresan a la planta, mediante un proceso de inspecciones en cada uno de los procesos productivos, análisis fisicoquímico y microbiológico durante la manufactura, envase y empaque de nuestros productos.

Grafico 2.4: Planta Farmayala Laboratorio de Calidad.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

2.- Bodegas de Materias Primas y Material de Empaque

Todo lo que se refiere a material de acondicionamiento y empaque se encuentran correctamente almacenados en las bodegas destinados para este fin, esta área consta con una central ducto de aire acondicionado a una temperatura adecuada y las 24 horas del día, lo que mantiene a los materiales climatizados. El tumbado se encuentra cubierto con material aislante de tipo grado alimenticio polietileno-aluminio que permite a las materias primas conservar su potencia durante su vida útil.

Grafico 2.5: Planta Farmayala Bodegas de Materia Prima.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

3.- Área de manufactura de sólidos orales

El área de manufacturar cuenta con mezcladores en V Blender, que permiten mezclar los polvos en forma compacta y uniforme. Una vez que el polvo es mezclado pasa a granulación húmeda y luego a las estufas para secado, en este proceso se controla automáticamente la temperatura que es

el que garantiza el secado uniforme de los productos y anula el riesgo de la degradación de los principales activos.

Grafico 2.6: Planta Farmayala Área de Producción de Sólidos.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

**Grafico 2.7: Planta Farmayala Área de Producción de Sólidos
'Mezclador V Blender'.**



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

4.- Comprensión de tabletas

Una vez realizado el proceso de manufactura y de obtener el aprobado por el Departamento de Control y Garantía de Calidad, el producto pasa a ser apto para ser comprimido en la tableteadora. Este equipo tiene un motor con potencia de 7.5 caballos de fuerza, posee doble centro de compresión para obtener tabletas de dos capas. Produce 50,000 tabletas/hora.

Grafico 2.8: Planta Farmayala Área de Compresión.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

5.- Encapsulado

Para este proceso se utilizan envasadoras de cápsulas semiautomáticas Capsugel No. 8, con velocidad de 12,500 cápsulas por hora, estas trabajan con aire comprimido y vacío.

El Departamento de Control y Garantía de Calidad mediante inspecciones periódicas, garantizan que las unidades producidas cumplan con las especificaciones de calidad.

Grafico 2.9: Planta Farmayala Área de Encapsulado.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

6.- Suspensiones Secas

La dosificadora de gránulos de la planta envasa 1000 frascos por hora y garantiza una variación de peso de +3%. Este proceso de envasado se realiza en ambientes de humedad relativa menor al 40% y temperatura de 20 a 25° C. Los frascos son sellados por máquinas Pilfer Proof., garantizando una absoluta hermeticidad de cierre en el 100% de nuestros productos.

Grafico 2.10: Planta Farmayala Área de Envasado.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

7.- Área de empaque: Sólidos orales

Una vez que las tabletas y cápsulas han sido manufacturadas pasan para su envase al termosellado y termoformado en los blísteres (tipo de envase, generalmente de plástico transparente, con una cavidad en forma de ampolla donde se aloja el producto).

Grafico 2.11: Planta Farmayala Área de Termosellado.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

8.- Área de líquidos: Preparación y Envase

Para el proceso de preparación de los jarabes y suspensiones líquidas se dispone de reactores, marmitas, homogeneizadores, filtros, molino coloidal, bombas de transvase, entre otros. En esta área se emplean unos equipos denominados calderos que generan vapor a altas temperaturas y que permiten el calentamiento uniforme de las preparaciones líquidas. El envase se efectúa en áreas asépticas y en línea automática. Disponen para ello de máquinas llenadoras y tapadoras Kalish.

Grafico 2.12: Planta Farmavala Área de Líquidos. Preparación.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

Grafico 2.13: Planta Farmayala Área de Líquidos, Envasado.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

9.- Área de líquidos: Etiquetado

Una vez terminado todo el proceso de manufactura de líquidos pasan al área de empaque, en esta área los frascos son colocados en bandas transportadoras, donde son etiquetados y codificados automáticamente.

Grafico 2.14: Planta Parmayala Área de Líquidos, Etiquetado.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

Grafico 2.15: Planta Parmayala Área de Líquidos, Codificación.



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

10.- Almacén de producto comercial y despacho

El producto terminado es almacenado y ordenado en perchas para su comercialización, lugar denominado como Bodega de Despacho y bodega Central.

Grafico 2.16: Planta Parmayala Área de Bodega de Despacho



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

Grafico 2.17: Planta Parmayala Área de Bodega Central



Fuente: Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Galería 2012.
Elaborado por: FARMAYALA S.A.

2.2 Análisis del Entorno Económico

El mercado farmacéutico comenzó cursando momentos difíciles por la situación económica que primaba en el país, las diferentes presiones sobre los precios que se manejaban en el mercado, las regulaciones gubernamentales, existía una menor diferenciación de los productos, los canales de distribución eran cada vez más complejos y por ende la gama de clientes se volvía difícil de complacer. A consecuencia de todo esto, las empresas se vieron obligadas a desarrollar nuevas drogas de manera más rápida, en la medida que las patentes de los productos expiraban y los genéricos entraban agresivamente al mercado. Por esta competencia la actualidad se vuelve preocupante ante los consumidores y las entidades reguladoras, la seguridad de los medicamentos puesto que por concurso de priorizar la demanda de la producción y el afán de abarcar mercados se pudiera descuidar la garantía de la calidad del producto que se comercializa. (Quezada A.P., 2011)

En el año 2010 se realizaron cambios en la gestión y venta de medicamentos que se vio reflejado en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) por parte de la industria farmacéutica local; esta participación en el mercado se hizo por concurso y representó un ahorro de US \$160 millones a la institución. En el año 2011 la política comercial en la industria Farmacéutica afectó precios de las medicinas en el Ecuador, pues tuvieron un incremento significativo en comparación con años anteriores, se dio prioridad a las multinacionales cuya producción representaba el 80% del mercado ecuatoriano versus la industria nacional. (Fuente: Diario HOY 10 Enero 2011)

En el primer semestre del año 2012 la industria farmacéutica demandó un 53% de sus medicamentos del valor agregado del total de la industria, para distribuirlos en los diferentes hospitales y casas de salud, para el segundo semestre del 2012 hubo un incremento en la distribución de medicamento esto debido a las reformas del Gobierno de manejar un proceso de subasta inversa: el concurso se caracterizaba por dar prioridad a la producción nacional, no todos los laboratorios se vieron beneficiados por esta reforma, puesto que solo algunos pudieron concursar ante la demanda de requisitos que solicitaban.

El financiero Gustavo Armijos dijo que para fortalecer la Industria local se requiere una fijación de precios acorde a la realidad que se está viviendo en estos momentos, a su vez también hay la necesidad de la implementación gradual y de sustitución de los medicamentos importados.

En la actualidad el consumo de medicamentos está fortalecido en gran parte por los sistemas públicos de salud. Es uno de los sectores que se está

escapando de la crisis económica y financiera global, sigue funcionando como si viviera en una especie de burbuja: dispone de una liquidez envidiable, ya que se viene desarrollando a buen ritmo, una de las razones es que el consumo de fármacos y toda clase de material hospitalario está asegurado en buena parte por los sistemas públicos de salud, y por la alta demanda que existe hoy en día, esto debido a la política de salud de afiliar a todos los miembros de una familia al IESS, lo que generó una mayor demanda de pacientes, pese a que no se contaba con la infraestructura para una buena atención, pero este aumento de corte netamente social - político, tiene muy contentos a los grandes laboratorios. “Citado por el comité de calidad de la Corporación”

A continuación se presenta el Ranking de los 30 laboratorios farmacéuticos con mayor facturación.

Tabla 2.1: Ranking de Laboratorios Farmacéuticos.

Orden	Laboratorios Farmacéuticos	Millones de dólares	
		2012	Primer Trimestre 2013
1	Novartis Corp	64.896,90	16.222,20
2	Pfizer	55.156,10	13.775,30
3	Roemmers Corp	54.573,60	14.319,70
4	Bayer Corp	52.941,20	13.355,20
5	Quifatex	52.272,60	13.203,10
6	Abbott	48.584,60	12.812,40
7	Siegfried Corp	43.579,80	11.592,90
8	Glaxosmithkline	38.318,30	9.437,90
9	Meck	37.104,90	9.395,20
10	Tecnofarma Corp	35.725,50	9.335,10
11	Boehringer Ing. Corp	35.308,70	8.877,90
12	Schering - Plough Co	35.216,90	8.896,00
13	Sanofi	33.438,90	8.381,70
14	Nestle	33.046,90	8.915,40
15	Life Corp	29.536,00	7.392,00
16	Merck Sharp Dohme	27.774,20	6.802,40
17	Recalcine Corp	27.608,00	6.770,10
18	Bago Corp	27.295,30	6.771,10
19	Grunenthal Corp	23.731,00	5.992,10
20	Roche Corp	22.121,40	5.445,60
21	Mead Johnson Nutri	21.945,50	6.201,70
22	Corp Tecnoquimicas	20.966,70	4.991,10
23	Farma del Ecuador	18.739,70	4.526,60
24	Genfar	15.197,20	3.677,90
25	Johnson Johnson Co	14.512,20	3.514,10
26	La Sante	13.489,20	3.316,80
27	Saval	13.109,00	3.420,70
28	Biogenet Corp	13.059,50	2.889,10
29	Farmayala Corp	12.509,30	3.312,50
30	Acromax	1.868,00	3.241,20

Fuente: Prescripciones Data IMS
Elaborado por: IMS.

En base al cuadro se puede observar que la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. se encuentra en el veintinueveavo lugar de los Laboratorios Farmacéuticos a nivel de Latino América.

Además que su producto estrella Flui mucil ocupa el lugar 14 con unas ventas anuales de \$4.959,00 millones de dólares según datos de Prescripciones Data IMS, ver Anexo#2.2

2.3 Análisis FODA de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.

A partir de la revisión de la oferta y demanda del mercado farmacéutico en el Ecuador, se procede con la revisión de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. en el mercado.

El objetivo, es la utilización de análisis FODA para entender los factores externos e internos que afectan directa o indirectamente a la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. y así tener una mejor perspectiva de la situación actual de la empresa.

Fortalezas

Debido a la estructura organizacional y a las campañas de marketing que posee, la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. ha logrado que se genere un alto grado de reconocimiento, además de:

- ❖ Contar con las mejores plantas del país y con la mejor ubicación geográfica.

- ❖ Importantes niveles de producción a nivel local tanto de sus principales productos como de los agregados.
- ❖ Uso de tecnología de primer nivel en conjunto con los mejores procesos de producción para los perfiles del mercado.
- ❖ Calidad de Productos.
- ❖ Capacidad para mantener niveles de precios estables.
- ❖ Redes de comercialización acorde a las necesidades del mercado.
- ❖ Políticas de crédito claramente definidas.
- ❖ Se cuenta con recurso humano calificado, con el cual se desarrollan programas de incentivos tanto a nivel local como corporativos.

Oportunidades

Debido al continuo crecimiento que ha venido desarrollando la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. sus oportunidades son:

- ❖ Incremento de nuevos equipos e instalaciones, lo que generará mayor producción.
- ❖ Apertura de nuevos canales de distribución.
- ❖ Capacidad para implementar nuevas tecnologías.
- ❖ Manejo de desarrollo de planes ambientales que le permiten mantener un control directo de la responsabilidad social que le exige el mercado, mejorando su imagen institucional.

Debilidades

Las debilidades que la empresa ha tenido que enfrentar básicamente son:

- ❖ Materia prima de calidad media, que requiere rigurosos procesos de calidad para lograr cubrir las expectativas que requiere el mercado.

- ❖ Posicionamiento del producto estrella en provincias en la cuales no se logra penetrar debido a la fuerte competencia de los otros.

Amenazas

Las amenazas son factores de carácter externos con las cuales directamente no se puede tener algún tipo de control, para la empresa pueden ser las siguientes:

- ❖ Aumento en los precios de la materia prima debido a que no existen leyes regulatorias para el sector.
- ❖ Leyes y reglamentos gubernamentales que le obstaculizan el desarrollo de la empresa.
- ❖ Escenario de Incertidumbre en el ambiente Político y Económico que no permite planeación de largo plazo.

Con el conocimiento de la realidad del mercado en el que se desenvuelve la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A., a continuación se procederá a requerir la información necesaria a la empresa para cumplir los objetivos de dicho estudio.

2.4 Recolección y organización de datos

Para poder evaluar y cumplir los objetivos trazados en este estudio se tendrá que utilizar una fuente de información directa, es decir que se recopilará los datos contables históricos de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. de los cinco últimos años, contados a partir del año 2003 hasta diciembre del 2012, para poder hacer esto se utilizara entrevistas con

el departamento contable solicitando diversos datos relevantes para la valoración, de ahí se clasificara por secciones los reportes detallados, los reportes resumidos, los estados financieros según su clase por cada año.

Una vez obtenida la documentación se procederá a traspasar estos datos a una hoja de cálculo para proceder a determinar los instrumentos para la aplicación de los modelos escogidos de valoración de empresas, por ende se realiza proyecciones de diez años, elementos que en toda la trayectoria de la empresa no han aplicado.

Para desarrollar este proyecto se utilizaran los principales métodos utilizados en la actualidad para poder valorar a las empresas como son los Basados en el Balance, el método cruzado y el Método de descuento de los flujos de fondos.

CAPÍTULO 3

INCIDENCIA DEL ENTORNO EXTERNO E INTERNOS DE LA VALORACIÓN

3.1. Metodología y Desarrollo de la investigación

Para poder evaluar y cumplir los objetivos trazados en este estudio se tendrá que utilizar una fuente de información directa, es decir que se recopilara los datos contables históricos de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. de los diez últimos años ósea desde el año 2003 hasta diciembre del 2012, para poder hacer esto se utilizara entrevistas con el departamento contable solicitando diversos datos relevantes para la valoración, de ahí se clasificara por secciones los reportes detallados, los reportes resumidos según su clase por cada año.

Una vez obtenida la documentación se procederá a tabular la información en hojas de cálculo para proceder a determinar los instrumentos para la aplicación de los modelos escogidos de valoración de empresas, por ende se realizaran proyecciones de diez años.

Para desarrollar este estudio se utilizarán los principales métodos en la actualidad que utilizan los expertos para poder valorar a las empresas como son los basados en el Balance o Valor Contable, el método de perpetuidad, el método de flujos de fondos descontados con gradiente cruzado y el Método de descuento de los flujos de fondos con gradiente.

Para realizar el Método Basado en el Balance o también llamado valor patrimonial se calculará el Valor Contable. El segundo a desarrollar será el método cruzado este considera problemas como variación de alternativas tecnológicas y analiza políticas internas de la empresa por lo tanto se logrará determinar de forma ordenada y sistemática la valoración a través del tiempo.

El método de perpetuidad nos permitirá calcular las ganancias de inversión que me puede brindar la valoración del flujo de caja descontado, a través de este método se puede hacer seguimiento de las ganancias a través de una inversión realizada.

El último método con el cual se va a valorar la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. será el de descuento de los flujos de fondos es uno de los más utilizados y por tal importancia es uno de los métodos que se desarrollará a lo largo de la tesis, se basa en el pronóstico detallado y cuidadoso para cada periodo de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de la empresa, en este método se deberá determinar una tasa de descuento adecuada aplicando la fórmula conocida para determinar el wacc.

Así aplicando todos estos métodos y herramientas financieras podremos encontrar el valor de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A., el cual le ayudara para su desempeño futuro.

3.2. Realización de Estados Financieros

Para realizar los estados financieros anuales de la empresa evaluada, concretamos una reunión con los directivos los cuales gentilmente nos proporcionaron información desde el 2003 hasta el 2012 futuro, la cual transcribimos en un formato que se fue diseñando en Excel según la necesidad.

Una vez realizado el Estado de situación financiera y el Estado de Resultado Integral por los diez años, se efectuó un resumen del Estado de Resultado Integral comprimiendo los datos en las cuentas más significativas ver Anexo#3.1, 3.2, 3.3.

3.3. Análisis Horizontal y Vertical de los Estados Financieros.

La finalidad de este análisis es medir la rentabilidad de la firma, identificar cuáles pueden ser los diferentes factores que afecten la eficiencia de las actividades de la corporación. Como consecuencia de esto se efectúa un análisis a las cuentas del Estado de Pérdidas y Ganancias a través de los índices verticales y horizontales, así como de diferentes ratios. Vamos a utilizar la técnica de porcentajes que se obtienen verticalmente, de este modo es más fácil apreciar la composición del activo, pasivo y cuentas de resultados.

Se puede decir que con el análisis horizontal (ver Anexo 3.4; 3.5) se pudo evaluar que los activos en general tuvieron un decrecimiento del 16% durante el 2012, con mayor magnitud los pasivos decrecieron en un 42% durante el mismo periodo, en cambio para el patrimonio se podría decir que aumento en un 4% aproximadamente, en tanto que la Utilidad neta 2012 vs 2011 tuvo un crecimiento del 17.61, estos valores obtenidos en el análisis horizontal, nos permitirán evaluar la eficiencia y eficacia de la administración en la gestión de los recursos, puesto que los resultados económicos en el 2012 de la empresa sobrepasan lo proyectado para este año por los socios.

En cambio a través del análisis vertical (ver Anexo 3.4; 3.5) se pudo evaluar fácilmente que la empresa tiene una distribución de sus activos equitativa para el año 2012 sus activos circulantes representaban el 93.74%, sus activos fijos el 6.13% de sus activos totales, en los pasivos circulantes contiene el 14%, los pasivos fijos el 16%, el patrimonio el 71% de su pasivo y patrimonio total, en la utilidad neta con respecto a las ventas representan el 1.38%, de acuerdo a las necesidades financieras y operativas.

3.4. *Aplicación y Análisis de Ratios Financieros.*

Consideramos que para evaluar la empresa podríamos utilizar otra técnica de análisis de los estados financieros como son los Ratios estos consisten en relacionar diferentes elementos o magnitudes que puedan tener una especial significación. Sirven para determinar la magnitud y dirección de los cambios sufridos en la empresa durante un periodo de tiempo.

Los ratios pueden ser clasificados como se enuncia a continuación (Vélez Pareja Ignacio 2004):

Por su origen: Internos y externos.

Por la unidad de medida, es decir, de valor y de cantidad.

Por su relación, estos pueden ser estáticos, dinámicos y mixtos.

Por su objeto, tanto de estructura financiera, de estructura de capital; de liquidez y solvencia, de actividad comercial y de rendimiento económico.

Según Gayle, Rayburn, los ratios están divididos en cuatro grandes grupos:

Índices de liquidez: estos evalúan la capacidad de la compañía para atender sus compromisos de corto plazo, además facilita reconocer la situación financiera frente a otras.

Índices de Gestión, eficiencia o actividad: en cambio se enfocan en medir la utilización de los activos y comparan la cifra de ventas con el total de activos.

Índices de endeudamiento o apalancamiento: estos son los ratios que relacionan los compromisos con los recursos.

Índices de Rentabilidad: estos tienen la finalidad de medir la capacidad de la compañía para generar riqueza (rentabilidad financiera y económica).

Aplicamos estos ratios en los estados financieros proporcionados por Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. (Ver Anexo 3.6.) y determinamos con los Ratios de Liquidez que la empresa hasta el año 2012 tiene un activo corriente de 6.87 veces más que sus pasivos corrientes ósea que puede cubrir sus deudas a corto plazo, además podemos decir que tomando solo en consideración sus activos más líquidos excluyendo el inventario debido a que en caso de quiebra es el rubro que esta propenso a perdida, con una razón de 2.54 tiene una buena capacidad de cubrir sus

deudas a corto plazo, además se lo puede comprobar con el ratio de capital de trabajo neto del 80.10% que mide la capacidad de cumplir las deudas con terceros y tener la capacidad para operar día tras día.

A través de la aplicación de los Ratios de Eficiencia se pudo evidenciar cómo la empresa se manejó en su área de cobranzas, ventas al contado, inventarios y ventas totales, además de la rapidez con que las cuentas por cobrar o los inventarios se convierten en efectivo, con el ratio de rotación de activos totales podemos fácilmente ver que la empresa en los últimos cinco años se ha vuelto más eficiente y puede seguir siendo más eficiente si continua invirtiendo en nuevos activos que aumenten su capacidad productiva y así no afectar la viabilidad del negocio. Con el ratio de rotación de activos fijos se pudo determinar que en el 2012 se colocó en el mercado 19.20 veces el valor de lo invertido en activos fijos.

Aplicando los Ratios de Endeudamiento se pudo fácilmente establecer la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio, estas razones expresan el respaldo que posee la empresa frente a su deuda total. Este valor da una idea de la independencia financiera que posee la empresa combinando tanto las deudas de corto y largo plazo, en el 2012 la empresa obtuvo en Estructura de Capital o un grado de endeudamiento con relación al patrimonio del 0.4129 es decir que por cada dólar aportado por los dueños hay 41.29% aportado por los acreedores. Para aclarar un poco más el estado de endeudamiento utilizamos el ratio correspondiente donde obtuvimos el 0.2922 porcentaje que determina que de los activos totales el 29.22% es financiado por los acreedores y de liquidarse estos activos totales al precio en libros quedaría un saldo de 70.78% de su valor después del pago de las obligaciones vigentes.

Finalmente a través de los Ratios de Rentabilidad pudimos medir la capacidad de generación de utilidad por parte de la empresa, y evaluar ciertas decisiones y políticas en la administración de los fondos de la empresa, así como la eficiencia con la que la empresa gestiona los recursos que han aportado los proveedores de fondos, accionistas y acreedores. Se pudo determinar que la rentabilidad sobre el patrimonio o de los fondos aportados por el inversionista es de 2.29% ósea este sería la capacidad de la empresa para generar utilidad a favor del propietario. Además el rendimiento sobre la inversión en el 2012 fue de 1.62%, es decir que por cada dólar invertido en los activos produjo un rendimiento de 1.62% sobre la inversión.

Utilizando el ratio de Ganancias brutas sobre ventas en el 2012 determino que por cada dólar vendido se obtuvo como margen bruto de utilidad el 34.48%, es decir que la empresa tiene un bajo costo de las mercaderías que produce, además determinamos que en este mismo año por cada dólar que vendió la empresa obtuvo una utilidad del 1.38%.

La empresa ha demostrado en sus últimos cinco años poca volatilidad en lo que se refiere a sus ratios de rentabilidad lo cual indican capacidad de adaptación al entorno y de los beneficios, esto es siempre un atractivo para el inversor.

3.5. Estimación del WACC.

El significado de WACC es Weighted Average Cost of Capital (Costo Promedio Ponderado del Capital) como definición podemos decir que es una tasa de descuento que mide el coste de capital entendido éste como una

media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos, Blank Leland; Tarquin Anthony (2006) o también se lo considera como el valor que las corporaciones crean para los accionistas ganado una rentabilidad del capital invertido que está por encima del costo de capital, el CPPC o WACC para cualquier inversión es el índice de la rentabilidad que los proveedores de capital desearían recibir si invierten su capital en otra parte, es decir que son como un costo de oportunidad. Fernández Pablo; (2008)

El WACC es utilizado como tasa de descuento, donde se valora a la firma en función de sus flujos de caja tanto presentes como sus flujos de caja futuros. Para poder hacer una estimación más exacta, descuenta estos flujos a un costo de oportunidad o también llamado WACC. Por tal razón se llaman flujos de cajas descontados.

Por este motivo calculamos para nuestro proyecto el CPPC con la siguiente formula:

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

A continuación se detalla el significado de las siglas que forman parte de esta ecuación CPPC o WACC:

V: Nivel de activos, es el total de activos que posee la empresa, equivale a D más P.

P: Nivel de patrimonio, Capital aportado por los accionistas, en algunos casos se encuentra representado por E.

D: Nivel de deuda es decir la Deuda financiera contraída por la empresa.

T: Tasa de impuesto a las ganancias.

La diferencia que se da por $1-T$ es conocida como escudo fiscal, es el beneficio fiscal que se deduce, por lo tanto, a mayor deuda se generan menos impuestos que se tienen que pagar y esto se convierte en el modelo DCF como una “no salida de caja”.

Kb: Costo de la deuda financiera.

Kp: Cost of equity, es el costo que tiene la empresa al financiar sus recursos propios provenientes de los accionistas, la tasa de retorno que exige el accionista para el riesgo de esa empresa. También llamada tasa de costo de oportunidad de los accionistas. Para poder determinar este valor se tomó en consideración los índices de la Industrias Pharma & Drugs, los índices proporcionados por la página web del Banco Central del Ecuador para poder calcular con la siguiente fórmula:

$$K_p = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Desarrollo del WACC para la aplicación en el proyecto:

Se usó la información para el Beta referencial de la Pagina Web Damodaran (Ver Bibliografía)

Industry Name	Number of firms	Levered Beta	D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta	Cash/Firm Value	Unlevered beta corrected for cash
Pharma & Drugs	526	0.95	9.11%	14.08%	0.88	6.81%	0.94

Además información como:

D = nivel de deuda	\$ 3,401,329.56
V = nivel de activos	\$ 11,639,550.16
P = nivel de patrimonio	\$ 8,238,220.60
$1 - T_c \text{ Ecuador} = 1 - (1 - 15\%) * (1 - 22\%)$	
Tc Ecuador = Impuestos	33.70%

Industria:

Beta apalancado	0,95
Relacion D/E	9,11%
Tax rate	14,08%

Para poder determinar el riesgo país obtuvimos información de Yahoo finance, del Banco Central del Ecuador y Damodaran.

Para ajuste por riesgo país:

Rf : al 30 junio 2013	1,81%
riesgo país al 30 de junio 2013	6,40%
PRM : (Rm - Rf)	4,20%
Inflación	4,72%

Determinamos Kp de la siguiente manera:

Costo patrimonial (Kp):

1) Desapalancar beta referencial	0,88
2) Apalancar con datos del negocio	1,00
β : Beta apalancado	1,00

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

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

3) Calcular Kp : Costo Patrimonial

6,01% Kp

$$Kp = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Determinamos Kb que es el costo de la deuda:

Costo de la deuda (Kb):

Kb: Costo de deuda

9,33% Kb

Una vez con todas las variables determinadas se realizó el cálculo del WACC:

Costo promedio ponderado de capital (CPPC):

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

CPPC =	5,17%
---------------	--------------

Se debe aclarar que para este proyecto se utilizara la tasa de descuento mediante el método de CPPC, más el factor inflacionario y la tasa de riesgo país, considerando estas variables se determinó que la Tasa de Descuento es de 16.29%.

CPPC =	5,17%
Inflación =	4,72%
Riesgo País al 30 de junio 2013	6,40%
Tasa de descuento	16,29%

3.6. Tasa de Crecimiento para la Proyecciones.

Para este proyecto se consideró un rango de proyección de 10 años, el cual considero una tasa de crecimiento en base al porcentaje de cambio de la utilidad neta de los últimos 5 años, a continuación se realizaran los cálculos respectivos:

$$\%cambio = \sqrt[5]{\frac{Utilidad2012}{Utilidad2007}} - 1$$

Utilidad neta año 2007:	\$	139.253,57
Utilidad neta año 2012:	\$	188.576,54
Utilidad 2012 / Utilidad 2007:	\$	1,35
(Utilidad 2012 / Utilidad 2007) ^{1/5} :	\$	1,06

% cambio	6,25%
-----------------	--------------

Entonces para las proyecciones de la utilidad se utilizara la tasa de crecimiento del 6.25%.

3.7. Aplicación de los Métodos de Valoración.

3.7.1. Estimación del VAN.

En este proyecto se utilizó tres métodos de valoración para los cuales se necesitó determinar el VAN, Blank Leland; Tarquin Anthony (2006) y para estimarlo se utilizó la función VNA de Excel donde solicita obligatoriamente una tasa de descuento a lo largo de un periodo y los valores que deben tener la misma duración además de estar al final de cada periodo, la formula a utilizar esta función es la siguiente:

$$VNA = \sum_{j=1}^n \frac{\text{valores}_j}{(1 + \text{tasa})^j}$$

3.8. Resultados de los métodos de valoración de empresas.

En este proyecto fueron desarrollados cuatro métodos de Valoración:

El primero que se aplicó fue el Método de Flujo de Caja Libre con Gradiente Cruzado, Fernández Pablo; (2008) para el cual se realizó la proyección de los diez años aplicando la tasa de crecimiento, a la utilidad neta del 2012, además de la depreciación y de la amortización, también se consideró el Valor Residual al final del año 2022, aplicando la fórmula del VAN se determinó que para este método la Valoración de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. sería de \$4,167,262.46. Ver Anexo 3.7

El segundo fue el Método de Flujo de Caja Libre con Gradiente, Fernández Pablo; (2008) para el cual también se realizó la proyección de los diez años aplicando la tasa de crecimiento, a la utilidad neta del 2012, además de la depreciación y de la amortización, pero en este método no se consideró el Valor Residual al final del año 2022, aplicando la fórmula del VAN se determinó que para este método la Valoración de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. sería de \$2,398,919.51. Ver Anexo 3.8

El tercero fue el Método de Valor Contable, Fernández Pablo; (2008) este realiza la valoración en base a los Activos con los que cuenta y a su infraestructura, en el caso del proyecto se realiza el siguiente cálculo, al Total de Activos se le restan el Pasivo Corriente y las Obligaciones Financieras que posee al final del año 2012 y según este método la Valoración de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. sería de \$9,926,448.10. Ver Anexo 3.9

El cuarto Método aplicado fue el de Flujo de Caja Libre con Perpetuidad, Fernández Pablo; (2008) al cual se le realizó la proyección de los diez años aplicando la tasa de crecimiento, a la utilidad operacional del 2012, menos los impuestos los cuales se calcularon en base al costo neto de la deuda,

con esto determinamos el nopat al cual le sumamos las amortizaciones anualmente, le restamos el capex y la variación en el capital circulante neto, con este cálculo obtenemos el FFCF al cual le restamos el costo de los intereses “que son los intereses pagados en el 2102 menos la multiplicación entre estos intereses pagados y la tasa de impuesto” con este cálculo obtenemos finalmente el EFFCF al cual se suma al final del año 2022 el Valor Terminal obtenido, finalmente aplicando la fórmula del VAN a los valores de los RRPP y sumándole el valor de la deuda se determinó que para este método la Valoración de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. sería de \$4,498,417.90. Ver Anexo 3.10

Para mayor visibilidad se realizó una tabla resumen con los resultados obtenidos en los cuatro métodos aplicados Ver Anexo 3.11.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones.

Luego de realizar los varios capítulos y evaluar las cifras obtenidas con la aplicación de los métodos de valoración hemos podido concluir en lo siguiente:

La valoración de empresas es compleja debido a que su objetivo principal radica en evaluar lo que realmente la empresa proyecta, dependiendo de quien realice la valoración sea el vendedor o el comprador estos evalúan diferentes aspectos, por lo general en las empresas donde el capital se forma netamente de una inversión por un accionista mayoritario, como es nuestro caso a los directivos les podrán asombrar el valor que se obtuvo, debido a que además de lo que invierten también le agregan un valor inmaterial a la empresa, valor que no se puede considerar ni evaluar.

Revisando las cuatro valoraciones obtenidas, la opción más adecuada para Farmayala es el método de Flujo de caja descontado con gradiente cruzado de \$4,167,262.46 porque esta cifra nos permite identificar la capacidad que tiene la empresa para generar ingresos, podemos decir que para una proyección de 10 años con una tasa de crecimiento de 6.25%, un WACC de 16.29%, la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. va experimentar grandes posibilidades de acelerar su crecimiento y expansión considerando las expectativas de mercado, la calidad de sus productos y el servicio que ofrece.

Hay que dejar claro que la valoración de una empresa depende mucho del momento mismo de la valoración, los factores externos, perspectivas del

negociador, la percepción sobre el futuro del sector, estrategias y otras variable que afecten directamente a la negociación.

Recomendaciones.

En base a la política económica actual de la sustitución de importaciones, es recomendable fortalecer las unidades de negocios para aumentar la producción, esto ayudaría mucho a incrementar las ventas y tener una mayor valoración de la empresa en el mercado.

Se considera que la empresa debería considerar incrementar su capital no solo por la aportación del socio mayoritario sino que convendría abrirse a la posibilidad de realizar su primer lanzamiento de acciones en el mercado bursátil.

Bibliografía

- Métodos de Valoración de Empresas, Fernández Pablo; (2008); IECE Business School. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

-Galindo Lucas Alfonso. (2005). Fundamentos de Valoración de Empresas. 1ª.ed. España. Disponible en: <http://www.eumed.net/libros/2005/agl/agl.pdf>

- García Oscar León (2003) Valoración de Empresas, Gerencia del valor y EVA. 1ª ed. Medellín: Digital Express Ltda. Cap1. Disponible en: http://www.oscarleongarcia.com/site/descarga-de-archivos/cat_view/25-descarga-de-archivos-/21-libro-valoracion-de-empresas-gerencia-del-valor.pdf

- Hernández Sampieri Roberto; Fernández Carlos y Baptista Pilar (2003). Metodología de la Investigación. México: Editorial Mc Graw Hill.

- L. Gayle, Rayburn (1999) Contabilidad y Administración de Costos 6ª. Ed. México: Editorial Mc Graw Hill.

- Stanley Block; Geoffrey Hirt. (2005). Administración Financiera. 11ª.ed. México: Editorial Mc Graw Hill.

- Sanjurjo Álvarez, Miguel y Reinoso Casado, Maria del Mar (2003). Guía de Valoración de empresas. Ed. Prentice Hall.

- La Valoración de Empresas, Ortiz Hoyos Juan Diego. (2006). Universidad de Medellín, Facultad de Economía Industrial, Semestre Económico, Pág. 19

- Valoración de Empresas, Vélez Pareja Ignacio (2004), Universidad La Gran Colombia, No.32, Pág. 10-12

- Métodos Clásicos de Valoración de Empresas, Valls Martinez MC; (2007); Investigaciones Europeas, Vol. 7, No 3.

- Blank Leland; Tarquin Anthony (2006). Ingeniería Económica. Sexta Edición. México: Editorial Mc Graw Hill.

- AECA (2005) “Valoración de Pymes” Documento No.7 de Valoración de Empresas, Madrid.

- Brugger Jakob Samuel Immanuel (2009). Las agencias calificadoras y su rol en la crisis financiera en contribuciones a la Economía.
<https://www.eumed.net./ce/2009a/>

- Código Tributario; Codificación No. 2005-09; FIDESBURó – Actualizado a febrero de 2013: <http://fides.ec/es/index.php/legislacion/16-codigo-tributario>

- Ley de Régimen Tributario Interno; Codificación No. 2004-26; FIDESBURó Actualizado a febrero de 2013: <http://fides.ec/es/index.php/legislacion/18-ley-de-regimen-tributario-interno>

- Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno; Decreto No.374; FIDESBURó–Actualizado a febrero de 2013: <http://fides.ec/es/index.php/legislacion/19-reglamento-de-la-ley-de-regimen-tributario>

- Valero-Agudelo (2002) Valoración de la empresa security limitada bajo métodos económicos y financieros (Tesis, Universidad Nacional De Colombia) Obtenida de:

<http://www.bdigital.unal.edu.co/1231/1/gloriaesperanzavalerohuertas.2002.pdf>

- Barreneche-Arenas (2007) Manejo del Riesgo Financiero en la Valoración de Empresas (Tesis, Universidad de Medellín) Obtenida de:

<http://cdigital.udem.edu.co/TESIS/CD-ROM23552007/02.Texto%20completo.pdf>

- Uquillas (2013) Diseño de una metodología para la Valoración de las Empresas de Servicios en el Ecuador (Tesis, Universidad Politécnica Salesiana sede Quito) Obtenida de:

<http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/4036/1/UPS-QT03327.pdf>

- Autores Independientes Brasileños (2007) Análisis De Los Métodos De Valoración Utilizados En La Práctica. Revista Universo Contabil (17)

Obtenida de:

<http://www.redalyc.org/pdf/1170/117016548009.pdf>

- Quezada, A (2011) La Industria Farmacéutica en el Ecuador, Mirando hacia Adelante. Revista Espae (5) Obtenida de:

http://www.espae.espol.edu.ec/images/documentos/publicaciones/publicaciones_medios/EyE_Industria_Farmaceutica_2011.pdf

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/:](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)

- Información de procesos de la industria farmacéutica en estudio (2006)

Obtenida de:

<http://www.farmayala.com/proceso-fabricacion.html>

Anexo 2.2 Listado de Prescripciones Data IMS

ORDEN RANKINGS				UNID UNIT	PRODUCTOS	NO. FORM	GRUPO T.C.	TRIMESTRE QUARTER			ACUMULADO CUM.			ULTIMOS 12 MESES 12 M. TO DATE			
12M MAT	ACUM CUM	TRI QTR	UNIT 12M					12M.%	VALORES VALUES \$ +00	%	+ - %	VALORES VALUES \$ +00	%	+ - %	VALORES VALUES \$ +00	%	+ - %
MERCADO TOTAL																	
								300302,9	100	6.2	1211544,1	100	7.0	1211544,1	100	7.0	
1	1	1	5	NIDO CREC.PREBIO	107.99	NES	7 V 6C	3678,6	1.22	58.7	14243,2	1.18	61.4	14243,2	1.18	61.4	151
2	2	2	20	ENFAGROW	05.00	MJN	8 V 6C	3229,7	1.08	48.2	12979,6	1.07	63.6	12979,6	1.07	63.6	153
3	3	3	8	ENSURE	12.89	ABT	8 V 6D	2281,8	0.76	-11.3	10376,3	0.86	2.3	10376,3	0.86	2.3	96
4	4	4	135	ARCOXIA	07.02	MSD	3 M 1A	2013,7	0.67	2.8	7775,3	0.64	5.1	7775,3	0.64	5.1	98
5	5	6	56	PEDIASURE	12.91	ABT	18 V 6D	1704,8	0.57	-1.7	7225,1	0.60	5.0	7225,1	0.60	5.0	98
					4.34												
6	6	7	2	REDOXON		BAY	4 A11G	1560,9	0.52	14.0	6611,7	0.55	19.7	6611,7	0.55	19.7	112
7	7	5	50	PHARMATON	06.89	B.I	5 A11A	1777,4	0.59	8.9	6373,9	0.53	9.7	6373,9	0.53	9.7	103
8	8	10	86	PROGRESS GOLD	02.06	A-N	2 V 6C	1372,2	0.46	18.6	5865,7	0.48	33.6	5865,7	0.48	33.6	125
9	9	19	1	NEUROBION		MCK	6 A11D	1038,7	0.35	-26.6	5639,0	0.47	-5.5	5639,0	0.47	-5.5	88
10	10	8	60	KUFER-Q	11.02	L7B	2 A 5B	1437,3	0.48	-8.3	5620,4	0.46	-9.0	5620,4	0.46	-9.0	85
					6.83												
11	11	9	11	APRONAX	06.81	BAY	5 M 1A	1389,6	0.46	-2.9	5297,4	0.44	-13.8	5297,4	0.44	-13.8	80
12	12	12	7	UMBRAL	05.99	S-I	4 N 2B	1142,8	0.38	9.8	5047,8	0.42	18.7	5047,8	0.42	18.7	111
13	13	11	18	ASEPXIA	07.08	G3A	21 D10A	1312,8	0.44	11.5	4959,4	0.41	6.6	4959,4	0.41	6.6	100
14	14	13	99	FLUIMUCIL		ZAM	5 R 5C	1137,9	0.38	3.3	4959,0	0.41	10.7	4959,0	0.41	10.7	103
15	15	22	42	DOLO-NEUROBION		MCK	2 M 1A	997,3	0.33	-16.8	4766,3	0.39	-0.2	4766,3	0.39	-0.2	93
					8.89												
16	16	14	52	CURAM	03.97	SDZ	5 J 1C	1120,2	0.37	30.3	4577,7	0.38	45.1	4577,7	0.38	45.1	136
17	17	18	193	ENFAMIL PREMIUM 1	01.03	MJN	3 V 6C	1047,3	0.35	-7.8	4496,2	0.37	10.1	4496,2	0.37	10.1	103
18	18	26	26	ABRILAR	07.01	RMM	4 R 5C	979,7	0.33	-2.9	4392,5	0.36	-1.8	4392,5	0.36	-1.8	92
19	19	23	3	PEDIALYTE		ABT	16 A 7G	993,8	0.33	14.4	4332,2	0.36	21.2	4332,2	0.36	21.2	113
20	20	15	32	ENTEROGERMINA	06.06	SNF	2 A 7F	1104,3	0.37	34.6	4328,6	0.36	30.8	4328,6	0.36	30.8	122
					10.72												
21	21	20	110	SUNCARE	02.04	SED	13 D 2A	1027,7	0.34	7.4	4286,0	0.35	5.2	4286,0	0.35	5.2	98
22	22	25	281	ZINNAT	06.89	GSK	5 J 1D	986,1	0.33	10.6	4155,6	0.34	10.5	4155,6	0.34	10.5	103
23	23	17	4	BUPREX	06.93	LIE	7 N 2B	1059,4	0.35	-2.6	4129,3	0.34	-7.0	4129,3	0.34	-7.0	87
24	24	27	45	VITAMINA C MK		M.K	12 A11G	961,0	0.32	1.5	4093,4	0.34	-4.0	4093,4	0.34	-4.0	90
25	25	24	16	DOLGENAL	06.93	MTA	5 N 2B	992,5	0.33	1.4	4080,9	0.34	3.8	4080,9	0.34	3.8	97
					12.43												
26	26	21	57	NESTOGENO 1		NES	4 V 6C	1020,7	0.34	0.4	4022,9	0.33	-0.1	4022,9	0.33	-0.1	93
27	27	51	35	CEBION		MCK	12 A11G	801,2	0.27	-5.1	4003,6	0.33	23.2	4003,6	0.33	23.2	115
28	28	31	12	MESIGYNA	06.95	BAY	1 G 3A	925,8	0.31	-3.9	3892,3	0.32	-4.2	3892,3	0.32	-4.2	89
29	29	34	71	NESTOGENO 2	09.92	NES	3 V 6C	903,4	0.30	7.0	3810,8	0.31	9.5	3810,8	0.31	9.5	102
30	30	35	177	UNASYN	09.92	PFZ	6 J 1C	893,8	0.30	6.8	3788,5	0.31	1.3	3788,5	0.31	1.3	95
					14.04												
31	31	30	43	OMEZZOL	12.92	S-I	4 A 2B	929,9	0.31	2.8	3750,0	0.31	1.5	3750,0	0.31	1.5	95
32	32	33	418	DIOVAN HCT	04.99	NVR	3 C 9D	904,0	0.30	-4.6	3683,1	0.30	0.4	3683,1	0.30	0.4	94

Anexo 3.1 Estado de Situación Financiera

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.										
Estado de situación financiera										
Al 31 de Diciembre										
(Expresado en dólares estadounidenses)										
	Años									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ACTIVO										
Activo Corriente										
Caja y Bancos	\$ 64.970	\$ 78.437	\$ 12.683	\$ 40.839	\$ 92.303	\$ 144.825	\$ 125.697	\$ 15.853	\$ 31.813	\$ 83.907
Cta. Dco. por Cobrar No Relacionados	\$ 1.507.812	\$ 2.077.525	\$ 2.166.690	\$ 2.372.882	\$ 2.712.602	\$ 3.271.870	\$ 3.804.079	\$ 3.268	\$ 4.345.805	\$ 3.576.016
Provisión cuentas incobrables		\$ (20.341)	\$ (20.341)	\$ (40.681)	\$ (65.681)	\$ (157.397)		\$ (79.037)	\$ (116.479)	\$ (152.110)
Cuentas y Doc. por cobrar Relacionados		\$ 27.728	\$ 11.241	\$ 88.839	\$ 17.408	\$ 19.030		\$ 4.179.324	\$ 5.012	\$ 4.938
Otras Ctas. Por Cobrar No Relacionados	\$ 13.775	\$ 43.312	\$ 45.042	\$ 2.698	\$ 959	\$ 10.995	\$ 1.702	\$ 599.637	\$ 33	\$ 147.513
Crédito tributario (iva)	\$ 1.586	\$ 747	\$ 747	\$ 747	\$ 747	\$ 747	\$ 1.329	\$ 1.300	\$ 1.300	\$ 1.300
Crédito tributario (Renta)	\$ 26.553	\$ 43.997	\$ 44.239	\$ 40.835	\$ 67.655	\$ 88.446	\$ 104.152	\$ 136.306	\$ 201.283	\$ 252.757
Inv. Materia Prima	\$ 2.316.132	\$ 1.862.034	\$ 1.592.348	\$ 1.964.773	\$ 1.882.547	\$ 2.478.425	\$ 2.183.555	\$ 3.027.193	\$ 3.679.709	\$ 3.510.190
Inv. Producto Proceso					\$ 65.711	\$ 33.988	\$ 43.127	\$ 219.499	\$ 175.312	\$ 396.956
Inv. Suministros y materiales		\$ 9.002	\$ 11.421	\$ 33.658	\$ 11.786	\$ 17.309	\$ 18.013	\$ 23.775		\$ 1.505.309
Inv. Producto Terminado y Almacén	\$ 1.376.273	\$ 1.260.479	\$ 1.954.693	\$ 1.644.758	\$ 2.150.010	\$ 1.546.902	\$ 1.992.289	\$ 3.729.671	\$ 4.507.146	\$ 1.467.987
Mercadería en tránsito	\$ 218.475	\$ 297.830	\$ 688.104	\$ 2.711	\$ 32.316	\$ 8.514	\$ 71	\$ 5.952	\$ 3.658	\$ 3.979
Inv. Repuestos herramientas		\$ 112.501					\$ 206.989			
Seguros pagados x anticipado		\$ 27.895	\$ 41.395	\$ 43.427	\$ 51.466	\$ 42.194				\$ 71.603
Activos pagados x anticipado							\$ 384.777	\$ 100.172	\$ 94.283	\$ 10.982
Otros activos corrientes	\$ 15.532				\$ 56.343	\$ 133.924	\$ 10.075		\$ 145.725	\$ 29.290
Total Activo Corriente	\$ 5.541.107	\$ 5.821.146	\$ 6.548.264	\$ 6.195.486	\$ 7.076.175	\$ 7.639.772	\$ 8.875.853	\$ 11.962.913	\$ 13.074.600	\$ 10.910.618
Activo Fijo										
Edificios e Instalaciones	\$ 5.210	\$ 88.207	\$ 5.210	\$ 33.520	\$ 111.974					
Maq. Muebles, enseres y equipos	\$ 110.321		\$ 85.780	\$ 88.506	\$ 93.949	\$ 245.997	\$ 268.132	\$ 304.023	\$ 316.042	\$ 345.070
Maquinarias y Equipos				\$ 35.840	\$ 36.269	\$ 263.260	\$ 437.417	\$ 77.769	\$ 109.885	\$ 211.885
Equipos de computación	\$ 81.602	\$ 91.032	\$ 62.701	\$ 57.137	\$ 48.493	\$ 63.500	\$ 46.711	\$ 55.820	\$ 69.179	\$ 76.978
Vehículos	\$ 66.635	\$ 66.070	\$ 126.231	\$ 211.960	\$ 308.176	\$ 382.534	\$ 572.538	\$ 669.661	\$ 852.409	\$ 880.815
Otros activos fijos tangibles	\$ 41.073	\$ 58.321	\$ 63.772	\$ 67.317	\$ 93.428	\$ 110.331	\$ 122.973	\$ 26.496	\$ 32.883	\$ 44.646
(-) Depreciación Acumu. Act. Fijo	\$ 150.330	\$ (152.285)	\$ (170.935)	\$ (210.952)	\$ (264.192)	\$ (333.831)	\$ (481.547)	\$ (532.943)	\$ (655.625)	\$ (846.069)
Total Activo Fijo Tangible	\$ 154.510	\$ 151.345	\$ 172.758	\$ 283.328	\$ 428.096	\$ 731.791	\$ 966.224	\$ 600.827	\$ 724.773	\$ 713.326
Activo Diferido										
Gastos de Investigación, exploración y otros				\$ 19.475						
Otros activos diferidos	\$ 411.775				\$ 19.636		\$ 35.692	\$ 52.491		
Marcas, Patentes						\$ 32.356	\$ 32.356			\$ 54.446
(-) Amortización Acumulada	\$ (318.809)			\$ (19.075)	\$ (19.265)	\$ (23.237)	\$ (29.575)	\$ (34.924)	\$ (36.622)	\$ (38.840)
Total Activo Diferido	\$ 92.966	\$ -	\$ -	\$ 400	\$ 371	\$ 9.119	\$ 2.781	\$ 768	\$ 15.868	\$ 15.606
Gastos anticipados	\$ 42.560									
Total del Activo	\$ 5.831.143	\$ 5.972.491	\$ 6.721.022	\$ 6.479.214	\$ 7.504.642	\$ 8.380.682	\$ 9.844.858	\$ 12.564.507	\$ 13.815.242	\$ 11.639.550

PASIVO											
Pasivo Corriente											
Cta. Dco. por Pagar local No Relacionados	\$ 500	\$ 31.499	\$ 43.846	\$ 34.218	\$ 47.613	\$ 75.505	\$ 42.909	\$ 74.850	\$ 99.028	\$ 160.848	
Cta. Dco. por Pagar exterior No Relacionados	\$ 968.955	\$ 738.596	\$ 938.067	\$ 309.768	\$ 807.662	\$ 419.899	\$ 308.158	\$ 541.688	\$ 1.014.703	\$ 406.327	
Obligaciones Inst. Financieras local	\$ 373.793	\$ 711.338	\$ 922.328	\$ 942.849	\$ 1.077.354	\$ 1.124.951	\$ 532.906	\$ 622.356	\$ 1.265.489	\$ 797.410	
Otras Ctas. Por Pagar relacionadas locales							\$ 24.688		\$ 387	\$ 127.901	
Otras Ctas. Por Pagar No relacionadas locales						\$ 23.547	\$ 42.801	\$ 112.237	\$ 79.931	\$ 31.259	
Préstamos de accionistas locales	\$ 31.303		\$ 39.683	\$ 60.000	\$ 17.263						
Obligaciones adm. Tributaria	\$ 3.389	\$ 50.733	\$ 9.595	\$ 9.580	\$ 10.769				\$ 23.699	\$ 22.501	
Obligaciones IR por Pagar del Ejercicio				\$ 50.557	\$ 67.868	\$ 41.991					
Obligaciones IESS	\$ 9.369	\$ 22.715	\$ 24.035	\$ 7.643	\$ 8.193			\$ 31.781			
Obligaciones con empleados	\$ 1.709	\$ 15.481		\$ 4.592	\$ 387			\$ 430			
Oblig. Participación Trab. Por Pagar del Ejercicio				\$ 10.134	\$ 32.766	\$ 24.109					
Impuesto renta x pagar							\$ 23.928	\$ 98.647	\$ 112.991		
Participación trabajadores x pagar							\$ 18.533	\$ 15.874	\$ 37.229		
Transferencia casa matriz						\$ 107.118	\$ 72.496				
Provisiones corto plazo	\$ 44.783		\$ 57.274	\$ 24.962	\$ 27.011	\$ 36.429	\$ 191.877	\$ 16.528	\$ 36.394	\$ 41.162	
Otros pasivos corto plazo	\$ 69.412	\$ 105.453	\$ 109.043	\$ 76.237	\$ 137.664						
Total Pasivo Corriente	\$ 1.503.214	\$ 1.675.815	\$ 2.143.871	\$ 1.530.540	\$ 2.234.549	\$ 1.853.548	\$ 1.258.295	\$ 1.514.392	\$ 2.669.852	\$ 1.587.407,38	
Pasivo Largo plazo											
Obligaciones Inst. Financieras exterior	\$ 130.000	\$ 144.533	\$ 400.000				\$ 49.596	\$ 80.310			
Obligaciones Inst. Financieras Local						\$ 120.294	\$ 85.145	\$ 650.562	\$ 402.425	\$ 125.695	
Reserva para Jubilación patronal								\$ 217.184	\$ 474.428	\$ 546.133	
Préstamos de accionistas y Cías relacionadas locales y exterior				\$ 800.000	\$ 1.042.123	\$ 3.006.015	\$ 2.164.944	\$ 2.320.674	\$ 1.142.095		
Total Pasivo Largo Plazo	\$ 130.000	\$ 144.533	\$ 400.000	\$ 800.000	\$ -	\$ 1.162.417	\$ 3.140.755	\$ 3.113.000	\$ 3.197.527	\$ 1.813.922,18	
Total del Pasivo	\$ 1.633.214	\$ 1.820.348	\$ 2.543.871	\$ 2.330.540	\$ 2.234.549	\$ 3.015.964	\$ 4.399.050	\$ 4.627.392	\$ 5.867.379	\$ 3.401.330	
PATRIMONIO NETO											
Capital suscrito	\$ 1.000.000	\$ 1.000.000	\$ 1.000.000	\$ 1.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	
Aportes socios	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000				\$ 2.500.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	
Reservas	\$ 3.693	\$ 3.693	\$ 431	\$ 430	\$ 3.693	\$ 17.887	\$ 17.887	\$ 17.887	\$ 17.887	\$ 7.994	
Reserva de Capital	\$ 363.790	\$ 363.790	\$ 367.052	\$ 367.052	\$ 363.790	\$ 363.790	\$ 363.790	\$ 363.791	\$ 363.790	\$ 363.790	
Utilidad no distribuida	\$ 9.884		\$ 26.635	\$ 10.487	\$ 128.290	\$ 208.721	\$ 289.811	\$ 289.875	\$ 9.893		
(-) Pérdida acumulada	\$ (192.039)	\$ (192.658)	\$ (216.966)	\$ (252.315)	\$ (225.680)	\$ (225.680)	\$ (225.680)	\$ (225.680)	\$ (821.664)	\$ (431.668)	
Utilidad/Pérdida del Ejercicio	\$ 12.602	\$ (22.682)	\$ 26.635	\$ 6.872	\$ 117.804	\$ 80.431	\$ 81.091	\$ (8.692)	\$ 97.975	\$ 288.212	
Total Patrimonio Neto	\$ 4.197.930	\$ 4.152.143	\$ 4.177.152	\$ 4.148.674	\$ 5.270.093	\$ 5.364.717	\$ 5.445.808	\$ 7.937.116	\$ 7.947.863	\$ 8.238.221	
Total Pasivo y Patrimonio	\$ 5.831.143	\$ 5.972.491	\$ 6.721.022	\$ 6.479.214	\$ 7.504.642	\$ 8.380.682	\$ 9.844.858	\$ 12.564.507	\$ 13.815.242	\$ 11.639.550	

Anexo 3.2 Estado de Resultado Integral Detallado

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.										
Estado de Resultados Integrales										
Al 31 de Diciembre										
(Expresado en dólares estadounidenses)										
	Años									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ingresos										
Ventas netas con 12%	\$ 2.941	\$ 3.616	\$ 2.283	\$ 290	\$ 23.393	\$ 13.485	\$ 10.623.118	\$ 14.025	\$ 4.930	\$ 1.087.747
Ventas netas con 0%	\$ 4.812.657	\$ 5.627.261	\$ 6.121.000	\$ 6.721.219	\$ 7.822.559	\$ 9.251.761	\$ 20.378	\$ 11.027.480	\$ 13.482.276	\$ 12.608.477
Ingreso no operacional Rendimientos Financieros	\$ 43.075	\$ 193	\$ 104							\$ 203.122
Ingresos no operacionales Otras Rentas		\$ 48.559	\$ 86.431	\$ 318.637	\$ 22.993		\$ 9.614		\$ 304.999	
Utilidad en Venta de Activos Fijos			\$ 2.542	\$ 628						
Otros Ingresos						\$ 11.941		\$ 23.464	\$ 2.079	
Total Ingresos	\$ 4.858.674	\$ 5.679.630	\$ 6.212.359	\$ 7.040.774	\$ 7.868.945	\$ 9.277.187	\$ 10.653.110	\$ 11.064.970	\$ 13.794.284	\$ 13.899.346
Costo de venta										
II. bienes no producidos	\$ 1.186.061	\$ 1.232.619	\$ 480.242	\$ 322.816		\$ 626.387	\$ 298.846	\$ 2.199.278	\$ 1.940.155	\$ 2.200.487
Compras netas bienes no prod.	\$ 800	\$ 1.203	\$ 1.325.070	\$ 740.888	\$ 273.932	\$ 288.820	\$ 1.105.612	\$ 838.959	\$ 1.204.734	\$ 1.394.914
Importaciones bienes no prod.	\$ 1.068.486	\$ 1.342.454	\$ 1.551.197	\$ 1.707.491	\$ 1.928.152	\$ 1.682.620	\$ 2.845.064	\$ 4.573.590	\$ 3.581.227	\$ 2.666.046
(-) Inv. Final bienes no	\$ (1.232.619)	\$ (1.260.479)	\$ (514.406)	\$ (457.388)	\$ -	\$ (298.845)			\$ (2.200.487)	\$ (1.241.840)
II. materia prima	\$ 2.602.587	\$ 2.316.132	\$ 1.862.034	\$ 1.592.348	\$ 1.964.773	\$ 1.948.259	\$ 2.478.425	\$ 2.183.555	\$ 3.027.193	\$ 3.650.419
Compras netas locales MP	\$ 364.594	\$ 450.099	\$ 570.597	\$ 781.714	\$ 963.917	\$ 1.214.043	\$ 1.145.069	\$ 1.436.047	\$ 1.298.452	\$ 957.460
Importaciones MP	\$ 467.786	\$ 580.948	\$ 837.628	\$ 1.002.229	\$ 1.420.376	\$ 1.971.871	\$ 944.581	\$ 1.594.934	\$ 2.331.806	\$ 1.706.865
(-) Inv. Final MP	\$ (2.316.132)	\$ (1.862.034)	\$ (1.592.348)	\$ (1.964.773)	\$ (1.882.547)	\$ (2.478.425)	\$ (2.183.555)	\$ (3.027.193)	\$ (3.062.232)	\$ (3.510.190)
II. Producto en Proceso					\$ 1.020.451				\$ 219.499	
(-) Inv. Final Producto en Proceso					\$ (65.711)	\$ (33.988)			\$ (219.499)	\$ (396.956)
II. Producto terminado			\$ 892.738	\$ 1.440.287	\$ 1.463.889	\$ 1.417.956	\$ 1.067.477		\$ 1.789.516	\$ 2.306.660
(-) Inv. Final Producto terminado			\$ (1.440.287)	\$ (1.006.501)	\$ (1.952.424)	\$ (1.067.477)	\$ (1.992.289)	\$ (3.729.671)	\$ (2.306.660)	\$ (1.731.457)
Baja de inventario					\$ 24.099	\$ 39.078				
Mano obra directa	\$ 603.101									
Suministros y materiales								\$ 31.161		
Otros costo de ventas	\$ 15.029	\$ 537.620						\$ 956.541	\$ 1.074.399	\$ 1.569.136
Total Costo de ventas	\$ 2.759.692	\$ 3.338.563	\$ 3.972.464	\$ 4.159.112	\$ 5.134.807	\$ 5.271.222	\$ 6.696.931	\$ 6.924.398	\$ 8.673.028	\$ 8.973.459
Gastos de Adm. Ventas										
Sueldos y salarios	\$ 467.085	\$ 440.969	\$ 556.226	\$ 843.924	\$ 661.186	\$ 560.765	\$ 522.411	\$ 546.039	\$ 696.195	\$ 803.510
Beneficios sociales	\$ 173.539	\$ 256.358	\$ 76.232	\$ 77.239	\$ 80.650	\$ 169.397	\$ 947.897	\$ 315.403	\$ 238.405	\$ 295.315
Aporte de Seguridad Social (Incluye Fondo de Reserva)	\$ -	\$ -	\$ 86.118	\$ 77.688	\$ 75.753	\$ 106.919	\$ 104.064	\$ 107.968	\$ 139.762	\$ 165.421
Provision Jubilación patronal			\$ 575	\$ 443	\$ 471	\$ 926	\$ 765	\$ 50.992	\$ 210.748	\$ 111.586
Honorarios profesionales			\$ 82.894	\$ 76.048	\$ 11.048	\$ 48.758	\$ 48.149	\$ 102.766	\$ 130.909	\$ 78.243
Mantenimiento y reparaciones			\$ 128.649	\$ 60.434	\$ 79.458	\$ 206.186	\$ 167.357	\$ 126.012	\$ 167.970	\$ 132.372
Arrend. bienes inmuebles persona natural	\$ 19.939	\$ 16.535	\$ 16.128	\$ 15.834	\$ 11.094	\$ -	\$ 66.040	\$ 66.321	\$ 211.187	\$ 89.050
Arrend. bienes inmuebles sociedades	\$ 48.000	\$ 53.760	\$ 53.760	\$ 53.760	\$ 53.760	\$ 66.965	\$ 88.610			
Comisiones en ventas	\$ 101.551	\$ 95.434						\$ 10.810		\$ 6.832
Promoción y publicidad	\$ 29.935	\$ 133.810	\$ 46.991	\$ 157.246	\$ 162.774	\$ 124.361	\$ 281.714	\$ 150.411	\$ 211.747	\$ 118.489
Combustibles	\$ 10.405		\$ 15.073	\$ 17.171	\$ 15.069	\$ 31.895	\$ 40.948	\$ 17.605	\$ 12.203	\$ 34.042
Arrendamiento mercantil local	\$ 174.234	\$ 159.174	\$ 161.988	\$ 178.692	\$ 160.699	\$ 99.790	\$ 24.734	\$ 19.550		
Seguros	\$ 88.969	\$ 97.354	\$ 92.616	\$ 105.824	\$ 105.747	\$ 110.430	\$ 100.963	\$ 141.760	\$ 187.004	\$ 182.764
Suministros y materiales	\$ 34.726	\$ 46.162	\$ 41.832	\$ 21.526	\$ 38.984	\$ 64.032	\$ 51.589	\$ 57.834	\$ 54.381	\$ 67.448
Transporte			\$ 55.028	\$ 69.372	\$ 186.029	\$ 66.408	\$ 115.321	\$ 52.987	\$ 128.588	\$ 136.308
Pérdida venta activo no relacionado							\$ 69.232	\$ 126.493		
Otras pérdidas						\$ 3.932				
Gastos de Gestión	\$ 61.462	\$ 68.379	\$ 67.586	\$ 70.832	\$ 67.284	\$ 53.416	\$ 54.701	\$ 81.006	\$ 57.297	\$ 14.367
Gastos de viaje	\$ 166.821	\$ 250.484	\$ 214.968	\$ 301.549	\$ 195.193	\$ 160.668	\$ 122.474	\$ 132.086	\$ 95.384	\$ 105.858
Agua, energía, luz y telecomunicaciones	\$ 42.340	\$ 50.191	\$ 49.453	\$ 48.313	\$ 62.127	\$ 109.984	\$ 106.864	\$ 69.831	\$ 104.063	\$ 124.816
Notarios y registradores de la propiedad o mercantiles	\$ -	\$ -	\$ 509	\$ 14.300	\$ 8.846					
Pago por otros servicios						\$ 1.329.457	\$ 124.482	\$ 893.547	\$ 1.390.758	\$ 1.031.724
Pago por otros bienes						\$ 112.677	\$ 329.026	\$ 315.219	\$ 256.740	\$ 422.508
Impuestos, contribuciones y otros	\$ 14.519	\$ 17.004	\$ 19.386	\$ 37.556	\$ 86.587	\$ 51.505	\$ 83.117	\$ 97.735	\$ 139.035	\$ 284.198
(-) Depreciación Activos Fijos	\$ 76.797	\$ 68.091	\$ 51.163	\$ 58.350	\$ 85.924	\$ 126.953	\$ 176.253	\$ 153.128	\$ 122.682	\$ 190.444
Amortizaciones (inversiones e intangibles)	\$ 87.155	\$ 76.845	\$ 7.357	\$ 2.499	\$ 197	\$ 5.997	\$ 6.338	\$ 5.349	\$ 4.099	\$ 2217.16
Provision cuentas incobrables		\$ 20.341		\$ 20.340	\$ 25.000	\$ 91.716		\$ 79.066		
Intereses y comisiones bancarias local y exterior	\$ 128.494	\$ 49.743	\$ 74.791	\$ 111.378	\$ 125.741	\$ 142.106	\$ 199.579	\$ 314.827	\$ 301.949	\$ 240.252
Otros gastos locales de administración	\$ 360.318	\$ 415.752	\$ 313.939	\$ 393.783	\$ 216.081				\$ 11.953	
Total gastos adm. Y ventas	\$ 2.086.288	\$ 2.316.387	\$ 2.213.261	\$ 2.814.100	\$ 2.515.701	\$ 3.845.241	\$ 3.832.628	\$ 4.034.742	\$ 4.873.060	\$ 4.637.764
Gastos no operacionales										
Otros gastos no operacionales	\$ 91	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total gastos no operacionales	\$ 91	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Costos y Gastos	\$ 4.846.071	\$ 5.654.950	\$ 6.185.725	\$ 6.973.212	\$ 7.650.508	\$ 9.116.463	\$ 10.529.559	\$ 10.959.141	\$ 13.546.089	\$ 13.611.223
Utilidad del ejercicio	\$ 12.602	\$ 24.679	\$ 26.635	\$ 67.562	\$ 218.437	\$ 160.724	\$ 123.551	\$ 105.829	\$ 248.195	\$ 288.123

Anexo 3.3 Estado de Resultado Integral Resumido

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.										
Estado de Resultados Integrales										
Al 31 de Diciembre										
(Expresado en dólares estadounidenses)										
	Años									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas	\$ 4.815.598,28	\$ 5.679.436,22	\$ 6.212.255,77	\$ 7.040.774,24	\$ 7.868.945,18	\$ 9.277.186,97	\$ 10.653.109,95	\$ 11.064.969,82	\$ 13.794.284,08	\$ 13.696.223,76
Costo de Venta	\$ 2.759.692,26	\$ 3.338.563,20	\$ 3.972.464,04	\$ 4.159.111,79	\$ 5.134.806,94	\$ 5.271.221,90	\$ 6.696.931,28	\$ 6.924.398,35	\$ 8.673.028,49	\$ 8.973.459,14
Utilidad Bruta	\$ 2.055.906,02	\$ 2.340.873,02	\$ 2.239.791,73	\$ 2.881.662,45	\$ 2.734.138,24	\$ 4.005.965,07	\$ 3.956.178,67	\$ 4.140.571,47	\$ 5.121.255,59	\$ 4.722.764,62
Gastos Administrativos	\$ 512.499,64	\$ 557.861,66	\$ 574.860,73	\$ 799.080,14	\$ 654.071,41	\$ 669.664,15	\$ 1.259.498,24	\$ 775.527,70	\$ 859.489,94	\$ 1.011.396,66
Gastos de Venta	\$ 505.711,48	\$ 596.263,44	\$ 490.381,64	\$ 693.083,38	\$ 755.373,60	\$ 543.285,02	\$ 832.291,01	\$ 526.250,89	\$ 624.706,75	\$ 562.886,43
Depreciación	\$ 76.796,95	\$ 68.090,84	\$ 51.163,15	\$ 58.350,28	\$ 85.923,56	\$ 126.952,67	\$ 176.253,16	\$ 153.127,54	\$ 122.681,78	\$ 190.444,05
Amortización	\$ 87.154,77	\$ 76.844,99	\$ 7.356,70	\$ 2.499,23	\$ 196,54	\$ 5.997,21	\$ 6.337,54	\$ 5.348,77	\$ 4.099,29	\$ 2.217,16
Otros gastos	\$ 775.722,33	\$ 967.582,84	\$ 1.014.707,79	\$ 1.149.709,34	\$ 894.394,81	\$ 2.357.235,44	\$ 1.358.668,06	\$ 2.259.660,80	\$ 2.960.132,93	\$ 2.630.567,48
Total de Gastos	\$ 1.957.885,17	\$ 2.266.643,77	\$ 2.138.470,01	\$ 2.702.722,37	\$ 2.389.959,92	\$ 3.703.134,49	\$ 3.633.048,01	\$ 3.719.915,70	\$ 4.571.110,69	\$ 4.397.511,78
Utilidad Operacional	\$ 98.020,85	\$ 74.229,25	\$ 101.321,72	\$ 178.940,08	\$ 344.178,32	\$ 302.830,58	\$ 323.130,66	\$ 420.655,77	\$ 550.144,90	\$ 325.252,84
Intereses y comisiones bancarias local y exterior	(\$ 128.494,02)	(\$ 49.743,26)	(\$ 74.790,90)	(\$ 111.377,65)	(\$ 125.741,34)	(\$ 142.106,12)	(\$ 199.579,49)	(\$ 314.826,79)	(\$ 301.949,48)	(\$ 240.252,21)
Ingreso no operacional Rendimientos Financieros	\$ 43.075,39	\$ 193,41	\$ 103,72	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 203.122,42
UAI y PT	\$ 12.602,22	\$ 24.679,40	\$ 26.634,54	\$ 67.562,43	\$ 218.436,98	\$ 160.724,46	\$ 123.551,17	\$ 105.828,98	\$ 248.195,42	\$ 288.123,05
(-) Participación Trabajadores 15%	(\$ 1.890,33)	(\$ 3.701,91)	(\$ 3.995,18)	(\$ 10.134,36)	(\$ 32.765,55)	(\$ 24.108,67)	(\$ 18.532,68)	(\$ 15.874,35)	(\$ 37.229,31)	(\$ 43.218,46)
UAI	\$ 10.711,89	\$ 20.977,49	\$ 22.639,36	\$ 57.428,07	\$ 185.671,43	\$ 136.615,79	\$ 105.018,49	\$ 89.954,63	\$ 210.966,11	\$ 244.904,59
(-) Impuesto a la Renta	(\$ 2.677,97)	(\$ 5.244,37)	(\$ 5.659,84)	(\$ 14.357,02)	(\$ 46.417,86)	(\$ 34.153,95)	(\$ 26.254,62)	(\$ 22.488,66)	(\$ 50.631,87)	(\$ 56.328,06)
Utilidad Neta	\$ 8.034	\$ 15.733	\$ 16.980	\$ 43.071	\$ 139.254	\$ 102.462	\$ 78.764	\$ 67.466	\$ 160.334	\$ 188.577

Anexo 3.4: Análisis Horizontal y Vertical del Estado de Situación Financiera.

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.																	
Estado de situación financiera																	
Al 31 de Diciembre																	
(Expresado en dólares estadounidenses)																	
							ANÁLISIS HORIZONTAL					ANÁLISIS VERTICAL					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	
ACTIVO																	
Activo Corriente																	
Caja y Bancos	\$ 92.303	\$ 144.825	\$ 125.697	\$ 15.853	\$ 31.813	\$ 83.907	57%	-13%	-87%	101%	164%	1,73%	1,28%	0,13%	0,23%	0,72%	
Cta. Dco. por Cobrar No Relacionados	\$ 2.712.602	\$ 3.271.870	\$ 3.804.079	\$ 3.268	\$ 4.345.805	\$ 3.576.016	21%	16%	-100%	132875%	-18%	39,04%	38,64%	0,03%	31,46%	30,72%	
Provisión cuentas incobrables	\$ (65.681)	\$ (157.397)	\$	\$ (79.037)	\$ (116.479)	\$ (152.110)				47%	31%	-1,88%		-0,63%	-0,84%	-1,31%	
Cuentas y Doc. por cobrar Relacionados	\$ 17.408	\$ 19.030	\$	\$ 4.179.324	\$ 5.012	\$ 4.938				-100%	-1%	0,23%		33,26%	0,04%	0,04%	
Otras Clas. Por Cobrar No Relacionados	\$ 959	\$ 10.995	\$ 1.702	\$ 599.637	\$ 33	\$ 147.513	1046%	-85%	35136%	-100%	451561%	0,13%	0,02%	4,77%	0,00%	1,27%	
Crédito tributario (iva)	\$ 747	\$ 747	\$ 1.329	\$ 1.300	\$ 1.300	\$ 1.300	0%	78%	-2%	0%	0%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	
Crédito tributario (Renta)	\$ 67.655	\$ 88.446	\$ 104.152	\$ 136.306	\$ 201.283	\$ 252.757	31%	18%	31%	48%	26%	1,06%	1,06%	1,08%	1,46%	2,17%	
Inv. Materia Prima	\$ 1.882.547	\$ 2.478.425	\$ 2.183.555	\$ 3.027.193	\$ 3.679.709	\$ 3.510.190	32%	-12%	39%	22%	-5%	29,57%	22,18%	24,09%	26,64%	30,16%	
Inv. Producto Proceso	\$ 65.711	\$ 33.988	\$ 43.127	\$ 219.499	\$ 175.312	\$ 396.956	-48%	27%	409%	-20%	126%	0,41%	0,44%	1,75%	1,27%	3,41%	
Inv. Suministros y materiales	\$ 11.786	\$ 17.309	\$ 18.013	\$ 23.775	\$	\$ 1.505.309	47%	4%	32%			0,21%	0,18%	0,19%	0,00%	12,93%	
Inv. Producto Terminado y Almacén	\$ 2.150.010	\$ 1.546.902	\$ 1.992.289	\$ 3.729.671	\$ 4.507.146	\$ 1.467.987	-28%	29%	87%	21%	-67%	18,46%	20,24%	29,68%	32,62%	12,61%	
Mercadería en tránsito	\$ 32.316	\$ 8.514	\$ 71	\$ 5.952	\$ 3.658	\$ 3.979	-74%	-99%	8247%	-39%	9%	0,10%	0,00%	0,05%	0,03%	0,03%	
Inv. Repuestos herramientas			\$ 206.989										2,10%				
Seguros pagados x anticipado	\$ 51.466	\$ 42.194				\$ 71.603	-18%					0,50%				0,62%	
Activos pagados x anticipado			\$ 384.777	\$ 100.172	\$ 94.283	\$ 10.982			-74%	-6%	-88%		3,91%	0,80%	0,68%	0,09%	
Otros activos corrientes	\$ 56.343	\$ 133.924	\$ 10.075	\$	\$ 145.725	\$ 29.290						1,60%	0,10%	0,00%	1,05%	0,25%	
Total Activo Corriente	\$ 7.076.175	\$ 7.639.772	\$ 8.875.853	\$ 11.962.913	\$ 13.074.600	\$ 10.910.618	8%	16%	35%	9%	-17%	91%	90%	95%	95%	94%	
Activo Fijo																	
Edificios e Instalaciones	\$ 111.974																
Maq. Muebles, enseres y equipos	\$ 93.949	\$ 245.997	\$ 268.132	\$ 304.023	\$ 316.042	\$ 345.070	162%	9%	13%	4%	9%	2,94%	2,72%	2,42%	2,29%	2,96%	
Maquinarias y Equipos	\$ 36.269	\$ 263.260	\$ 437.417	\$ 77.769	\$ 109.885	\$ 211.885	626%	66%	-82%	41%	93%	3,14%	4,44%	0,62%	0,80%	1,82%	
Equipos de computación	\$ 48.493	\$ 63.500	\$ 46.711	\$ 55.820	\$ 69.179	\$ 76.978	31%	-26%	20%	24%	11%	0,76%	0,47%	0,44%	0,50%	0,66%	
Vehículos	\$ 308.176	\$ 382.534	\$ 572.538	\$ 669.661	\$ 852.409	\$ 880.815	24%	50%	17%	27%	3%	4,56%	5,82%	5,33%	6,17%	7,57%	
Otros activos fijos tangibles	\$ 93.428	\$ 110.331	\$ 122.973	\$ 26.496	\$ 32.883	\$ 44.646	18%	11%	-78%	24%	36%	1,32%	1,25%	0,21%	0,24%	0,38%	
(-) Depreciación Acumu. Act. Fijo	\$ (264.192)	\$ (333.831)	\$ (481.547)	\$ (532.943)	\$ (655.625)	\$ (846.069)	26%	44%	11%	23%	29%	-3,98%	-4,89%	-4,24%	-4,75%	-7,27%	
Total Activo Fijo Tangible	\$ 428.096	\$ 731.791	\$ 966.224	\$ 600.827	\$ 724.773	\$ 713.326	71%	32%	-38%	21%	-2%	9%	10%	5%	5%	6%	
Activo Diferido																	
Gastos de Investigación, exploración y otros																	
Otros activos diferidos	\$ 19.636			\$ 35.692	\$ 52.491						47%			0,28%	0,38%		
Marcas, Patentes		\$ 32.356	\$ 32.356			\$ 54.446						0,39%	0,33%			0,47%	
(-) Amortización Acumulada	\$ (19.265)	\$ (23.237)	\$ (29.575)	\$ (34.924)	\$ (36.622)	\$ (38.840)	21%	27%	18%	5%	6%	-0,28%	-0,30%	-0,28%	-0,27%	-0,33%	
Total Activo Diferido	\$ 371	\$ 9.119	\$ 2.781	\$ 768	\$ 15.868	\$ 15.606	2358%	-69%	-72%	1966%	-2%	0,11%	0,03%	0,01%	0,11%	0,13%	
Gastos anticipados																	
Total del Activo	\$ 7.504.642	\$ 8.380.682	\$ 9.844.858	\$ 12.564.507	\$ 13.815.242	\$ 11.639.550	12%	17%	28%	10%	-16%	100%	100%	100%	100%	100%	

PASIVO																
Pasivo Corriente																
Cta. Dco. por Pagar local No Relacionados	\$ 47.613	\$ 75.505	\$ 42.909	\$ 74.850	\$ 99.028	\$ 160.848	59%	-43%	74%	32%	62%	0,90%	0,44%	0,60%	0,72%	1,38%
Cta. Dco. por Pagar exterior No Relacionados	\$ 807.662	\$ 419.899	\$ 308.158	\$ 541.688	\$ 1.014.703	\$ 406.327	-48%	-27%	76%	87%	-60%	5,01%	3,13%	4,31%	7,34%	3,49%
Obligaciones Inst. Financieras local	\$ 1.077.354	\$ 1.124.951	\$ 532.906	\$ 622.356	\$ 1.265.489	\$ 797.410	4%	-53%	17%	103%	-37%	13,42%	5,41%	4,95%	9,16%	6,85%
Otras Ctas. Por Pagar relacionadas locales		\$ 24.688	\$	\$	\$ 387	\$ 127.901					32976%	0,25%	0,00%	0,00%	1,10%	
Otras Ctas. Por Pagar No relacionadas locales	\$	23.547	\$ 42.801	\$ 112.237	\$ 79.931	\$ 31.259	82%	162%	-29%	-61%		0,28%	0,43%	0,89%	0,58%	0,27%
Préstamos de accionistas locales	\$ 17.263															
Obligaciones adm. Tributaria	\$ 10.769			\$ 23.699	\$	22.501					-5%				0,17%	0,19%
Obligaciones IR por Pagar del Ejercicio	\$ 67.868	\$ 41.991										0,50%				
Obligaciones IESS	\$ 8.193		\$ 31.781											0,25%		
Obligaciones con empleados	\$ 387		\$ 430											0,003%		
Oblig. Participación Trab. Por Pagar del Ejercicio	\$ 32.766	\$ 24.109										0,29%				
Impuesto renta x pagar		\$ 23.928	\$ 98.647	\$ 112.991				312%	15%			0,24%	0,79%	0,82%		
Participación trabajadores x pagar		\$ 18.533	\$ 15.874	\$ 37.229				-14%	135%			0,19%	0,13%	0,27%		
Transferencia casa matriz	\$	107.118	\$ 72.496									1,28%	0,74%			
Provisiones corto plazo	\$ 27.011	\$ 36.429	\$ 191.877	\$ 16.528	\$ 36.394	\$ 41.162	35%	427%	-91%	120%	13%	0,43%	1,95%	0,13%	0,26%	0,35%
Otros pasivos corto plazo	\$ 137.664															
Total Pasivo Corriente	\$ 2.234.549	\$ 1.853.548	\$ 1.258.295	\$ 1.514.392	\$ 2.669.852	\$ 1.587.407,38	-17%	-32%	20%	76%	-41%	22%	13%	12%	19%	14%
Pasivo Largo plazo																
Obligaciones Inst. Financieras exterior		\$ 49.596	\$ 80.310								62%	0,50%	0,64%			
Obligaciones Inst. Financieras Local	\$ 120.294	\$ 85.145	\$ 650.562	\$ 402.425	\$ 125.695		-29%	664%	-38%	-69%		1,44%	0,86%	5,18%	2,91%	1,08%
Reserva para Jubilación patronal		\$ 217.184	\$ 474.428	\$ 546.133							118%	15%			3,43%	4,69%
Préstamos de accionistas y Ctas relacionadas locales y exterior	\$ 1.042.123	\$ 3.006.015	\$ 2.164.944	\$ 2.320.674	\$ 1.142.095		188%	-28%				12,43%	30,53%	17,23%	16,80%	9,81%
Total Pasivo Largo Plazo	\$ -	\$ 1.162.417	\$ 3.140.755	\$ 3.113.000	\$ 3.197.527	\$ 1.813.922,18	170%	-1%	3%	-43%		14%	32%	25%	23%	16%
Total del Pasivo	\$ 2.234.549	\$ 3.015.964	\$ 4.399.050	\$ 4.627.392	\$ 5.867.379	\$ 3.401.330	35%	46%	5%	27%	-42%	36%	45%	37%	42%	29%
PATRIMONIO NETO																
Capital suscrito	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	\$ 5.000.000	0%	0%	0%	0%	0%	59,66%	50,79%	39,79%	36,19%	42,96%
Aportes socios			\$ 2.500.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000				20%	0%			19,90%	21,72%	25,77%
Reservas	\$ 3.693	\$ 17.887	\$ 17.887	\$ 17.887	\$ 17.887	\$ 7.994	384%	0%	0%	0%	-55%	0,21%	0,18%	0,14%	0,13%	0,07%
Reserva de Capital	\$ 363.790	\$ 363.790	\$ 363.790	\$ 363.791	\$ 363.790	\$ 363.790	0%	0%	0%	0%	0%	4,34%	3,70%	2,90%	2,63%	3,13%
Utilidad no distribuida	\$ 10.487	\$ 128.290	\$ 208.721	\$ 289.811	\$ 289.875	\$ 9.893	1123%	63%	39%	0%	-97%	1,53%	2,12%	2,31%	2,10%	0,08%
(-) Pérdida acumulada	\$ (225.680)	\$ (225.680)	\$ (225.680)	\$ (225.680)	\$ (821.664)	\$ (431.668)	0%	0%	0%	264%	-47%	-2,69%	-2,29%	-1,80%	-5,95%	-3,71%
Utilidad/Pérdida del Ejercicio	\$ 117.804	\$ 80.431	\$ 81.091	\$ (8.692)	\$ 97.975	\$ 288.212	-32%	1%	-111%	1027%	194%	0,96%	0,82%	-0,07%	0,71%	2,48%
Total Patrimonio Neto	\$ 5.270.093	\$ 5.364.717	\$ 5.445.808	\$ 7.937.116	\$ 7.947.863	\$ 8.238.221	2%	2%	46%	0,14%	4%	64%	55%	63%	58%	71%
Total Pasivo y Patrimonio	\$ 7.504.642	\$ 8.380.682	\$ 9.844.858	\$ 12.564.507	\$ 13.815.242	\$ 11.639.550	12%	17%	28%	10%	-16%	100%	100%	100%	100%	100%

Anexo 3.5: Análisis Horizontal y Vertical del Estado de Resultados Integrales.

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.																
Estado de Resultados Integrales																
Al 31 de Diciembre																
(Expresado en dólares estadounidenses)																
							ANÁLISIS HORIZONTAL					ANÁLISIS VERTICAL				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas	\$ 7.868.945,18	\$ 9.277.186,97	\$ 10.653.109,95	\$ 11.064.969,82	\$ 13.794.284,08	\$ 13.696.223,76	18%	15%	4%	25%	-1%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Venta	\$ 5.134.806,94	\$ 5.271.221,90	\$ 6.696.931,28	\$ 6.924.398,35	\$ 8.673.028,49	\$ 8.973.459,14	3%	27%	3%	25%	3%	57%	63%	63%	63%	66%
Utilidad Bruta	\$ 2.734.138,24	\$ 4.005.965,07	\$ 3.956.178,67	\$ 4.140.571,47	\$ 5.121.255,59	\$ 4.722.764,62	46,52%	-1,24%	4,66%	23,68%	-7,78%	43,18%	37,14%	37,42%	37,13%	34,48%
Gastos Administrativos	\$ 654.071,41	\$ 669.664,15	\$ 1.259.498,24	\$ 775.527,70	\$ 859.489,94	\$ 1.011.396,66	2%	88%	-38%	11%	18%	7%	12%	7%	6%	7%
Gastos de Venta	\$ 755.373,60	\$ 543.285,02	\$ 832.291,01	\$ 526.250,89	\$ 624.706,75	\$ 562.886,43	-28%	53%	-37%	19%	-10%	6%	8%	5%	5%	4%
Depreciación	\$ 85.923,56	\$ 126.952,67	\$ 176.253,16	\$ 153.127,54	\$ 122.681,78	\$ 190.444,05	48%	39%	-13%	-20%	55%	1%	2%	1%	1%	1%
Amortización	\$ 196,54	\$ 5.997,21	\$ 6.337,54	\$ 5.348,77	\$ 4.099,29	\$ 2.217,16	2951%	6%	-16%	-23%	-46%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros gastos	\$ 894.394,81	\$ 2.357.235,44	\$ 1.358.668,06	\$ 2.259.660,80	\$ 2.960.132,93	\$ 2.630.567,48	164%	-42%	66%	31%	-11%	25%	13%	20%	21%	19%
Total de Gastos	\$ 2.389.959,92	\$ 3.703.134,49	\$ 3.633.048,01	\$ 3.719.915,70	\$ 4.571.110,69	\$ 4.397.511,78	54,95%	-1,89%	2,39%	22,88%	-3,80%	39,92%	34,10%	33,62%	33,14%	32,11%
Utilidad Operacional	\$ 344.178,32	\$ 302.830,58	\$ 323.130,66	\$ 420.655,77	\$ 550.144,90	\$ 325.252,84	-12,01%	6,70%	30,18%	30,78%	-40,88%	3,26%	3,03%	3,80%	3,99%	2,37%
Intereses y comisiones bancarias local y exterior	(\$ 125.741,34)	(\$ 142.106,12)	(\$ 199.579,49)	(\$ 314.826,79)	(\$ 301.949,48)	(\$ 240.252,21)	13%	40%	58%	-4%	-20%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
Ingreso no operacional Rendimientos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 203.122,42						0%	0%	0%	0%	1%
UAI y PT	\$ 218.436,98	\$ 160.724,46	\$ 123.551,17	\$ 105.828,98	\$ 248.195,42	\$ 288.123,05	-26,42%	-23,13%	-14,34%	134,53%	16,09%	1,73%	1,16%	0,96%	1,80%	2,10%
(-) Participación Trabajadores 15%	(\$ 32.765,55)	(\$ 24.108,67)	(\$ 18.532,68)	(\$ 15.874,35)	(\$ 37.229,31)	(\$ 43.218,46)	-26%	-23%	-14%	135%	16%	0%	0%	0%	0%	0%
UAI	\$ 185.671,43	\$ 136.615,79	\$ 105.018,49	\$ 89.954,63	\$ 210.966,11	\$ 244.904,59	-26,42%	-23,13%	-14,34%	134,53%	16,09%	1,47%	0,99%	0,81%	1,53%	1,79%
(-) Impuesto a la Renta	(\$ 46.417,86)	(\$ 34.153,95)	(\$ 26.254,62)	(\$ 22.488,66)	(\$ 50.631,87)	(\$ 56.328,06)	-26%	-23%	-14%	125%	11%	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad Neta	\$ 139.253,57	\$ 102.461,84	\$ 78.763,87	\$ 67.465,97	\$ 160.334,24	\$ 188.576,54	-26,42%	-23,13%	-14,34%	137,65%	17,61%	1,10%	0,74%	0,61%	1,16%	1,38%

Anexo 3.6: Indicadores Financieros.

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.					
Indicadores Financieros Año Base 2012					
Ratios de Liquidez	2008	2009	2010	2011	2012
Ratio de Liquidez General o de Circulante (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	4,12	7,05	7,90	4,90	6,87
Prueba ácida (Activo Corriente - Inventario / Pasivo Corriente)	1,92	3,52	3,27	1,76	2,54
Capital de trabajo neto % (Activo Corriente - Pasivo Corriente) / Total Activos	69,04%	77,38%	83,16%	75,31%	80,10%
Ratios de Eficiencia					
Rotación de cuentas por cobrar (Ventas / Ctas. por Cobrar)	2,81	2,80	2,31	3,17	3,67
Rotación de cuentas por pagar (Costo de Ventas / Ctas. por Pagar)	10,16	16,00	9,50	7,26	12,35
Rotación de inventario (Ventas / Inventario)	2,27	2,40	1,58	1,65	1,99
Rotación de activos totales (Ventas Netas / Activos Totales)	1,11	1,08	0,88	1,00	1,18
Rotación de activos fijos (Ventas Netas / Activos Fijos)	12,68	11,03	18,42	19,03	19,20
Ratios de Endeudamiento					
Endeudamiento sobre activos (Total Pasivos / Total Activos)	35,99%	44,68%	36,83%	42,47%	29,22%
Apalancamiento (Total Pasivos / Total Patrimonio)	56,22%	80,78%	58,30%	73,82%	41,29%
Ratios de Rentabilidad					
Ganancias brutas sobre ventas (Utilidad Bruta / Ventas Netas)	43,18%	37,14%	37,42%	37,13%	34,48%
Ganancias netas sobre ventas (Utilidad Neta / Ventas Netas)	1,10%	0,74%	0,61%	1,16%	1,38%
ROA: Rendimiento sobre la Inversión (Utilidad Neta / Total Activos)	1,22%	0,80%	0,54%	1,16%	1,62%
ROE: Rendimiento sobre el Patrimonio (Utilidad Neta / Total Patrimonio)	1,91%	1,45%	0,85%	2,02%	2,29%

Anexo 3.7: Método de Flujo de Caja Libre con gradiente cruzado.

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.
Valoración de empresa mediante Método de Flujo de Caja Libre con gradiente cruzado
(Expresado en dólares estadounidenses)

CUENTA	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
UTILIDAD NETA	\$ 188.576,54	200.365,95	212.892,41	226.202,00	240.343,67	255.369,46	271.334,62	288.297,90	306.321,68	325.472,27	345.820,12
(+) DEPRECIACION	\$ 190.444,05	202.350,21	215.000,73	228.442,12	242.723,85	257.898,44	274.021,71	291.152,97	309.355,25	328.695,49	349.244,85
(+) AMORTIZACION	\$ 2.217,16	2.355,77	2.503,05	2.659,54	2.825,80	3.002,47	3.190,18	3.389,62	3.601,53	3.826,69	4.065,93
(+) VALOR RESIDUAL											\$ 8.000.000,00
EFCF FLUJO DE CAJA	\$ 381.237,75	\$ 405.071,93	\$ 430.396,19	\$ 457.303,66	\$ 485.893,33	\$ 516.270,36	\$ 548.546,51	\$ 582.840,49	\$ 619.278,46	\$ 657.994,46	\$ 8.699.130,90

Tasa de crecimiento g	6,25%
Tasa de descuento WACC	16,29%
Número de periodos	10
Valor residual	\$ 8.000.000,00
Valor de la empresa	\$ 4.167.262,46

Anexo 3.8: Método de Flujo de Caja Libre con gradiente.

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.
Valoración de empresa mediante Método de Flujo de Caja Libre con gradiente
(Expresado en dólares estadounidenses)

CUENTA	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
UTILIDAD NETA	\$ 188.576,54	200.365,95	212.892,41	226.202,00	240.343,67	255.369,46	271.334,62	288.297,90	306.321,68	325.472,27	345.820,12
(+) DEPRECIACION	\$ 190.444,05	202.350,21	215.000,73	228.442,12	242.723,85	257.898,44	274.021,71	291.152,97	309.355,25	328.695,49	349.244,85
(+) AMORTIZACION	\$ 2.217,16	2.355,77	2.503,05	2.659,54	2.825,80	3.002,47	3.190,18	3.389,62	3.601,53	3.826,69	4.065,93
EFCF FLUJO DE CAJA	\$ 381.237,75	\$ 405.071,93	\$ 430.396,19	\$ 457.303,66	\$ 485.893,33	\$ 516.270,36	\$ 548.546,51	\$ 582.840,49	\$ 619.278,46	\$ 657.994,46	\$ 699.130,90

Tasa de crecimiento g	6,25%
Tasa de descuento WACC	16,29%
Número de periodos	10
Valor de la empresa	\$ 2.398.919,51

Anexo 3.9: Método Valor Contable.

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. Valoración de empresa mediante Método del Valor Contable Estado de situación financiera Al 31 de Diciembre 2012 (Expresado en dólares estadounidenses)			
ACTIVO		PASIVO	
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Caja y Bancos	\$ 83.907	Cta. Dco. por Pagar local No Relacionados	\$ 160.848
Cta. Dco. por Cobrar No Relacionados	\$ 3.576.016	Cta. Dco. por Pagar exterior No Relacionados	\$ 406.327
Provisión cuentas incobrables	\$ (152.110)	Obligaciones Inst. Financieras local	\$ 797.410
Cuentas y Doc. por cobrar Relacionados	\$ 4.938	Otras Ctas. Por Pagar relacionadas locales	\$ 127.901
Otras Ctas. Por Cobrar No Relacionados	\$ 147.513	Otras Ctas. Por Pagar No relacionadas locales	\$ 31.259
Crédito tributario (iva)	\$ 1.300	Obligaciones adm. Tributaria	\$ 22.501
Crédito tributario (Renta)	\$ 252.757	Provisiones corto plazo	\$ 41.162
Inv. Materia Prima	\$ 3.510.190	Total Pasivo Corriente	\$ 1.587.407
Inv. Producto Proceso	\$ 396.956	Pasivo Largo plazo	
Inv. Suministros y materiales	\$ 1.505.309	Obligaciones Inst. Financieras Local	\$ 125.695
Inv. Producto Terminado y Almacén	\$ 1.467.987	Reserva para Jubilación patronal	\$ 546.133
Mercadería en tránsito	\$ 3.979	Préstamos de accionistas y compañías relacionadas local	\$ 1.142.095
Seguros pagados x anticipado	\$ 71.603	Total Pasivo Largo Plazo	\$ 1.813.922
Activos pagados x anticipado	\$ 10.982	Total del Pasivo	\$ 3.401.330
Otros activos corrientes	\$ 29.290		
Total Activo Corriente	\$ 10.910.618		
Activo Fijo		PATRIMONIO NETO	
Maq. Muebles, enseres y equipos	\$ 345.070	Capital suscrito	\$ 5.000.000
Maquinarias y Equipos	\$ 211.885	Aportes socios	\$ 3.000.000
Equipos de computación	\$ 76.978	Reservas	\$ 7.994
Vehículos	\$ 880.815	Reserva de Capital	\$ 363.790
Otros activos fijos tangibles	\$ 44.646	Utilidad no distribuida	\$ 9.893
(-) Depreciación Acumu. Act. Fijo	\$ (846.069)	(-) Pérdida acumulada	\$ (431.668)
Total Activo Fijo Tangible	\$ 713.326	Utilidad/Pérdida del Ejercicio	\$ 288.212
Activo Diferido		Total Patrimonio Neto	\$ 8.238.221
Marcas, Patentes	\$ 54.446	Total Pasivo y Patrimonio	\$ 11.639.550
(-) Amortización Acumulada	\$ (38.840)		
Total Activo Diferido	\$ 15.606		
Total del Activo	\$ 11.639.550		
<i>VE = Activos - Pasivos exigibles</i> <i>VE = Activos - Pasivos corrientes - Pasivos a Largo Plazo -Otros pasivos</i>			
<i>Total de Activos</i>	\$ 11.639.550		
<i>Pasivos Corrientes</i>	\$ 789.998		
<i>Obligaciones financieras</i>	\$ 923.104		
VE =	\$ 9.926.448,10		

Anexo 3.10: Método de Flujo de Caja Libre con Perpetuidad

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.
Valoración de empresa mediante Método de Flujo de Caja Libre con Perpetuidad
(Expresado en dólares estadounidenses)

DATOS

Tasa de crecimiento g	6,25%
Costo Apalancado RRPP	6,01%
WAAC	16,29%
Número de periodos	10
Tasa de Impuesto	23%
Gastos Intereses 2012	(\$ 240.252,21)
Inversión inicial (patrimonio)	\$ 8.000.000,00

Costos de la deuda después de impuestos

Costo de Deuda	9,33%
Impuesto	23%
Costo Neto de la Deuda	7,18%

	Proforma										
	Actual	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Capital circulante Neto (t-1) / ingresos (t)	50%	45%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Capital circulante neto (%*)	\$ 172.793	\$ 165.237	\$ 156.059	\$ 165.816	\$ 176.182	\$ 187.197	\$ 198.900	\$ 211.335	\$ 224.547	\$ 238.585	\$ 253.501
Deuda(Total del Pasivo)	\$ 3.401.330	\$ 3.613.974	\$ 3.839.912	\$ 4.079.975	\$ 4.335.046	\$ 4.606.064	\$ 4.894.026	\$ 5.199.990	\$ 5.525.083	\$ 5.870.500	\$ 6.237.511

VALOR TERMINAL	(1-b)(1+g)	\$ 115.117,38	\$ 1.915.377,48
	k-g	6,01%	

Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A.
Valor de los EFCFF desapalancados de la estrategia de crecimiento
Estimaciones del flujo de caja del periodo de planificación (FFCF)

FLUJO DE CAJA A PERPETUIDAD	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023
Ingreso operativo neto EBIT (Utilidad Operacional)	\$ 325.253	\$ 345.587	\$ 367.192	\$ 390.148	\$ 414.540	\$ 440.456	\$ 467.992	\$ 497.250	\$ 528.337	\$ 561.368	\$ 596.463	\$ 633.753
Menos: impuestos	\$ 23.366	\$ 24.827	\$ 26.379	\$ 28.029	\$ 29.781	\$ 31.643	\$ 33.621	\$ 35.723	\$ 37.956	\$ 40.329	\$ 42.851	\$ 45.529
NOPAT	\$ 301.886	\$ 320.760	\$ 340.813	\$ 362.120	\$ 384.759	\$ 408.813	\$ 434.371	\$ 461.527	\$ 490.381	\$ 521.039	\$ 553.613	\$ 588.223
Mas: amortización	\$ 2.217	\$ 2.356	\$ 2.503	\$ 2.660	\$ 2.826	\$ 3.002	\$ 3.190	\$ 3.390	\$ 3.602	\$ 3.827	\$ 4.066	\$ 4.320
Menos: CAPEX	\$ 2.217	\$ 2.356	\$ 2.503	\$ 2.660	\$ 2.826	\$ 3.002	\$ 3.190	\$ 3.390	\$ 3.602	\$ 3.827	\$ 4.066	\$ 4.320
Menos: variación en NWC	\$ 7.557	\$ 9.177	-\$ 9.757	-\$ 10.366	-\$ 11.015	-\$ 11.703	-\$ 12.435	-\$ 13.212	-\$ 14.038	-\$ 14.916	\$ 253.501	\$ 0
(=) FFCF	\$ 294.329	\$ 311.582	\$ 350.569	\$ 372.486	\$ 395.773	\$ 420.516	\$ 446.806	\$ 474.739	\$ 504.419	\$ 535.954	\$ 569.112	\$ 598.223
Costo de intereses	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994	-\$ 184.994
EFCF	\$ 109.335	\$ 126.588	\$ 165.575	\$ 187.492	\$ 210.779	\$ 235.522	\$ 261.812	\$ 289.745	\$ 319.425	\$ 350.960	\$ 384.118	\$ 413.229
Flujo a perpetuidad												\$ 1.915.377
EFCF perpetuidad	\$ 109.335	\$ 126.588	\$ 165.575	\$ 187.492	\$ 210.779	\$ 235.522	\$ 261.812	\$ 289.745	\$ 319.425	\$ 350.960	\$ 2.030.495	\$ 403.229

VALOR DE LOS RRPP VAN	\$ 2.684.495,72
------------------------------	-----------------

Total Pasivo Largo Plazo	\$ 1.813.922,18
---------------------------------	-----------------

VALOR DE LA EMPRESA = Valor de la deuda + Valor de RRPP	\$ 4.498.417,90
--	------------------------

Anexo 3.11: Resumen de Resultados de los Métodos aplicados para la Valoración de la Empresa.

Metodos Aplicados	Valoración en dolares \$
Método Cruzado	\$ 4,167,262.46
Método del Gradiente	\$ 2,398,919.51
Valor Contable	\$ 9,926,448.10
Método a Perpetuidad	\$ 4,498,417.90