

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**

**Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas**



**“EVALUACIÓN DE MÉTODOS DE VALORACIÓN PARA  
EMPRESAS PYMES COMERCIALES ECUATORIANAS”**

**TESIS DE TITULACIÓN**

**Previa a la obtención del Título de:**

**MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**

**JOHAN EDUARDO VALVERDE GALLEGOS**

**HÉCTOR GERARDO VILLACIS MOLINA**

**Guayaquil – Ecuador**

**2014**

## **AGRADECIMIENTO**

*Dedico todo este trabajo y sacrificio diario a Dios, quien ha mantenido mi vida en el sentido correcto y quien me ha dado toda la fortaleza para luchar y superarme cada día.*

*A mi hermosa familia, principalmente a mi mamá y papá quienes han sido la base fundamental para que yo haya podido llegar a estas instancias, quienes con su sacrificio diario y atención incondicional han velado por mí y mis hermanas toda la vida.*

*A mi linda novia Mayra que ha sido un pilar fundamental para alcanzar la culminación de mi maestría ya que con su apoyo incondicional, motivación y paciencia supo dar armonía y balance en el alcance de esta meta.*

*A mi hermosa abuelita y a mis tías que nunca se alejan de mí y me han dado siempre su tiempo y cariño.*

*A mi compañero de tesis Héctor con quien entable una gran amistad a lo largo de estos años y que gracias a su capacidad y actitud hemos logrado culminar este proyecto.*

***Johan Eduardo Valverde Gallegos***

*Dedico todo este trabajo y sacrificio diario a Dios, por ser fortaleza diaria en la culminación de este trabajo.*

*A mi esposa e hijo quienes con su comprensión, cariño y respaldo a mi ausencia en mis numerosas horas de estudio me dieron aquel apoyo incondicional y motivación necesaria para culminar con éxito esta etapa de mi carrera profesional.*

*A mis padres por ser siempre guía en mis decisiones y estar presente en cada una de las etapas de mi vida.*

*A mi compañero de tesis Johan con quien entable una gran amistad a lo largo de estos años y que gracias a su capacidad y actitud hemos logrado culminar este proyecto.*

***Héctor Gerardo Villacís Molina***

## **TRIBUNAL DE GRADUACIÓN**

---

PhD Katia Rodríguez Morales

**Presidente del Tribunal de Trabajo de Titulación**

---

M.Sc. María Elena Romero Montoya

**Director del Proyecto**

---

Ing. Roberto Palacios

**Revisor 1**

---

Mgstr. Martha Aguilar Guerrero

**Revisor 2**

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

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

---

Johan Eduardo Valverde Gallegos

---

Héctor Gerardo Villacis Molina

## ÍNDICE GENERAL

<b>AGRADECIMIENTO</b> .....	ii
<b>TRIBUNAL DE GRADUACIÓN</b> .....	iv
<b>DECLARACIÓN EXPRESA</b> .....	v
<b>ÍNDICE GENERAL</b> .....	vi
<b>RESUMEN</b> .....	viii
<b>ÍNDICE DE ILUSTRACIONES</b> .....	x
<b>ÍNDICE DE TABLAS</b> .....	xi
<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	1
<b>1.1 Antecedentes</b> .....	1
<b>1.2 Definición del problema</b> .....	4
<b>1.3 Alcance</b> .....	6
<b>1.4 Justificación</b> .....	6
<b>1.5 Objetivos</b> .....	7
<b>1.6 Metodología</b> .....	7
<b>2. REVISIÓN DE LA LITERATURA</b> .....	9
<b>2.1 Definición de valoración</b> .....	9
<b>2.2 Antecedentes de la Valoración de empresas</b> .....	10
<b>2.3 Objetivos de la valoración</b> .....	10
<b>2.4 Métodos de Valoración de Empresas</b> .....	11
<b>2.4.1 Método de Balance General</b> .....	13
<b>2.4.2 Método de múltiplos o comparables</b> .....	16
<b>2.4.3 Métodos de descuento de flujo de fondos</b> .....	20
<b>2.4.4 Opciones reales</b> .....	22
<b>2.4.5 Resultado del análisis comparativo de los diferentes métodos de valoración de empresas.</b> .....	22
<b>3. ANÁLISIS DE FRUDONMAR S.A.</b> .....	24
<b>3.1 Análisis PEST</b> .....	25
<b>3.1.1 Político</b> .....	25
<b>3.1.2 Económico</b> .....	28
<b>3.1.3 Social</b> .....	30
<b>3.1.4 Tecnológico</b> .....	32
<b>3.2 Fuerzas de Porter</b> .....	33
<b>3.2.1 Poder de negociación de los clientes</b> .....	33
<b>3.2.2 Poder de negociación de los proveedores</b> .....	34

3.2.3	Amenaza de nuevos entrantes .....	35
3.2.4	Amenaza de productos sustitutos.....	37
3.2.5	Rivalidad entre los competidores .....	39
3.2.6	Matriz de evaluación global de la industria .....	40
3.3	Análisis Interno.....	41
3.3.1	Análisis financiero de la empresa.....	41
4.	VALORACIÓN DE FRUDONMAR S.A. ....	57
4.1	Valoración por el Método de Balance General .....	57
4.2	Valoración por el Método de descuento de flujo de fondos .....	58
4.3	Análisis y comparación de resultados.....	69
5.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	71
	Referencias .....	74

## RESUMEN

En la actualidad la importancia de la valoración de las empresas o negocios a nivel mundial es mayor, ya que los avances tecnológicos de comunicación y transporte, han permitido el desarrollo de los mercados internacionales y con ello la competitividad entre las empresas es aún mayor, debido que todas buscan obtener un mayor beneficio y la maximización de la riqueza del inversionista.

Con el desarrollo de los mercados a nivel mundial surgen varias razones que justifican la importancia de determinar el valor aproximado de un negocio o inversión, entre la cuales se puede citar según (Ribeiro, 2010):

1. Transferencia de la Propiedad (transacciones de compra y venta)
2. Obtención de Financiamiento
3. Asesoramiento en Inversiones de Cartera
4. Procesos Judiciales
5. Asuntos Contables
6. Asuntos Impositivos
7. Planeamiento estratégico

En el ámbito local, el nivel de transacciones de compra y venta de compañías, no es tan alto comparado con los niveles internacionales, debido a que la información de las compañías no es de fácil accesibilidad como en países con un mercado bursátil desarrollado.

A más de esta razón de transferencia de la propiedad de compañías para justificar la valoración de una empresa, se encuentran otras razones más comunes para los mercados latinoamericanos como la evaluación de una nueva inversión (planeamiento estratégico) o los efectos de una nueva estructura de capital (obtención de financiamiento).

Debido a esta necesidad encontrada para el mercado local y la importancia de la valoración de las empresas que será aún mayor a medida que pase el tiempo y el mercado ecuatoriano vaya evolucionando, se pretende en esta investigación establecer un método de valoración adecuado para las PYMES del Ecuador, ya que, representan un 95% de las unidades productivas del país, generan el 60% de empleo y participa del 50% de la producción, según informe publicado por la CEPAL (2013).

Para esto se toma a la empresa FRUDONMAR S.A como objeto de estudio, ya que debido a su proyección hacia el exterior que realizará en los próximos años se ha visto en la necesidad de conocer su valor en el mercado, para lo cual se realizara un análisis entre dos



metodologías para valorar la empresa, la cual está clasificada como PYMES y poder establecer ciertos parámetros que sirvan de guía para las demás Pymes del Ecuador que tengan características similares.

El objetivo de la valoración de la empresa FRUDONMAR S.A. es determinar el valor actual aproximado que podría tener la compañía en el mercado, para que sirva de referencial y comparativo con el valor actual obtenido de la proyección que realizará la empresa aplicando la estrategia de apertura de capital, usando como base este mismo estudio.

Los métodos que se utilizarán será el método contable de patrimonio versus el flujo de caja descontado (APV). Cabe indicar que la metodología de comparables no es aplicable para este caso ya que en el mercado ecuatoriano la información de las compañías y de las industrias es muy escasa.

Finalmente se mostrará cuál de los 2 métodos planteados arriba mencionados es el más idóneo en la valoración según la percepción de los autores.

Se determinará cuál de los 2 resultados será el más adecuado de acuerdo a las condiciones de la compañía y de mercado, mediante un análisis de ventajas y desventajas, el cual será validado por los accionistas de la compañía, de acuerdo a su percepción.

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 2.1 Métodos de Valoración de la Empresa.....	12
Ilustración 2.2 Valor del Negocio, Valor sustancial y Valor llave.....	15
Ilustración 2.3 Múltiplos del valor del Negocio y del Capital Accionario.....	18
Ilustración 3.1 Nuevo listado arancelario de productos según Resolución No. 011-2015..	26
Ilustración 3.2 Balanza Comercial del Ecuador (2011-2014) .....	28
Ilustración 3.3 Población en millones de habitantes (2015-2020).....	30
Ilustración 3.4 Indicadores de Pobreza y Desigualdad (Dic 2007- Mar 2015) .....	31
Ilustración 3.5 Principales productos de FRUDONMAR S.A. ....	42
Ilustración 3.6 Estado de resultado FRUDONMAR S.A. (2010 - 2014) .....	46
Ilustración 3.7 Evolución de ventas y utilidades FRUDONMAR S.A. (2010 - 2014) .....	47
Ilustración 3.8 Estructura de capital FRUDONMAR S.A. en miles de \$ (2010 - 2014) ....	51
Ilustración 3.9 Principales indicadores de rentabilidad FRUDONMAR S.A. (2010 - 2014) .....	55
Ilustración 4.1 Formula de Capital de Trabajo Neto .....	62

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1 Índice de Percepción de Corrupción, Ecuador (2000 - 2014) .....	25
Tabla 3.2 Principales indicadores económicos, Ecuador (2014 - 2015) .....	29
Tabla 3.3 Evaluación del poder de negociación de los clientes .....	33
Tabla 3.4 Evaluación del poder de negociación de los proveedores .....	35
Tabla 3.5 Evaluación de amenaza de nuevos entrantes .....	36
Tabla 3.6 Evaluación de productos sustitutos .....	38
Tabla 3.7 Evaluación de rivalidad entre los competidores .....	39
Tabla 3.8 Matriz de evolución global de la industria .....	40
Tabla 3.9 Ingresos anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014) .....	41
Tabla 3.10 Ingresos totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	41
Tabla 3.11 Costos anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	43
Tabla 3.12 Costos totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014) .....	43
Tabla 3.13 Gastos anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	44
Tabla 3.14 Gastos totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014) .....	44
Tabla 3.15 Estado de Pérdidas y Ganancias anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).	45
Tabla 3.16 Estado de Pérdidas y Ganancias totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014) ..	45
Tabla 3.17 Información adicional del Estado de P&G totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	46
Tabla 3.18 Cuentas de activo anuales del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	48
Tabla 3.19 Variaciones de las cuentas de activo del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014) .....	49
Tabla 3.20 Cuentas de pasivo anuales del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	50
Tabla 3.21 Cuentas de patrimonio anuales del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	51
Tabla 3.22 Estructura de capital de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	51
Tabla 3.23 Indicadores de Liquidez de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014) .....	52
Tabla 3.24 Promedio de Indicadores de Liquidez de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)	52
Tabla 3.25 Indicadores de Solvencia de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014).....	53

Tabla 3.26 Promedio de Indicadores de Solvencia de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)	53
Tabla 3.27 Indicadores de Gestión de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)	54
Tabla 3.28 Promedio de Indicadores de Gestión de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014 ...	54
Tabla 3.29 Indicadores de Rentabilidad de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)	55
Tabla 3.30 Promedio de Indicadores de Rentabilidad de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)	55
Tabla 4.1 Método Contable de Balance General. Valorización de FRUDONMAR S.A....	58
Tabla 4.2 Proyecciones 2015 FRUDONMAR S.A.	59
Tabla 4.3 Supuestos para proyecciones anuales de FRUDONMAR S.A. (2015 – 2020)...	59
Tabla 4.4 Proyección de Estado de P&G de FRUDONMAR S.A. (2015 – 2020)	60
Tabla 4.5 Proyección de Información adicional de Estado de P&G de FRUDONMAR S.A. (2015 – 2020)	60
Tabla 4.6 Efecto combinado de Participación a trabajadores e Impuesto a la Renta	61
Tabla 4.7 Estimaciones de NOPAT (2015 – 2020)	61
Tabla 4.8 Capital destinado a inversiones, Capex (2015 – 2020)	62
Tabla 4.9 Estimación de la variación de Capital de Trabajo Neto (2015 – 2020)	63
Tabla 4.10 Estimación de los flujos de caja desapalancados (2015 – 2020)	63
Tabla 4.11 Apalancamiento del beta de la industria	64
Tabla 4.12 Estimación del costo de capital (CAPM)	65
Tabla 4.13 Estimación del costo de la deuda	65
Tabla 4.14 Estimación del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)	66
Tabla 4.15 Estimación del valor presente de los flujos de caja desapalancados (2015 – 2020)	66
Tabla 4.16 Estimación del valor presente de los beneficios fiscales (2015 – 2020)	67
Tabla 4.17 Estimación del valor residual	68
Tabla 4.18 Método de Flujo de fondos descontados modelo APV. Valorización de FRUDONMAR S.A.	68

# **1. INTRODUCCIÓN**

## **1.1 Antecedentes**

Según (Sanjurjo & Reinoso, 2003) en las últimas décadas los métodos de valoración de empresas han ido evolucionando de tal manera que han surgido nuevas perspectivas, objetivos y visiones de las empresas en cuanto a su proyección en el futuro, desde los métodos de valoración Estáticos (valor de la empresa en un momento de tiempo) hasta los métodos Dinámicos (valor de la empresa basado en flujos futuros).

Dado estas circunstancias y los efectos de la globalización alrededor del mundo, es de vital importancia para las empresas conocer y determinar su valor en el mercado. Para esto, existen diversos tipos y metodologías para valorar las mismas, por lo tanto no se puede decir cuál es el método más apropiado para valorar una empresa, ya que intervienen muchos factores internos y externos.

Ante la importancia a nivel mundial del concepto de valorar una empresa y debido a la evolución y crecimiento que está teniendo el mercado ecuatoriano, se pretende establecer ciertos parámetros que puedan ayudar a valorar una empresa local, siendo más específico el sector de las PYMES.

Según lo establece el Servicio de Rentas Internas (SRI) del Ecuador, se conoce como PYMES al conjunto de pequeñas y medianas empresas que de acuerdo a su volumen de ventas, capital social, cantidad de trabajadores, y su nivel de producción o activos presentan características propias de este tipo de entidades económicas.

De acuerdo al informe presentado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL (2013), las PYMES representan un 95% de las unidades productivas del Ecuador y participan del 50% de la producción del país, una de sus mayores fortalezas es la capacidad de generar empleo alrededor de un 60%.

La empresa que será objeto de esta investigación será FRUDONMAR S.A., la cual pertenece a la categoría PYMES y se encuentra dentro del sector comercial de las frutas.

El Ecuador posee un amplio reconocimiento de ser un país productor y exportador de frutas tropicales, entre los frutos más importantes se destacan principalmente: el banano,

piñas, mangos, papayas y maracuyás, limones, chirimoyas, así como otras frutas de clima tropical y templado.

Gracias a nuestra geografía y a las amplias variaciones climáticas entre una región y otra, el país es un lugar privilegiado para el cultivo de frutas tropicales, este tipo de frutas tiene como características principales el ser completamente naturales, sabores concentrados, colores y aromas. En su mayoría, se consideran como frutas exóticas, las mismas que son altamente apetecidas en otros mercados representado una excelente oportunidad comercial, tanto como fruta fresca, pulpa de frutas, jugos o frutas deshidratadas.

Entre otras frutas que se cultivan en clima tropical, resaltan además melones, cítricos, aguacates, pitahayas. Dentro de la zona costera ecuatoriana, también se produce tomate de árbol, granadillas, naranjillas, zapotes, babaco, taxo, entre otros frutos.

Sin embargo, uno de los principales socios-proveedores de este otro tipo de frutas cuya producción es menos variada, mínima o inexistente en el país es Chile. La producción y exportación de frutas de Chile ha ido extendiéndose a lo largo de las últimas décadas posicionando a Chile entre los mayores exportadores de fruta fresca en el hemisferio sur.

Entre los 10 principales productos que Ecuador importa de Chile se encuentran principalmente las manzanas de diferentes variedades (royal, gala, pink lady) estas variedades son muy populares entre los consumidores tanto de la sierra como de la costa, estas representaron en el 2011 un total de US\$22,18 millones de dólares (FOB), la pera de diferentes variedades (Packham's y Beurre Bosc) representaron cerca de \$7 millones de dólares y la uva (verde, red, con o sin semilla) ocupando el noveno lugar con un total de US\$8.60 millones de dólares (FOB) hasta Octubre del 2011.

En una lista un poco más extensa se encuentran otro tipo de frutas frescas y frutos secos provenientes de Chile que tienen excelente acogida entre el consumidor ecuatoriano, especialmente de la sierra. Estos productos se llaman carozos entre los cuales se puede nombrar: nectarines, ciruela y duraznos. Así también se importan variedad de peras, kiwis, naranjas, cerezas, pasas y nueces. Estas frutas están disponibles de acuerdo a la estación del año.

El consumidor ecuatoriano ha encontrado en estos productos calidad y variedad respecto a los productos propios del mercado local. Haciendo que en los últimos años las importaciones de estos productos hacia nuestro país se incrementen.

Existen varias empresas importadoras de productos chilenos en nuestro país encontrándose las más importantes en la ciudad de Guayaquil. Estas empresas importadoras representan cerca del 75% del total de las importaciones de estos productos hacia el Ecuador.

La compañía FRUDONMAR S.A., sobre la cual se realizó el análisis inicia sus actividades por el año 90 dedicándose a la importación de frutas frescas teniendo en sus inicios como producto estrella manzanas en sus diferentes variedades y presentaciones, peras y uvas. Posteriormente la compañía incrementa su línea con nuevos productos como nectarines, ciruelas, duraznos productos traídos principalmente de Chile y en un porcentaje menor de EEUU a mediados del año 2005. Luego comienza a importar kiwis también de procedencia chilena, naranja (Chile y EEUU) y cereza la misma que un comienzo era exclusivamente importada de Chile para los últimos meses del año.

Actualmente se importa una pequeña cantidad desde Estados Unidos durante los meses de Julio, Agosto y Septiembre.

El crecimiento de la compañía ha sido vertiginoso. Durante sus 21 años la compañía ha cambiado tres veces de localización hasta ubicarse permanentemente en la vía Durán - Boliche.

La compañía a través de estos tres últimos años ha venido consolidándose hasta ocupar una participación del mercado del 25% donde sus tres principales productos son la manzana con un 45% sobre el total de ventas, en segundo lugar la uva con un 25% y otros- varios con un 30% esta participación actual se debe a un crecimiento sostenido a lo largo del tiempo en que la compañía empezó sus operaciones y a pesar que en el año 2008 la compañía prácticamente no refleja un crecimiento en ventas a nivel de volúmenes, en el año 2009, el Presidente Rafael Correa aplicó una medida de restricción a las importaciones de 647 partidas. Lo que para muchos sectores sería un año atípico al crecimiento, resultó ser lo contrario para la empresa favoreciéndola. Gracias a estas medidas arancelarias tomadas por el gobierno se mostró un crecimiento en volúmenes de ventas del 14.70%.

Entre los clientes con que la compañía cuenta podemos mencionar que del 100 por ciento un 20% está destinado a proveer supermercados a nivel nacional, un 78% de las importaciones está destinado a los mayoristas provenientes de la sierra que tienen sus locales en mercados de transferencias, y un 2% a minoristas. A nivel nacional la empresa importadora cuenta con dos grandes competidores directos cuyos productos también son provenientes de Chile y Estados Unidos en un pequeño porcentaje.

Sin embargo, la ventaja competitiva que posee la compañía es la representación exclusiva de una de las marcas más cotizadas a nivel nacional en Chile con lo cual se asegura precio y calidad.

Existen también pequeños importadores de frutas chilenas que representan a nivel nacional el 12% del total de importaciones provenientes de ese país. También los supermercados a nivel nacional realizan importaciones esporádicas de estos productos a pequeños productores de Chile con el afán de buscar mejores precios. Sin embargo, esta práctica no es significativa ni disminuye el nivel de compra que hacen a la compañía.

## **1.2 Definición del problema**

El presente proyecto tomará como punto de partida estudios realizados en Latinoamérica y Europa (Ribeiro & Anson, 2007; Asociación Española de Contabilidad y Administración, 2004) respaldados por encuestas a auditores y expertos en valoración de empresas para determinar la frecuencia de los métodos de valoración de empresas más utilizados en la actualidad. Ribeiro y Anson (2007) concluyen que la metodología de mayor frecuencia utilizada para la valoración de una empresa en Brasil son los métodos basados en flujo de caja e indican “que este método constituye el único método de valoración conceptualmente correcto y que considera las perspectivas futuras de la empresa” (p.137). Los modelos de valoración de empresas basados en el balance patrimonial o método contable se encontraron en segundo lugar, según el mismo estudio.



Por otro lado la Asociación Española de Contabilidad y Administración (2004) indica que el modelo contable de valoración de empresas es un modelo de escasa utilización, ya que no considera la inflación ni el goodwill (valor agregado de la empresa), aspectos que son muy importantes dentro de una valoración.

Para (Pereyra, 2008) el método más utilizado por los expertos para la valorización de empresas sobre todo en Latinoamérica es el flujo de caja descontado basado en el concepto de considerar a la empresa como una generadora de fondos.

Afirmación que fue confirmada por Damodarán, mediante una consulta hecha por los autores del presente estudio, a través de correo electrónico, en el cual respondió lo siguiente:

Todo lo que el método de Flujo de Caja descontado hace, es asumir que el valor de una empresa está en función de sus flujos de efectivo, riesgo y crecimiento potencial. Esto es cierto sin importar si es una pequeña o grande empresa, en un mercado emergente o desarrollado. La manera en que se ajuste el riesgo y crecimiento potencial y la manera en que se estime el flujo de efectivo es lo que hace la diferencia entre una pequeña o grande empresa en diferentes países (Anexo 1).

(Fernández, 2008) experto reconocido en el tema de valoración de empresas también propone al método de flujo de caja descontado como “un método de valoración conceptualmente correcto”. De la misma manera que los anteriores autores, supone que el valor de una empresa en marcha proviene de su capacidad de generar dinero y debido a esto su valoración sería por consiguiente, traer esos valores de flujos futuros descontados con una tasa correcta a valor presente.

(Ribeiro, 2010) manifiesta “El método asume que los flujos de fondos que son generados por la empresa determinan el valor económico de la misma”. De modo que este método sería el más idóneo para valorar la empresa.

(Rojo Ramírez & Perez de Lema, 2006) concluyen en su trabajo luego de haber realizado un estudio en España, sobre los métodos más utilizados y las razones para aplicarlo, que el método de flujo de caja descontado encabeza la lista.

(Sequeda, 2014) “cataloga al método de flujo de caja descontado como el más completo para hacer una aproximación muy confiable del valor de la firma. Este método toma en cuenta tanto la historia y el presente como el futuro de la empresa con base en la gestión de la gerencia de la compañía, lo que está haciendo y lo que proyecta hacer con la compañía en el futuro.”

### **1.3 Alcance**

Bajo la lectura de estos estudios y la respuesta convincente de Damodarán se pretende tomar como objeto de estudio a la empresa FRUDONMAR S.A. de la cual se tiene la información contable y financiera a disponibilidad.

Según la Superintendencia de Compañías del Ecuador (2014), FRUDONMAR S.A. tendrá por objeto las siguientes actividades: operadora de servicios portuarios y aduaneros, importación, exportación y comercialización de toda clase de frutas frescas.

En el presente estudio se pretende determinar la metodología de valoración de empresas más apropiada para la empresa FRUDONMAR S.A., aportando de esta manera al sector de importación de perecibles del Ecuador con información válida para el resto de compañías del mismo tipo.

Los estados financieros referenciales para la proyección de los flujos de FRUDONMAR S.A. serán de los últimos 5 periodos contables (2010 al 2014), con esto se ajustarán los parámetros para hacer la proyección de los siguientes 5 años (2015 al 2020), tomando en consideración las nuevas reformas arancelarias que rigen desde este año y que afectaran a la compañía en su trayectoria.

### **1.4 Justificación**

Desde el 2005 la empresa FRUDONMAR S.A., ha tenido un crecimiento constante y parte de este crecimiento ha requerido que la compañía estructure de mejor manera sus estados financieros con la finalidad de encontrar facilidad a la hora de acceder a créditos.

Encontrar un método de valoración apropiado para la empresa objeto de estudio será uno de los resultados más relevantes del proyecto, ya que en la actualidad existen varias metodologías útiles, pero las circunstancias internas de cada empresa y aspectos socioeconómicos del país en que radica serán los factores determinantes para encontrar el método más apropiado de valoración para este tipo de empresas.

Debido a la proyección de la compañía de crecer en un futuro hacia el exterior, esta ha visto la necesidad de encontrar una metodología óptima que le permita conocer y tener una valoración adecuada de la misma.

## **1.5 Objetivos**

### **1.5.1 Objetivo General**

Determinar el modelo idóneo de valoración para FRUDONMAR S.A (PYME comercial del Ecuador) acorde a la literatura existente, opinión de autores reconocidos en el tema y la valoración práctica realizada en este estudio.

### **1.5.2 Objetivos específicos**

- Elaborar un análisis comparativo de los distintos métodos de valoración de empresas.
- Realizar un análisis de los factores externos e internos de la compañía FRUDONMAR S.A, previo a la valoración.
- Aplicar la valoración a FRUDONMAR S.A. mediante el método de Flujo de Caja Descontado y el Método Contable y realizar la comparación de sus resultados.
- Definir los supuestos bajo los cuales deberían comportarse las variables que componen los 2 modelos de valoración propuestos en este caso de estudio para las PYMES del Ecuador.

## **1.6 Metodología**

El presente estudio no experimental basa su metodología en un enfoque cuantitativo, con un diseño longitudinal o evolutivo usando un tipo de investigación de tendencia.

Tendencia: donde la información preliminar se obtendrá de la base de datos del departamento Financiero y Contable de la compañía FRUDONMAR S.A. La recolección, manipulación y estudio de dicha información se realizará IN SITU (en la misma compañía).

La fuente primaria de información será la recibida directamente por el departamento Financiero-Contable, con la cual se definirán la tendencia en un rango de 5 años para poder determinar las variables necesarias para la valorización de la empresa FRUDONMAR S.A. y llevar a cabo el análisis y obtener los resultados del estudio. Los datos a solicitar son los siguientes:

- Balance General 2010 al 2014: datos que demuestran la situación general de la empresa y el detalle de las cuentas que la estructuran.
- Estados de Resultados 2010 al 2014: información que indica los movimientos de entrada y salida de dinero que tiene la compañía en un periodo de tiempo.
- Estado de Flujo de Efectivo 2010 al 2014: provee la información detallada acerca de las entradas y salidas de efectivo de la empresa.

A través de la aplicación de los métodos presentados para la valoración de empresas se determinará mediante comparación y un breve análisis del entorno ecuatoriano la relevancia del método de flujos futuros con respecto al método contable.

## 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

### 2.1 Definición de valoración

La valoración de empresas es una herramienta financiera utilizada en ciertas oportunidades de negocio de mucha importancia para conocer o comprobar el valor de la firma en el mercado. Este proceso tiene como propósito estimar el valor económico de la empresa y su capacidad de generar renta en el futuro.

Esta herramienta no solo debe ser usada para un objetivo específico en un momento determinado sino que debería ser usado por los tomadores de decisiones como herramienta para planificación estratégica a mediano y largo plazo.

(Sequeda, 2014), indica que la valoración de empresas depende de varias circunstancias que se deben de analizar, como lo son la historia financiera contable de la empresa, la metodología a utilizar, la cultura de la gerencia así como la economía donde se desarrollan. Para Sequeda la valoración de una compañía independientemente de la metodología que utiliza, es un hecho subjetivo, por lo tanto, se deberá establecer límites de acuerdo con el uso al cual se destine, jugando un papel importante, las negociaciones entre las partes involucradas.

Para (Fernández, 2008) “la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejoras con la experiencia.

Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración?”

(Ribeiro, 2010) indica que “La *valuación de una empresa* es el proceso de estimación del valor de un negocio y de las participaciones que representan derechos sobre los flujos de fondos producidos por dicho negocio”.

De acuerdo con (López & Luna, 2001) “una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la valoración”.

Estas definiciones nos dejan ver que el componente subjetivo está muy presente en el proceso de valoración de empresas y que el o los responsables de valorar la firma deberían

tener un amplio conocimiento no solo de la empresa sino de los factores externos que la afectan. Los mismos deben ser cautelosos en dejarse llevar por criterios sesgados que podrían significar resultados incorrectos.

Con el fin de validar dicho proceso de valoración sería correcto que las partes interesadas en los resultados de la misma soliciten que se corroboren las premisas utilizadas para el proceso.

## **2.2 Antecedentes de la Valoración de empresas**

Uno de los pioneros en el tema de la valoración de empresa fue el Phd. John Burr Williams (1899-1989) quien en 1938 en su tesis doctoral “The Theory of Investment Value” (La Teoría del Valor de la Inversiones) analiza la articulación entre la teoría de los flujos de caja descontados para la valoración y en especial la valoración en base con los dividendos.

Williams (1938) demostró que formulas financieras ordinarias podrían ser usadas para calcular el valor de acciones comunes mediante el flujo futuro descontado de dividendos.

Franco Modigliani y Merton Miller (1958) presentaron su Teorema Modigliani-Miller, donde sostienen que el valor de una compañía no depende de la estructura de capital de la firma. Ellos demostraron que en ausencia de impuesto y en un mercado de capitales perfectos, la estructura de capital era irrelevante. El Teorema plantea que el valor de una empresa depende únicamente de su capacidad generadora de renta. En 1968, Modigliani – Miller modifican su Teorema incluyendo la parte impositiva y determina que la deuda no es neutral respecto al costo de capital promedio ponderado y el valor de la empresa misma.

## **2.3 Objetivos de la valoración**

Debido a los desafíos económicos que las empresas deben enfrentar actualmente es de vital importancia el conocer el valor real de su empresa con el fin de poder hacer frente a potenciales dificultades y establecer iniciativas de solución que les permitan buscar nuevas oportunidades de crecimiento. Es por esto que elaborar una valoración de empresa permite un profundo análisis no solo cualitativo sino cuantitativo de la misma.

Para (Fernández, 2008) el valor de una empresa depende de los diferentes compradores que tenga el vendedor. Fernández nos da como ejemplo la situación de las empresas extranjeras con excelentes recursos tecnológicos que desean comprar una empresa local para ganar el prestigio del cual goza la misma en el país. La empresa extranjera valora el prestigio de la marca que la empresa local tiene mas no sus recursos como las instalaciones, maquinarias, capital humano etc. Sin embargo, para la empresa local, tanto su prestigio como sus recursos materiales son igual de valiosos dado que pueden seguir produciendo.

Por lo tanto de acuerdo a ambos puntos de vista cada empresario tendrá una idea de cuánto valor tiene la empresa.

Existen diversas razones para determinar el valor de una empresa, (Fernández, 2008) menciona entre las principales:

- Operaciones de compra-venta.
- Valoraciones de empresa cotizadas en Bolsa.
- Salidas a Bolsa.
- Herencias y testamentos.
- Sistemas de remuneración basados en creación de valor.
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.
- Planificación estratégica: Para identificar las fuentes de creación o destrucción de valor, así como el impacto de las decisiones tomadas en dichas fuentes.
- Procesos de arbitraje.

## **2.4 Métodos de Valoración de Empresas**

Existen diferentes metodologías mediante las cuales se pretende realizar una efectiva valoración de la empresa entre las cuales las que comúnmente se realizan son:

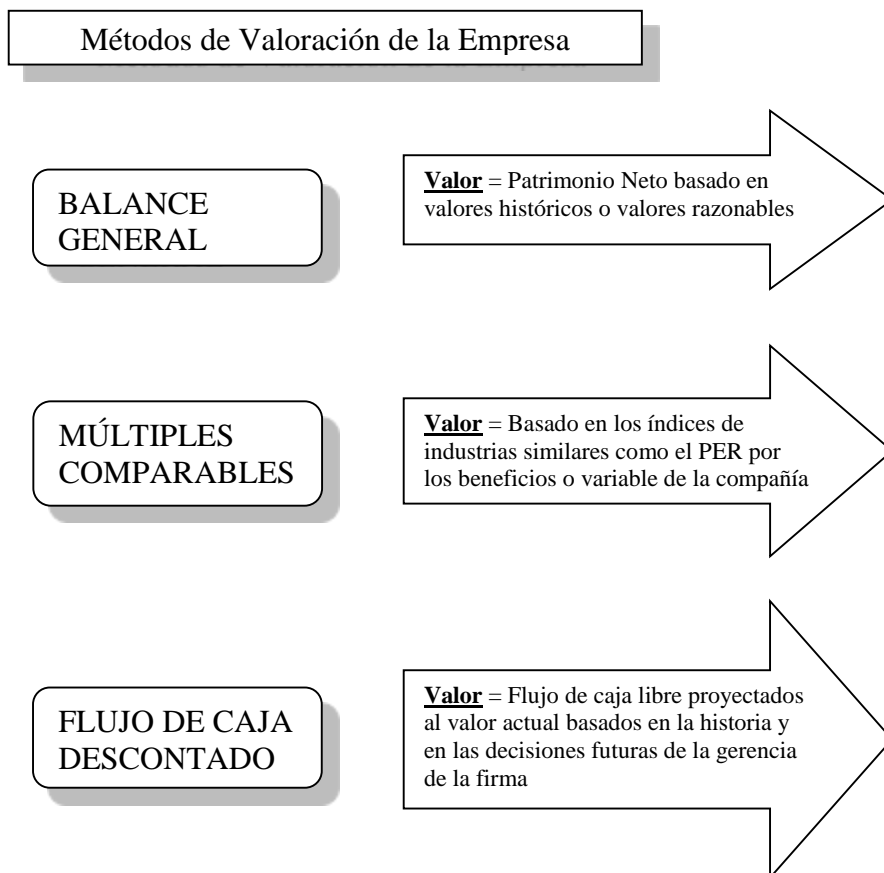
Balance General

Múltiplos – Comparables

Flujo de Caja Descontado

Estas 3 metodologías pese a que tiene un mismo objetivo general el cual es determinar el valor de una empresa, pueden llegar a tener entre ellas resultados tan diferentes y dispersos de valor, que por ello es importante conocer cuál es el propósito para realizar la valoración de la empresa, así como también conciliar entre las partes interesadas el método más idóneo que satisfaga los intereses de ambas.

Ilustración 2.1 Métodos de Valoración de la Empresa



Fuente: (Reyes, 2014)

La figura 1 describe de manera resumida los tres métodos más comunes para valorar una compañía así como la base por la cual estiman el valor de la empresa, de esta manera se observa que para los dos primeros métodos la información histórica así como las cifras e



índices como resultado de su gestión para una fecha determinada es lo necesario para determinar un valor; mientras la tercera metodología la de flujo de caja descontado tiene su base en la historia y en las decisiones futuras de la gerencia de la empresa.

#### **2.4.1 Método de Balance General**

Según (Reyes, 2014), el método de balance general es sencillo para efectos de cálculo, dado que obtiene las cifras históricas del Balance General cuyos datos se registran mediante los principios de contabilidad generalmente aceptados, los cuales están estandarizadas por las Normas Internacionales de Información Financiera o por los establecidos por la Junta de Normas de Contabilidad Financiera de los Estados Unidos.

Estas cifras históricas, si la firma se encuentra en un país con alta inflación y de acuerdo a las definiciones de los principios correspondientes tendrán el efecto de ajustes en ciertas cuentas que se afectan por esta situación.

Este método proporciona el valor desde una perspectiva estática dado que no considera la potencial evolución de la empresa en el futuro ni factores externos que podrían afectar su normal desarrollo como por ejemplo: problemas con el capital humano, factores legales o políticos, los mismos que no se ven reflejados en los estados financieros.

A continuación se presentaran con mayor detalle las diferentes metodologías de valoración basados en este método: el valor contable, el valor contable ajustado, el valor liquidación y valor sustancial.

##### *2.4.1.1 Valor contable*

“Es un método en el cual se toma como valor de la firma los activos netos de la compañía de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados a la fecha que se requiere el valor” (Sequeda, 2014).

Según (Ribeiro, 2010), considera a este método primero dentro del enfoque de Principio económico de reemplazo lo que quiere decir que un comprador o inversionista no pagaría por una empresa más allá de lo que le costaría crear una con exactamente el mismo funcionamiento.

Para (Sequeda, 2014), este método no conlleva mayor técnica salvo la de que todos los registros se encuentren contabilizados de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados y los cuales tienen que ver con las Normas Internacionales de Información Financiera.

Por lo tanto el punto de atención en este método es que los Estados Financiero se encuentren debidamente auditados por una Firma externa y cuya formula queda expresada de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la firma} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Total}$$

Para (Fernández, 2008), este criterio tiene un problema de definición debido a que la contabilidad relata la historia de la empresa bajo registros contables que estan sujetos a mucha subjetividad, el valor de las acciones por otro lado depende de las expectativas debido a esto prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor de mercado.

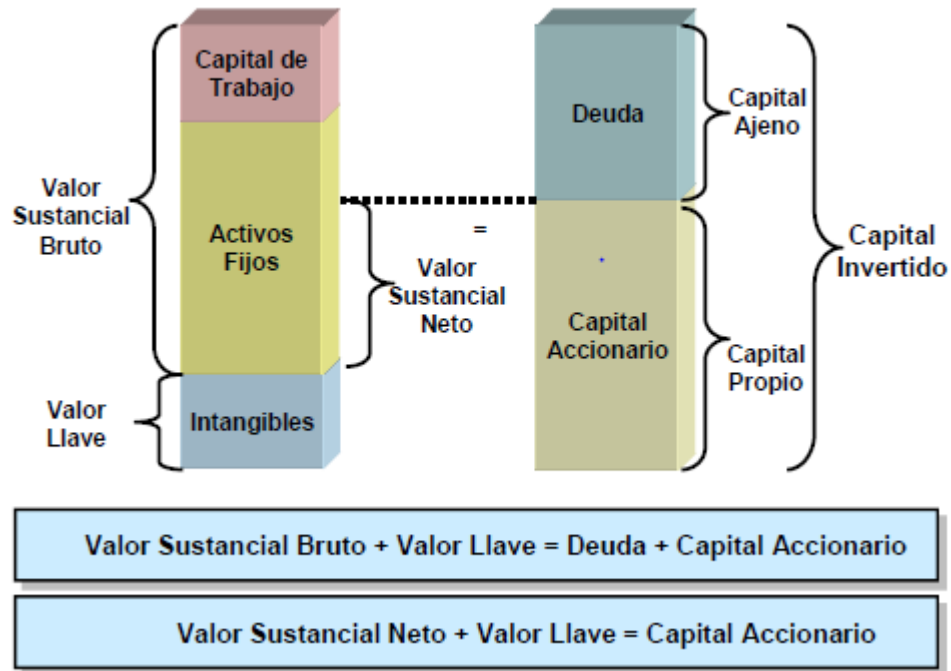
#### *2.4.1.2 Valor contable ajustado o valor del activo neto real*

Es el valor contable del Patrimonio Neto pero ajustándolo a precios de mercados. Este método ajusta los activos mediante tasaciones, aunque suele presentar problemas al momento de ajustar activos para los cuales no exista valor de mercado de referencia por lo que su valor de mercado conllevaría cierta subjetividad. (Labatut, 2005 Junio).

#### *2.4.1.3 Valor de llave*

Consiste en adicionar al valor contable ajustado el valor estimado de los activos intangibles que componen el “goodwill”. (Ribeiro, 2010).

Ilustración 2.2 Valor del Negocio, Valor sustancial y Valor llave



Fuente: (Ribeiro, 2010)

El gráfico 2 señala que el valor de la empresa es el valor de lo tangible más un valor de llave que si bien es cierto la contabilidad no lo registra por razones de objetividad y prudencia, el mismo existe en la medida que este aporte una rentabilidad mayor a la razonable o normal dado un nivel de riesgo.

#### 2.4.1.4 Valor de liquidación

(Labatut, 2005 Junio) señala que este valor de la empresa es aquel calculado en el supuesto de que la empresa cesare sus actividades. En otras palabras es el valor resultante de la venta de sus activos y la cancelación de sus deudas.

Este valor se calcula a partir de deducir del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio como son liquidaciones de empleados, impuestos y cualquier otro gasto propio del cese de actividad de la compañía. Este valor resultante debido a que se da al liquidar una compañía supone que el objetivo de este método está enfocado a esta situación específica y por ende es el valor mínimo ya que lo contrario supone que el negocio va a tener continuidad y por ende su valor sería mucho mayor.

#### *2.4.1.5 Valor sustancial*

Toma como base el valor de la inversión necesario para instalar una compañía de idénticas características y condiciones a las que se pretende. Este método considera los activos vinculados con la explotación incluido ciertos activos intangibles necesarios para el inicio de la operación y puesta en marcha del negocio y excluye aquello que no sirven para la explotación.

(Fernández, 2008), adiciona otra óptica para definir este método refiriéndose al valor de reposición de los activos en el supuesto de que la empresa continúe, lo cual se antepone al concepto de valor de liquidación.

#### **2.4.2 Método de múltiplos o comparables**

A diferencia del método de balance cuyo concepto es estático e histórico el método de múltiplos o comparables pertenece al grupo de métodos basados en conceptos dinámicos usando como base el estado de resultados de la empresa y así determinar el valor de la misma a través de múltiplos relacionados a la magnitud de sus beneficios, ventas u otros.

Este método sencillo en su aplicación compara el resultado del análisis obtenido a través del múltiplo de la empresa con resultados de empresas comparables en el mercado teniendo en cuenta lo difícil que pudiese ser encontrar información suficiente que permita determinar la comparabilidad no de una sino de varias empresas seleccionadas.

(Ribeiro, 2010), define el concepto de empresas comparables de la siguiente manera: “Dos empresas se consideran comparables cuando tienen flujos de fondos, crecimiento previsto y riesgo similar”.

El método de múltiplos o comparables se divide en 3:

Método de múltiplos de mercado (transacciones minoristas): este método es usado para valorar compañías de las cuales se pretenden comprar acciones pero sólo en posición minoritaria lo que quiere decir que no se pretende el control de la compañía.

Método de múltiplos de transacciones (transacciones mayoristas): a diferencia del método de múltiplos de mercados, el método de múltiplo de transacciones está enfocado a valorar compañías con la pretensión de comprar gran número de participaciones y tener el control.

Método de múltiplos técnicos: este método a diferencia de los dos anteriores toma el múltiplo del mercado que se obtiene de las diferentes transacciones de mercado mayoristas y minoristas. Este múltiplo relaciona el valor de la compañía con una variable técnica y no con una variable financiera como ocurre con los anteriores.

Estos múltiplos se pueden agrupar en dos tipos:

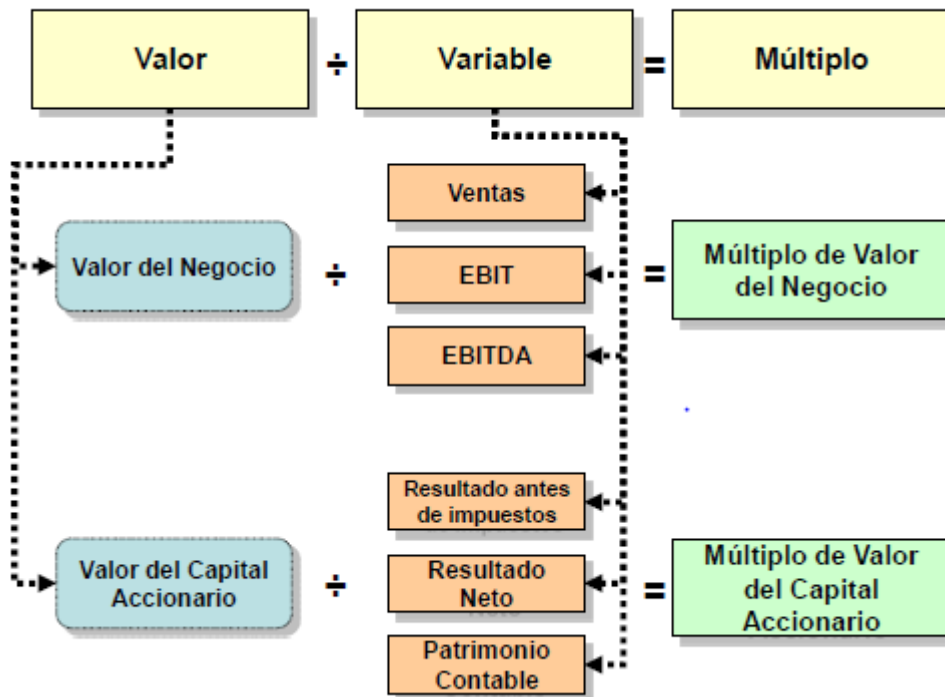
Múltiplo de valor de negocio: usa variables operativas para relacionarlas con el valor de la compañía que se compara. Estas variables operativas suelen ser: Ventas, EBIT o EBITDA.

Múltiplo de capital accionario: como su nombre lo indica relaciona el valor dado al capital accionario con variables relacionadas al capital accionario por ejemplo: Resultado antes de impuestos, RN (resultado neto) o VPC (valor patrimonial contable).

Generalmente cuando la pretensión es la adquisición de una compañía para obtener el control total de esta se usan los múltiplos de valor de negocio y cuando lo que se busca es solamente una posición minoritaria a modo de inversión de cartera se usa los múltiplos del valor de capital accionario. Dentro de estas observaciones se debe recordar que estas decisiones dependerán mucho de la postura del inversor y el para qué se busca tal o cual inversión. Así por ejemplo si una compañía busca adquirir otra bajo una óptica de estrategia de mercado con lo cual la adquisición de esa compañía le representaría tener toda la cadena de producción y distribución los múltiplos de valor de negocio son los que deben aplicarse ya que este al tener el control total puede cambiar la estructura de capital de forma que este

puede variar en aumento de valor de sus acciones, mientras que un inversor bajo la óptica de buscar rendimientos que diversifiquen su cartera sabe de antemano que deberá regirse bajo la estructura de capital de ese momento, establecida por los accionistas mayoritarios que tienen el control.

Ilustración 2.3 Múltiplos del valor del Negocio y del Capital Accionario



Fuente: (Ribeiro, 2010)

El gráfico 3 resume los múltiplos de valor y su aplicación. Los múltiplos para la valoración por el método de comparables frecuentemente utilizados son PER<sup>1</sup>, EBITDA<sup>2</sup> y el múltiplo de ventas.

#### 2.4.2.1 Múltiplo PER

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

<sup>1</sup> PER: Price/Earnings Ratio: Relación Precio/Beneficios

<sup>2</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization: beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

El múltiplo de PER relaciona el PBA que es el precio bursátil de la acción con el UPA que no es otra cosa que la utilidad por acción. Es considerado el más importante ya que relaciona el grado de apalancamiento y su dependencia al financiamiento con la gestión efectiva de este, lo cual indica que relaciona una variable de mercado con otra variable contable. Es así que mientras mayor sea el resultado que muestre el índice muy probablemente estará más inmersa en apalancamiento, sin embargo esto sería causa para generar mayor valor a la empresa, la cual podría también estar subvalorada.

#### 2.4.2.2 Múltiplo de EBITDA

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

El múltiplo de EBITDA o también llamado UAIIDA<sup>3</sup> relaciona el valor bursátil de la compañía y la utilidad antes de intereses, impuestos depreciaciones y amortizaciones conocido como UAIIDA, desconoce el efecto de apalancamiento y lo que indica es la recuperación de la inversión a través del resultado del ejercicio (utilidad) que la empresa logra a través de su propia operación.

#### 2.4.2.3 Múltiplo de VENTAS

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

(Fernández, 2014), manifiesta que el método consiste en multiplicar sus ventas por un número (coeficiente).

Usualmente este coeficiente nace de información precedente de empresas comparables de las cuales ya se conoce el valor de las mismas y se ha dividido estas para sus ventas. Este múltiplo trae consigo cierta dificultad en el momento de encontrar comparables.

Smith Barney, realizó una investigación para analizar la consistencia de este método relacionando el ratio precio/ventas y la rentabilidad por acción a lo cual determinó que no existía relación alguna y por consiguiente deja a este método como complementario a otros, más no determinante.

---

<sup>3</sup> UAIIDA: Utilidad Antes de Intereses e Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones

### 2.4.3 Métodos de descuento de flujo de fondos

(Fernández, 2014), describe a los métodos basados en el descuento de flujo de fondos como aquellos que definen el valor de una empresa a través de la generación de sus flujos futuros de efectivo basados en estimaciones y estos a su vez descontados a una tasa de descuento determinada acorde al riesgo de dichos flujos.

La popularidad, recurrencia y preferencia del uso de esta metodología tiene su fundamento en que conceptualmente es correcto debido a que valora a la empresa a través de su capacidad generadora que no es otra cosa que la capacidad de generar flujos de fondos que al traerlos a valor presente descontados a una tasa de descuento apropiada da como resultado el valor de la empresa.

El desarrollo de valorar una compañía a través de la valoración de flujos descontados implica primero considerar de manera detallada aquellos ítems que generan o que son partícipes en la generación de flujos de fondos como son las cuentas por cobrar, los pagos incurridos para el desarrollo normal del giro del negocio, etc., debido a esto el concepto de presupuesto de tesorería sería muy similar.

Lo segundo implica la elección o determinación correcta de la tasa de descuento la cual tomará en cuenta el riesgo y su volatilidad en el tiempo. (Fernández, 2014), menciona el concepto de descuento mínimo como aquel marcado por los interesados en la negociación.

Los métodos más relevantes que existen para valorar empresas a través de descuentos de flujos son dos: El Flujo de Caja Libre (FCF<sup>4</sup>, por sus siglas en inglés) y El Valor Actual Ajustado (APV<sup>5</sup>, por sus siglas en inglés).

#### 2.4.3.1 Flujo de Caja Libre (FCF)

Se refiere al flujo de fondos operativos generados por la empresa sin tomar en cuenta el financiamiento (deuda financiera) después de impuestos. En un análisis más conceptual se refiere al excedente que quedará en la empresa luego de haber cubierto las

---

<sup>4</sup> FCF(Free Cash Flow)

<sup>5</sup> APV(Adjusted Present Value)



necesidades operativas de fondos y reinversión en activos fijos bajo el supuesto de que no existe deuda y por lo tanto no hay carga financiera alguna.

El cálculo de flujo de caja libre basa su cálculo en la proyección de flujos de fondos (ingresos y egresos para cada uno de los períodos) excluyendo aquellas partidas que no representan desembolso de efectivo como depreciaciones, amortizaciones y costos de oportunidad para definir el beneficio neto. Esta proyección se realiza en un horizonte de tiempo amplio por lo tanto se busca ajustar la contabilidad con la finalidad de mantener el enfoque de caja que deben tener los flujos proyectados.

Una vez realizada la proyección de los flujos estos se descontarán usando el WACC<sup>6</sup> como tasa de descuento a un momento determinado.

El WACC se calcula ponderando el costo de la deuda definida como  $K_d$  y el costo de las acciones definidas como  $K_e$  de la estructura de financiamiento de la empresa. Esta sería la tasa de descuento a usar debido a que se valora la empresa en su conjunto, deuda más acciones, por lo tanto a la deuda se considera la rentabilidad exigida y a las acciones la proporción en que financian a la empresa.

#### 2.4.3.2 Valor actual ajustado (APV, *adjusted present value*)

Este método propone incluir el ahorro fiscal que supone obtiene la empresa cuando esta contrae deuda y por lo tanto los intereses generados por este financiamiento serán reconocidos como deducibles de impuestos reduciendo el importe para el cálculo de impuesto a la renta.

La valoración a través del APV se obtiene primero calculando el valor de la empresa sin deuda utilizando el método de flujo de caja libre y usando como tasa la exigida por los accionistas, pero bajo el supuesto que la empresa no tiene deuda la cual es denominada ( $K_u$ ) “tasa no apalancada” y que sería menor que la tasa exigida por los accionistas en el supuesto de que la empresa tuviese deuda en su estructura de capital.

En segundo lugar se calcula el valor actual del ahorro fiscal en cada período que producen los intereses producto de la deuda financiera adquirida para esto se multiplican los intereses de la deuda por la tasa impositiva en cada período y una vez calculado esto lo

---

<sup>6</sup> WACC, Weighted Average Cost of Capital por sus siglas en inglés que significa el Costo promedio ponderado de los recursos.

que se obtiene es el flujo de caja libre respecto al ahorro fiscal producto de los intereses de la deuda luego se tendrá que descontar estos flujos a una tasa apropiada<sup>7</sup>.

#### **2.4.4 Opciones reales**

Siendo particularmente una nueva metodología para la valoración de activos, y claro está que esto no quiere decir que sea la mejor ni la más ajustada basa su concepto en hacer un paralelo entre las opciones financieras (con la opción del tenedor de ejecutar o no una transacción) y las empresas (con la opción al dueño de liquidar o mantener la inversión)

Es necesario tener cuidado con esta metodología, debido a que el activo a valorar debe contar con un alto grado de flexibilidad (ejecutarse o no); caso contrario los supuestos principales de la metodología se caen y no podrá esperarse un valor ajustado a la realidad (Barrenche Correa & Arenas Estrada, 2007).

Básicamente hay tres métodos: el de Black y Scholes, el binomial y el basado en la simulación Montecarlo. El más común de utilizar en este tipo de casos es el primero.

#### **2.4.5 Resultado del análisis comparativo de los diferentes métodos de valoración de empresas.**

Después de la revisión de la literatura existente claramente el valor de una empresa dependerá de muchos factores y del método o los métodos aplicados según el país, sector, tamaño, tipo e inclusive del fin que promueve dicha valoración. Pese a lo anterior y si bien es cierto la literatura ejemplifica varios modelos de valoración, también todas concuerdan en que un método conceptualmente correcto debido a la expectativa de flujos que la empresa pueda generar es el método de Flujo de Caja Descontado, además que este método incluye la subjetividad en la que se desarrolla la empresa; es justo mencionar también sus desventajas tales como la magnitud y temporalidad de los flujos de caja y la tasa de descuento con que se determinan ya que cambios pequeños en estas provocarían desviaciones significativas en el valor de la empresa. Todos estos factores confirman la exclusión de los otros métodos como óptimos para la valoración de FRUDONMAR a saber:

---

<sup>7</sup> La tasa de descuento para los flujos correspondientes a los ahorros fiscales es un tema que no está claro, muchos autores proponen usar como tasa de descuento el costo de mercado de la deuda, que no tiene que ser la misma que el tipo de interés adquirido por la empresa en su deuda. (Fernandez, 2008)

Métodos de valor contable: estos son estáticos y totalmente contables además de no considerar la estructura del Patrimonio y sus flujos futuros y dado la complejidad del tipo de negocio en su ciclo operacional así como la determinación de su estructura por parte de los accionistas en FRUDONMAR su uso no es conveniente.

Método de múltiplos: estos definen el valor de la empresa acorde al múltiplo utilizado lo que sesga el resultado del mismo ya que dependen de las prácticas contables incurridas así como del tipo de ratio utilizado los cuales sólo dan como resultado un valor resultante de tan solo un aspecto de la contabilidad de la empresa, además en Ecuador es difícil tener acceso a información que sea confiable y comparable de empresas similares en general y particularmente en el caso de empresas similares a FRUDONMAR.

Método opciones reales: debido a la gran complejidad del método y a que asume una única fecha de ejercicio no es considerado aplicable.

En este sentido se considerará al método de flujo de caja descontado como el más apropiado para valorar a la empresa FRUDONMAR S.A. dado que es un método de valoración sofisticado que incluye variables como su flujo, tasa de crecimiento y tasa de riesgo; además considera las variaciones en el mercado lo que lleva a que las estimaciones realizadas tengan cierto grado de mayor precisión.

### 3. ANÁLISIS DE FRUDONMAR S.A.

En el presente capítulo se analizará la empresa FRUDONMAR S.A. en el ámbito externo e interno, de modo que se tenga un panorama más claro del funcionamiento de la compañía y se pueda obtener un diagnóstico de su situación actual y a futuro en el mercado en el que se desarrolla.

Para este estudio se utilizaran 3 metodologías que permiten profundizar en cada uno de los campos relevantes al funcionamiento de FRUDONMAR S.A. en el mercado:

1. Análisis PEST (Político, Económico, Social y Tecnológico): el cual permitirá hacer un análisis de los factores externos que afectan a la compañía y determinar sus potenciales riesgos sistemáticos. (Chapman, Alan, n.d.) en su página web define al análisis PEST “como una herramienta de medida para el análisis de negocios” con la finalidad de establecer una estrategia, una posición o una dirección de la compañía.

2. Fuerzas de Porter: este método también permitirá hacer un análisis externo de la compañía pero más relacionado a su participación en el mercado, mediante el análisis de cada una de las 5 fuerzas (proveedores, clientes, competidores, sustitutos y nuevos entrantes) se describirá cómo es la posición actual de FRUDONMAR S.A. en el mercado. (Chapman, Alan, s.f.) basado en la teoría de las 5 Fuerzas de Porter describe al modelo como “aquel que muestra una perspectiva simple del análisis de la posición y fuerza competitivas de una corporación o negocio”.

3. Análisis Interno: finalmente se realizará el análisis interno de la compañía donde se identificarán las fortalezas y debilidades que posee la misma, las cuales serán respaldadas con cifras provenientes de sus estados financieros.

### 3.1 Análisis PEST

#### 3.1.1 Político

Según (Datosmacro) el Ecuador en el ranking de corrupción para el año 2014 ocupaba la posición 110° de los 174° del ranking de corrupción a nivel gubernamental y además, el índice de corrupción para Ecuador en ese mismo año era 33, teniendo en cuenta que la valoración de este índice clasifica a los países desde 0 (aquellos con un nivel de corrupción alto) hasta 100 (para aquellos con un nivel de corrupción muy bajo). Estos índices reflejan cierta inestabilidad para el consenso de políticas económicas en Ecuador y pese a las múltiples campañas por parte del gobierno para apaciguar esta percepción, los cambios y decisiones en materia de política y comercio exterior en los últimos meses sólo reflejan inestabilidad en las regulaciones políticas, lo cual se traduce en un riesgo para el inversionista.

Tabla 3.1 Índice de Percepción de Corrupción, Ecuador (2000 - 2014)

<b>Fecha</b>	<b>Ranking de la Corrupción</b>	<b>Índice de Corrupción</b>
2014	110°	33
2013	102°	35
2012	118°	32
2011	120°	27
2010	127°	25
2009	146°	22
2008	151°	20
2007	150°	21
2006	138°	23
2005	117°	25
2004	112°	20
2003	113°	22
2002	89°	22
2001	79°	23
2000	74°	26

Fuente: Datosmacro

Actualmente, la política más reciente que se adoptó fue la aplicación de salvaguardias a las importaciones, la cual es una medida de protección con la intención de salvaguardar el equilibrio de la balanza de pagos, la misma que fue establecida por el Comité de Comercio Exterior de la República del Ecuador, bajo la Resolución No. 011-2015 con fecha 6 de marzo del 2015 y entro en vigencia a partir del 11 de marzo del 2015.

Esta medida resuelve establecer una sobretasa arancelaria de carácter temporal, esta sobretasa será adicional a los aranceles que actualmente están vigentes, conforme al Arancel del Ecuador y demás acuerdos comerciales bilaterales y regionales. La sobretasa arancelaria será aplicada a un listado proporcionado en la Resolución No. 011-2015, de los cuales se muestra a continuación aquellos productos afectados que tendrá incidencia sobre la proyección de FRUDONMAR S.A.

Ilustración 3.1 Nuevo listado arancelario de productos según Resolución No. 011-2015

SUBPARTIDA	DESCRIPCIÓN ARANCELARIA	SOBRETASA ARANCELARIA	OBSERVACIONES A LA SOBRETASA ARANCELARIA
0808300000	- Peras	45%	
0809100000	- Damascos (albaricoques, chabacanos)	45%	
0809210000	-- Guindas (cerezas ácidas) (Prunus cerasus)	45%	
0809290000	-- Las demás	45%	
0809300000	- Duraznos (melocotones), incluidos los griñones y nectarinas	45%	
0809400000	- Ciruelas y endrinas	45%	
0810400000	- Arándanos rojos, mirtilos y demás frutos del género Vaccinium	45%	
0810500000	- Kiwis	45%	
0810700000	- Caquis (persimóns)	45%	
0810901000	-- Granadilla, maracuyá (parchita) y demás frutas de la pasión (Passiflora spp.)	45%	
0810909090	--- Los demás	45%	
0811101000	-- Con adición de azúcar u otro edulcorante	45%	
0811109000	-- Las demás	45%	
0811200000	- Frambuesas, zarzamoras, moras, moras-frambuesa y grosellas	45%	
0811901000	-- Con adición de azúcar u otro edulcorante	45%	
0811909900	--- Los demás	45%	
0812100000	- Cerezas	45%	
0813100000	- Damascos (albaricoques, chabacanos)	45%	
0813200000	- Ciruelas	45%	
0813300000	- Manzanas	45%	
0813400000	- Las demás frutas u otros frutos	45%	
0813500000	- Mezclas de frutas u otros frutos, secos, o de frutos de cáscara de este Capítulo	45%	
0901212000	--- Molido	45%	
0901220000	-- Descafeinado	45%	
0902100000	- Té verde (sin fermentar) presentado en envases inmediatos con un contenido inferior o igual a 3 kg	45%	

0803901900	--- Los demás	45%
0804100000	- Dátiles	45%
0804200000	- Higos	45%
0804300000	- Piñas (ananás)	45%
0804400000	- Aguacates (paltas)	45%
0804502000	-- Mangos y mangostanes	45%
0805100000	- Naranjas	45%
0805201000	-- Mandarinas (incluidas las tangerinas y satsumas)	45%
0805202000	-- Tangelo (Citrus reticulata x Citrus paradisis)	45%
0805501000	-- Limones (Citrus limon, Citrus limonum)	45%
0805502100	--- Limón (limón sutil, limón común, limón criollo) (Citrus aurantifolia)	45%
0806100000	- Frescas	45%
0806200000	- Secas, incluidas las pasas	45%
0807110000	-- Sandías	45%
0807190000	-- Los demás	45%
0808100000	- Manzanas	45%

Fuente: Resolución No. 011-2015

El incremento en el 45% del costo de estos productos hace que se pronostique una baja en los niveles regulares de demanda, por lo que se estima un periodo de decrecimiento en ventas provocando además que la rotación del producto sea lenta a niveles inusuales.

Como se mencionó anteriormente los productos estrellas de los últimos años de la compañía FRUDONMAR S.A. han sido la manzana y la uva con una participación de sus ingresos de 45% y 25% respectivamente, por lo que esta nueva imposición arancelaria generaría un aumento en los costos de importación de los productos, este aumento de los costos exige a las compañías tener una mayor capacidad de liquidez para hacer frente a pagos que a través del actual sistema de aduana los cuales deben ser cancelados en el momento; como consecuencia de esto no todas las empresas importadoras estarían en capacidad de hacer frente a esta necesidad de liquidez con lo que pequeños importadores saldrían del mercado y los grandes reducirían a gran escala sus importaciones para poder hacer frente al excesivo pago cash de aranceles.

Este aumento en los costos tendría también una incidencia directa en el precio de los productos y por ende el comportamiento del consumidor respecto a sus preferencias podría provocar una posible intervención de productos sustitutos en el mercado local.

### 3.1.2 Económico

En el campo económico el Ecuador está atravesando momentos difíciles debido a la reciente caída del precio del petróleo, suceso que no solamente afecta al Ecuador sino también al resto de países petroleros.

A nivel mundial el precio del barril de petróleo inicio con un valor de \$91.66 en enero del 2014, llegando al cierre de junio a un precio de \$105.37, lo que significó un incremento de 7.6% (PrecioPetroleo.net).

Según publicación de diario El Universo el precio del barril de crudo West Texas Intermediate (WTI) cerró en \$53.27 al 31 de diciembre del 2014. Los expertos aseguran que esta caída en el precio del petróleo se dio por una sobreoferta de los principales socios de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), los cuales se negaron a disminuir la producción del petróleo como estrategia de hacer colapsar los precios para frenar el desarrollo del esquisto (petróleo a base de rocas de mar).

Esta caída en los precios del petróleo afecta directamente a Ecuador y su economía, ya que es un país donde los ingresos de la venta del crudo representa el 11.5% del Producto Interno Bruto del País (PIB) abarcando entre el 53% y 57% de las exportaciones del país, según cifras del Banco Central del Ecuador (2015).

Ilustración 3.2 Balanza Comercial del Ecuador (2011-2014)



Fuente: Diario el Universo, Banco Central del Ecuador, Senae, SHE, EP. Petroecuador



Debido a los precios históricos que ha tenido el petróleo, el gobierno del Ecuador fijó el precio del petróleo en \$97.7 para el presupuesto del año 2015 y según los analistas el Ecuador dejará de recibir 90 millones de dólares por cada dólar por debajo de este precio.

La posición desfavorable de la balanza comercial total del Ecuador frente a sus países vecinos y dado el panorama global de la economía mundial, el Ecuador como protección a sus intereses económicos de país emitió una serie de medidas arancelarias que han vuelto muy sensible y volátil al sector importador de manera muy especial al de frutas.

La sensibilidad en este sector radica en lo sensible del comportamiento del consumidor ecuatoriano frente a los precios el cual busca en los mercados aquel producto que le permita llevar más por menos pese a su preferencia en gusto.

En otras palabras el enfoque del gobierno hacia una matriz productiva sumada a los antecedentes antes expuestos respecto al precio del petróleo y dado el último cambio en los aranceles para productos importados de alrededor del 45% más sobre los ya existentes, presentan un panorama desalentador para el caso de los importadores de frutas.

Por otra parte se presentan a continuación otros indicadores económicos de gran relevancia que muestran el estado actual de la economía ecuatoriana y sirve para tener referenciales para el análisis y la valoración de la empresa FRUDONMAR S.A.

Tabla 3.2 Principales indicadores económicos, Ecuador (2014 - 2015)

Descripción del indicador	Indicador
Deuda Externa Pública como % del PIB (diciembre 2014)	17.40%
Inflación anual (Marzo 2015/Marzo 2014)	3.76%
Inflación Mensual (Marzo 2015)	0.41%
Tasa de Desembolso a Diciembre 31 2014	4.54%
Tasa de interés activa (abril/15)	8.09%
Tasa de interés pasiva (abril/15)	5.39%
Barril Petróleo (WTI 13 abr 2015)	51.91 USD
Índice Down Jones (13 abr 2015)	17977.04
Riesgo País (13 abr 2015)	805

Fuente: Banco Central del Ecuador

Según los datos presentados en la tabla la deuda externa del Ecuador representó el 17.4% del PIB para el periodo 2014. La inflación anual se mantiene a un nivel de 3.76% a marzo del 2015. Las tasas de interés tanto activa como pasiva según el BCE para abril del 2015 se mantuvieron a niveles regulares con el 8.09% y 5.39% respectivamente.

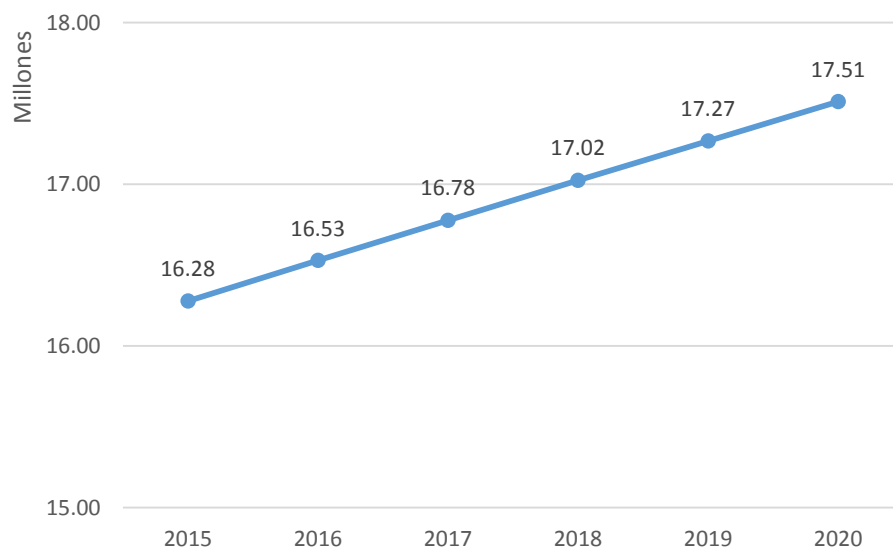
Como ya se mencionó en párrafos anteriores sobre la caída del precio de petróleo el BCE reporta un precio del petróleo en \$51.91 a fecha 13 de abril del 2015, de esta manera el riesgo país se encuentra en 805 puntos base, dando indicios de una posible reducción de dinero en la economía ecuatoriana afectando a todos los mercados directa e indirectamente.

### 3.1.3 Social

Según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la población ecuatoriana es de 16'232.109 habitantes aproximadamente en abril 2015.

Las proyecciones del crecimiento poblacional realizada por el INEC en base al censo del 2010 se presentan a continuación en el siguiente gráfica, donde se muestra el periodo comprendido entre el 2015 y 2020.

Ilustración 3.3 Población en millones de habitantes (2015-2020)



Elaboración: Autores

Fuente: INEC (Proyección por edades, provincias 2010-2020)

Según los resultados del último censo poblacional realizado en el 2010 por el INEC se determinó que la tasa de crecimiento poblacional para el 2010 fue de 1.95% que ha venido con una tendencia decreciente desde el censo poblacional de 1974, donde la tasa de crecimiento poblacional alcanzo 3.10%.

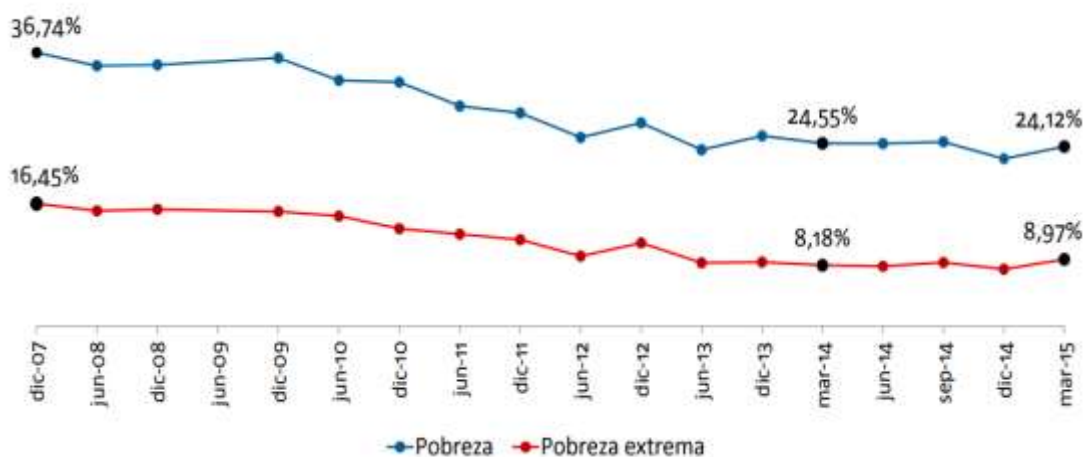
Del total de la población se obtuvo que el 50.44% son mujeres y el 49.56% hombres. En cuanto a la autoidentificación de la población, el 71.9% de la población se considera mestizo, el 7.4% montubio, el 7.2% afroecuatoriano, el 7% indígena, el 6.1% blanco y 0.4% otro.

Se estimó que la edad promedio de la población ecuatoriana es de 28 años y que el nivel de analfabetismo para personas mayores de 15 años es de 6.8%. Por otro lado tan solo el 46.9% de la población poseen viviendas propias y totalmente pagadas.

De acuerdo al informe emitido por el INEC en el mes de marzo del 2015 se considera pobre a una persona si su ingreso familiar per cápita es menor a \$82.11 mensuales y si es menor a \$46.27 se lo considera pobre extremo.

Los niveles de pobreza y pobreza extrema se han ido reduciendo a partir del 2007, pero la reducción del nivel de pobreza de este año con respecto al año pasado no ha tenido una reducción significativa. Actualmente el 24,12% de la población es considerada pobre y el 8.79% es considerada en extrema pobreza.

Ilustración 3.4 Indicadores de Pobreza y Desigualdad (Dic 2007- Mar 2015)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, Indicadores de Pobreza y desigualdad, marzo 2015. Quito: Ecuador. Informe mensual. Recuperado de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA>

El índice de empleo, remuneraciones y horas trabajadas se calculó en un valor de \$398.40 como dato provisional para febrero 2015, según cifras del INEC, lo que significa que el salario mensual de un ecuatoriano promedio es de \$398.40, determinando así un nivel de ingresos promedio por ecuatoriano.

La variación ocurrida del IPC en Ecuador en abril 2015, según cifras proporcionadas por (Datosmacro)<sup>8</sup> es de 4,3% para el año 2014 el IPC General fue de 3,7% y para el año 2013 el mismo fue del 2,7%

Esto refleja una clara tendencia al alza pequeña pero existente, es así que dentro de las variables que conforman el IPC cabe resaltar el rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas cuya variación interanual para abril del 2014 es de 4,1%.

### **3.1.4 Tecnológico**

Para el 2011 el gasto total destinado a actividades de ciencia, tecnología e inversión fue de \$1210.53 millones aproximadamente el 1.58% del PIB del mismo año.

Del total de inversión el 22.3% es destinado a ciencias agrícolas y del total de investigadores el 11.4% del personal es dedicado al mismo campo.

En cuanto a la innovación, las empresas mayormente innovadoras son las pertenecientes al sector de servicios con el 27.7%, seguido de las empresas de manufactura con el 20.31%, en tercer lugar las empresas de comercio con el 9.72% y finalmente las empresas de minas y canteras con el 1.15%.

El 36.88% de ellas innovan en procesos, el 36.21% se preocupan por innovación del producto, el 21.35% innovan en comercialización y el 20.94% en innovación organizacional. Las estadísticas del INEC dicen que el 67% de las empresas financia la innovación con los recursos propios.

En estos últimos años se ve una notable preocupación del gobierno por la investigación y desarrollo científico destinando grandes cantidades de dinero a estas ramas. Por otro lado las estadísticas dicen que las compañías comerciales dan tanta prioridad a la

---

<sup>8</sup> Datosmacro es una página española especializada que recoge estadísticas macroeconómicas a nivel mundial

innovación y tecnificación como las empresas de servicio y manufactura, pero la mayoría de ellas que si innovan lo hacen en sus procesos.

### 3.2 Fuerzas de Porter

Para poder determinar cuan rentable es el sector en el que opera la empresa FRUDONMAR S.A. se analizan las cinco fuerzas de Porter las cuales permitirán hacer un análisis externo de la empresa y un sondeo del mercado.

#### 3.2.1 Poder de negociación de los clientes

La sensibilidad de los clientes al precio es uno de los principales factores en esta primera fuerza citada por Michael Porter, la cual permite estudiar el comportamiento de los principales clientes de la empresa FRUDONMAR S.A. frente a los cambios en los precios de las frutas para este año como efecto de la aplicación de las salvaguardias.

En el mercado de alimentos generalmente el poder de negociación lo tienen las comercializadoras y no los clientes debido a que para la gente no es una opción “dejar de comer”. Sin embargo las frutas importadas pudiesen ser reemplazadas dentro de la canasta de alimentos del consumidor ecuatoriano.

Además si se añade como factor las preferencias del consumidor ecuatoriano, este tiene una alta preferencia por la manzana, pera y uva la cual muy difícilmente es desplazada por otros productos.

Es así que dado las características del producto y pese a la situación puntual en el alza de aranceles el poder de negociación todavía recae en la compañía.

Tabla 3.3 Evaluación del poder de negociación de los clientes

	Sí (+)	Medio	No (-)	Notas
1. ¿Hay una gran cantidad de compradores relativo al número de firmas en el negocio?	*			
2. ¿Usted tiene una gran cantidad de clientes, cada uno con las compras relativamente pequeñas?	*			

3. ¿El cliente hace frente a un costo significativo si cambia de proveedor?		*		diferencias entre 1 y 2 dólares tienen una gran significancia en el costo para el cliente
4. ¿El comprador necesita mucha información importante?		*		
5. ¿Puede el cliente integrarse hacia atrás?			*	
6. ¿Sus clientes no son muy sensibles al precio?			*	
7. ¿Su producto es único en un cierto grado o tiene una marca reconocida?	*			
8. ¿Son los negocios de sus clientes lucrativos?		*		

Barreras a la entrada altas = + (favorable a la atractividad de la industria)

Barreras a la entrada bajas = - (desfavorable a la atractividad de la industria)

Fuente: Formatos para realizar el análisis de las 5 fuerzas de Porter, Slideshare.net

### 3.2.2 Poder de negociación de los proveedores

Esta fuerza va de la mano con la primera fuerza ya que la sensibilidad está en el costo del producto para la compañía, es decir, el precio de venta del proveedor, ya que de esto dependerá la rentabilidad del negocio.

Con la aplicación de las salvaguardias aumentó el costo de las frutas importadas, para este caso los proveedores no tuvieron nada que ver en la variación del costo del producto para FRUDONMAR S.A., ya que en la variación intervinieron factores políticos.

Para este caso el poder de negociación por parte de la compañía con los proveedores es medio. Si bien es cierto Ecuador representa un mercado de consumo importante para sus

proveedores (chilenos particularmente) tampoco Ecuador es el único y existen otros mercados emergentes que están en constante demanda de productos alimenticios.

Tabla 3.4 Evaluación del poder de negociación de los proveedores

Sí (+) Medio No (-) Notas

1. Mis insumos (materiales, trabajo, provisiones, servicios, etc.) son estándares más que únicos o diferenciados.		*		
2. Es barato y rápido cambiar entre proveedores.			*	
3. Mis proveedores encuentran difícil entrar a mi negocio (integración hacia adelante).		*		
4. Puedo cambiar los insumos realmente.			*	
5. Tengo muchos proveedores potenciales.		*		
6. Mi negocio es importante para mis proveedores.		*		
7. Mis costos de insumos no tienen influencia significativa en mis costos totales.			*	

Barreras a la entrada altas = + (favorable a la atractividad de la industria)

Barreras a la entrada bajas = - (desfavorable a la atractividad de la industria)

Fuente: Formatos para realizar el análisis de las 5 fuerzas de Porter, Slideshare.net

### 3.2.3 Amenaza de nuevos entrantes

Dos factores importantes en esta fuerza son las barreras de ingreso al mercado y el acceso a los canales de distribución. El 75% del mercado está consolidado entre 3 empresas: BASESUR Corp., Frutera del Litoral y Frutera Don Marcos FRUDONMAR S.A. todas con una participación de mercado del 25% aproximadamente y una porción minoritaria para importadores directos como por ejemplo Supermercados La Favorita cuya participación sería

del 6% una porción minoritaria comprendida por importadores pequeños que mueven producto de manera estacional

Estas compañías con participación del 75% del mercado poseen una infraestructura y tecnología que difícilmente pudiese ser igualada por algún nuevo competidor dado los altos costos de inversión realizados y exigidos para este mercado de productos (perecibles).

El canal de distribución está conformado por: el importador → mayoristas → consumidor final. Debido a esto la posibilidad de acceso de un nuevo competidor y utilizar los mismos canales es mínimo y por ende el acceso al mercado lo es también.

Tabla 3.5 Evaluación de amenaza de nuevos entrantes

	Sí (+)	Medio	No (-)	Notas
1. ¿Las grandes empresas tienen una ventaja en costo o desempeño?	*			
2. ¿Hay diferencias en patentes en los productos de la industria?			*	
3. ¿Hay identidades establecidas de marca en su industria?	*			
4. ¿Sus clientes incurren en costos significativos si cambian de proveedores?		*		
5. ¿Es necesario mucho capital para entrar la industria?	*			
6. ¿Hay dificultad en el acceso a canales de distribución?		*		
7. ¿Hay curva de aprendizaje?	*			
8. ¿Hay dificultad en acceder a gente capacitada, materiales o insumos?			*	
9. ¿Su producto o servicio tiene características únicas que le den costos más bajos?			*	



10. ¿Hay licencias, seguros o estándares difíciles de obtener?		*		
11. ¿Enfrenta el nuevo entrante la posibilidad de contraataque por parte de las empresas establecidas?	*			

Barreras a la entrada altas = + (favorable a la atraktividad de la industria)  
 Barreras a la entrada bajas = - (desfavorable a la atraktividad de la industria)

Fuente: Formatos para realizar el análisis de las 5 fuerzas de Porter, Slideshare.net

### 3.2.4 Amenaza de productos sustitutos

En esta fuerza interviene la sensibilidad de los clientes a sustituir los productos, siendo muy importante la diferenciación que tengan los productos en características como precio y calidad.

Con la situación económica actual del país se considera que las frutas producidas localmente tendrán mayor participación en el consumo local en lugar de las importadas por su diferenciación en precio, lo que podría generar una disminución en la rentabilidad del sector comercial de las frutas importadas.

La producción de manzana local no cumple para satisfacer el mercado ecuatoriano de manera directa en cantidad, calidad y variedad; por lo tanto no tiene un sustituto directo. Sin embargo es indudable que el alza de los precios al consumidor final por el incremento en los aranceles tendrá un impacto medio en la rentabilidad de la compañía y muy probablemente el consumidor ecuatoriano migre hacia otros productos sustitutos indirectos refiriéndonos a otro tipo de frutas que podrían llegar a consumirse en mayor proporción.

Una de las estrategias de FRUDONMAR S.A. es buscar primero la rentabilidad de manera interna, es decir, dentro de sus mismos productos estrellas y fomentar las ventas en aquellas que generen mayor rentabilidad.

Lo segundo y que no es una estrategia de la compañía sino más bien una respuesta propia de las leyes del mercado es que a mayor demanda de estos productos nacionales estos

incrementarían también sus precios, lo cual haría que el mercado de cierto modo llegue a un punto medio.

Existe desde ya años atrás campañas por promover los beneficios de la manzana en primera instancia y cuyas propiedades son muy diferentes y en algunos casos mejores y mayores que la fruta local.

Tabla 3.6 Evaluación de productos sustitutos

Sí (+) Medio No (-) Notas

	Sí (+)	Medio	No (-)	Notas
1. Los sustitutos tienen limitaciones de desempeño que no compensan su precio bajo. O, su funcionamiento no es justificado por su precio alto.	*			
2. El cliente incurre en costos al cambiar a un sustituto ( <i>switching costs</i> ).			*	
3. Su cliente no tiene un sustituto verdadero.		*		
4. No es probable que su cliente cambie a un sustituto.			*	

Barreras a la entrada altas = + (favorable a la atractividad de la industria)

Barreras a la entrada bajas = - (desfavorable a la atractividad de la industria)

Fuente: Formatos para realizar el análisis de las 5 fuerzas de Porter, Slideshare.net

### 3.2.5 Rivalidad entre los competidores

El grado de rivalidad en el sector no es considerado alto ya que no hay una gran cantidad de competidores directos para la empresa FRUDONMAR. Como se mencionó en párrafos anteriores el 75% del mercado está repartido de manera equitativa en 3 compañías, un 6% para La Favorita y el resto en importadores pequeños que no representan una amenaza de mercado. Esto provoca una homogenización en los precios y por ende un control de mercado debido a esto no existe una rivalidad entre competidores.

Tabla 3.7 Evaluación de rivalidad entre los competidores

	Sí (+)	Medio	No (-)	Notas
1. La industria está creciendo rápidamente.			*	
2. La industria no es cíclica con capacidad excesiva intermitente	*			
3. Los costos fijos son una porción relativamente baja del costo total.	*			
4. Hay diferencias significativas del producto e identidades de marca entre los competidores.		*		
5. Los competidores están diversificados más que concentrados en algún producto.			*	
6. No es difícil salir de la industria porque no hay habilidades especializadas, instalaciones o contratos de largo plazo.		*		
7. Mis clientes incurren en un costo significativo al cambiar a un competidor.		*		
8. Mi producto es complejo y se requiere una comprensión detallada de parte de mi cliente.			*	

9. Todos mis competidores son de aproximadamente el mismo tamaño que mi empresa.		*		
--	--	---	--	--

Barreras a la entrada altas = + (favorable a la atractividad de la industria)  
 Barreras a la entrada bajas = - (desfavorable a la atractividad de la industria)

Fuente: Formatos para realizar el análisis de las 5 fuerzas de Porter, Slideshare.net

### 3.2.6 Matriz de evaluación global de la industria

Luego de haber analizado cada una de las 5 fuerzas de Michael Porter para analizar en términos de rentabilidad la industria en la que opera la empresa FRUDONMAR S.A., se hace la evaluación de cada una de ellas en la matriz que se presenta a continuación para determinar las condiciones del mercado.

El puntaje resultante dice que las condiciones actuales del mercado no son tan favorables para FRUDONMAR S.A., debido a los acontecimientos sucedidos citados en el análisis PEST y en cada una de las fuerzas de Porter, razón por la cual las proyecciones del flujo se acomodaran al impacto de estos sucesos, mas no 100% basado en el histórico de la compañía.

Tabla 3.8 Matriz de evolución global de la industria

	Favorable	Moderado	Desfavorable
1. Poder de negociación de los clientes.	2	1	5
2. Poder de negociación de los proveedores.	0	3	4
3. Amenaza de nuevos entrantes.	4	2	5
4. Amenaza de productos sustitutos.	1	0	3

5. Rivalidad entre los competidores.	3	3	3
Total	10	9	20

Fuente: Formatos para realizar el análisis de las 5 fuerzas de Porter, Slideshare.net

### 3.3 Análisis Interno

En el presente apartado se realizará un análisis de los factores internos que inciden en el funcionamiento de la compañía FRUDONMAR S.A., basado en cifras históricas reales provenientes de sus estados financieros de los últimos 5 años.

#### 3.3.1 Análisis financiero de la empresa

##### Estado de Resultados

Como primer punto del estado de resultados se analizarán los niveles de ingreso de la compañía en los últimos 5 años, según las cifras históricas FRUDONMAR S.A. posee un nivel de ventas netas promedio de \$ 25.54 millones aproximadamente, siendo su mejor año el 2013 donde alcanzo \$ 28.1 millones.

La tasa promedio de las variaciones anuales de las ventas netas de FRUDONMAR S.A. es de 8.5% lo que nos indica que la proyección de crecimiento de ingresos de un año “X” puede ser en promedio un 8.5% adicional al periodo anterior.

Tabla 3.9 Ingresos anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>INGRESOS</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
VENTAS NETAS	\$ 19,752.00	\$ 26,791.00	\$ 26,621.00	\$ 28,145.46	\$ 26,411.00

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.10 Ingresos totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>INGRESOS</b>	<b>Total 5 años</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
VENTAS NETAS	\$ 127,720.46	\$ 25,544.09	8.64%

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Se puede decir que esta empresa posee como fortaleza un gran nivel de ventas, basado principalmente en su producto estrella que es la manzana.

Ilustración 3.5 Principales productos de FRUDONMAR S.A.





Fuente: Pagina web FRUDONMAR S.A. ([www.fruteradonmarcos.com](http://www.fruteradonmarcos.com))

Tabla 3.11 Costos anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>COSTOS</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
COSTO DE VENTAS	\$ 18,335.00	\$ 25,000.00	\$ 24,595.00	\$ 25,871.78	\$ 23,830.00

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.12 Costos totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>COSTOS</b>	<b>Total 5 años</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
COSTO DE VENTAS	\$ 117,631.78	\$ 23,526.36	8.01%

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

En cuanto a los costos, el nivel promedio de costos en el periodo de evaluación es de aproximadamente de \$ 23.52 millones, lo que representaría un 92.10% de las ventas netas promedio.

Esto indica que la compañía maneja una línea muy delgada (riesgosa) del 7.89% (utilidad bruta) para sacar provecho de la comercialización del producto.

El promedio de las variaciones anuales de los costos en el periodo del 2010 al 2014 es de 8.01%, lo que indica que la proyección de los cotos de un año “X” incrementaría en un 8.01% con respecto al año anterior en condiciones normales.

Tabla 3.13 Gastos anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>GASTOS</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	\$ 781.00	\$ 884.00	\$ 1,059.00	\$ 1,200.15	\$ 1,433.00
GASTOS DE VENTAS	\$ 350.00	\$ 428.00	\$ 436.00	\$ 592.31	\$ 554.00
GASTOS FINANCIEROS	\$ 110.00	\$ 169.00	\$ 245.00	\$ 217.60	\$ 194.00
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>\$ 1,241.00</b>	<b>\$ 1,481.00</b>	<b>\$ 1,740.00</b>	<b>\$ 2,010.06</b>	<b>\$ 2,181.00</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.14 Gastos totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>GASTOS</b>	<b>Total 5 años</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	\$ 5,357.15	\$ 1,071.43	16.43%
GASTOS DE VENTAS	\$ 2,360.31	\$ 472.06	13.38%
GASTOS FINANCIEROS	\$ 935.60	\$ 187.12	19.14%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>\$ 8,653.06</b>	<b>\$ 1,730.61</b>	<b>15.21%</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

En comparación con las ventas y costos, el nivel de gastos es relativamente bajo (\$ 1.73 millones aproximadamente) y está compuesto de gastos administrativos, de ventas y financieros. Los gastos administrativos tienen un promedio anual de \$ 1.07 millones, los gastos de venta \$ 0.47 millones y los gastos financieros \$ 0.19 millones.

La tasa de variación promedio de los gastos de un año con respecto al anterior es del 15.21%, según el promedio de las variaciones anuales del total de gastos mostrados en los estados de resultados del 2010 al 2014.

Lo que indica que los gastos tiene una tendencia de crecimiento anual del 15.21% con respecto al año anterior y con respecto a las ventas representa un 6.77% de las mismas.

La utilidad antes de impuestos y participación a trabajadores que ha generado la compañía FRUDONMAR S.A. en el periodo de los 5 años (2010-2014) suma un total de \$ 1.4 millones, con un promedio de \$ 0.28 millones anuales aproximadamente y una variación promedio de 27.65% anual de crecimiento con respecto al año anterior.

La proporción que representa la utilidad sobre los ingresos totales en los 5 años analizados es del 1.1%.



Tabla 3.15 Estado de Pérdidas y Ganancias anuales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
VENTAS NETAS	\$ 19,752.00	\$ 26,791.00	\$ 26,621.00	\$ 28,145.46	\$ 26,411.00
(-) COSTO DE VENTAS	\$ 18,335.00	\$ 25,000.00	\$ 24,595.00	\$ 25,871.78	\$ 23,830.00
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 1,417.00</b>	<b>\$ 1,791.00</b>	<b>\$ 2,026.00</b>	<b>\$ 2,273.68</b>	<b>\$ 2,581.00</b>
(-) GASTOS DE ADMINISTRACION	\$ 781.00	\$ 884.00	\$ 1,059.00	\$ 1,200.15	\$ 1,433.00
(-) GASTOS DE VENTAS	\$ 350.00	\$ 428.00	\$ 436.00	\$ 592.31	\$ 554.00
(+/-) OTROS INGRESOS / EGRESOS OPERATIVOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>\$ 286.00</b>	<b>\$ 479.00</b>	<b>\$ 531.00</b>	<b>\$ 481.22</b>	<b>\$ 593.96</b>
(-) INTERESES PAGADOS	\$ 110.00	\$ 169.00	\$ 245.00	\$ 217.60	\$ 194.00
(+) INTERESES GANADOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(+/-) DIFERENCIA EN CAMBIO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>UTILIDAD OPERATIVA DESPUES DE COSTOS FINANCIEROS.</b>	<b>\$ 176.00</b>	<b>\$ 310.00</b>	<b>\$ 286.00</b>	<b>\$ 263.62</b>	<b>\$ 399.00</b>
(+/-) GANANCIA/PERDIDA EN LIBROS EN VENTA DE ACTIVOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(+) OTROS INGRESOS NO OPERATIVOS	\$ 2.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(-) OTROS GASTOS NO OPERATIVOS	\$ -	\$ -	\$ 20.00	\$ -	\$ -
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION TRABAJADORES</b>	<b>\$ 178.00</b>	<b>\$ 310.00</b>	<b>\$ 266.00</b>	<b>\$ 263.62</b>	<b>\$ 399.47</b>
(-) 15% TRABAJADORES	\$ 43.00	\$ 57.00	\$ 50.00	\$ 39.54	\$ 60.00
(-) IMPUESTO A LA RENTA / OTROS IMPUESTOS	\$ 117.00	\$ 144.00	\$ 186.00	\$ 190.41	\$ 199.00
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$ 18.00</b>	<b>\$ 109.00</b>	<b>\$ 30.00</b>	<b>\$ 33.67</b>	<b>\$ 140.47</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.16 Estado de Pérdidas y Ganancias totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>Total 5 años</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
VENTAS NETAS	\$ 127,720.46	\$ 25,544.09	8.64%
(-) COSTO DE VENTAS	\$ 117,631.78	\$ 23,526.36	8.01%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 10,088.68</b>	<b>\$ 2,017.74</b>	<b>16.31%</b>
(-) GASTOS DE ADMINISTRACION	\$ 5,357.15	\$ 1,071.43	16.43%
(-) GASTOS DE VENTAS	\$ 2,360.31	\$ 472.06	13.38%
(+/-) OTROS INGRESOS / EGRESOS OPERATIVOS	\$ -	\$ -	0.00%
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>\$ 2,371.18</b>	<b>\$ 474.24</b>	<b>23.10%</b>
(-) INTERESES PAGADOS	\$ 935.60	\$ 187.12	19.14%
(+) INTERESES GANADOS	\$ -	\$ -	0.00%
(+/-) DIFERENCIA EN CAMBIO	\$ -	\$ -	0.00%
<b>UTILIDAD OPERATIVA DESPUES DE COSTOS FINANCIEROS.</b>	<b>\$ 1,434.62</b>	<b>\$ 286.92</b>	<b>27.98%</b>
(+/-) GANANCIA/PERDIDA EN LIBROS EN VENTA DE ACTIVOS	\$ -	\$ -	0.00%
(+) OTROS INGRESOS NO OPERATIVOS	\$ 2.00	\$ 0.40	-
(-) OTROS GASTOS NO OPERATIVOS	\$ 20.00	\$ 4.00	-
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION TRABAJADORES</b>	<b>\$ 1,417.09</b>	<b>\$ 283.42</b>	<b>27.65%</b>
(-) 15% TRABAJADORES	\$ 249.54	\$ 49.91	12.77%
(-) IMPUESTO A LA RENTA / OTROS IMPUESTOS	\$ 836.41	\$ 167.28	14.78%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$ 331.14</b>	<b>\$ 66.23</b>	<b>190.62%</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.17 Información adicional del Estado de P&G totales FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

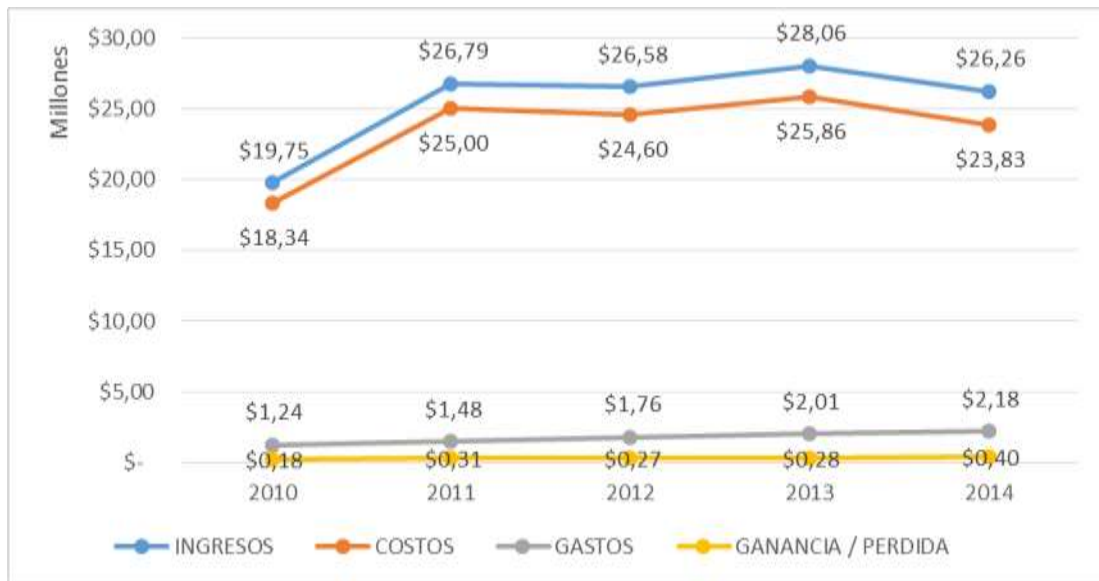
Información Adicional Estado de Pérdidas y Ganancias	2010	2011	2012	2013	2014
Provisiones	\$ -	\$ -	\$ 36.00	\$ -	\$ -
Depreciaciones	\$ 268.00	\$ 309.00	\$ 382.00	\$ 483.50	\$ 479.00
Amortizaciones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
TOTAL PROVISIONES, DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES	\$ 268.00	\$ 309.00	\$ 418.00	\$ 483.50	\$ 479.00
EBITDA	\$ 554.00	\$ 788.00	\$ 949.00	\$ 964.72	\$ 1,072.96
Dividendos pagados accionistas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Se identifica en los estados de resultados que el margen de ganancia histórico que ha tenido la compañía FRUDONMAR S.A. ha sido relativamente bajo, la diferencia entre el total de ingresos y egresos es muy estrecha.

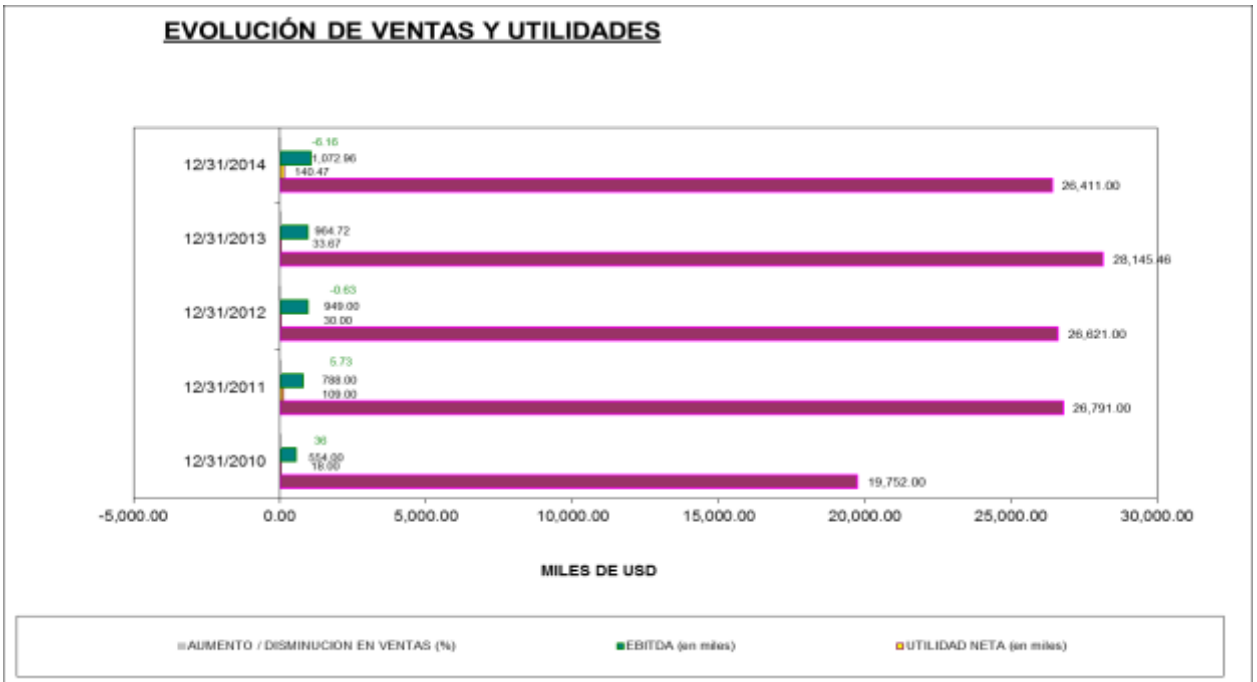
Ilustración 3.6 Estado de resultado FRUDONMAR S.A. (2010 - 2014)



Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Ilustración 3.7 Evolución de ventas y utilidades FRUDONMAR S.A. (2010 - 2014)



Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

### Balance General

El total de activos de la compañía en los últimos 5 años (2010-2014) bordea un promedio anual de \$ 9.17 millones, donde los activos circulantes representan aproximadamente el 56.36%, los activos fijos el 38.66% y otros activos el 4.98%.

Tabla 3.18 Cuentas de activo anuales del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>BALANCE GENERAL - ACTIVO</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
CAJA Y BANCOS	\$ 93.00	\$ 59.00	\$ 160.00	\$ 296.46	\$ 70.00
INVERSIONES TEMPORALES	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES TERCEROS	\$ 1,189.00	\$ 1,837.00	\$ 1,753.00	\$ 1,955.14	\$ 2,644.00
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES RELACIONADAS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(-) PROVISION CUENTAS INCOBRABLES COMERCIALES	\$ -	\$ -	\$ 68.00	\$ -	\$ -
INVENTARIOS -NETO-	\$ 2,917.00	\$ 1,731.00	\$ 2,230.00	\$ 1,945.95	\$ 3,559.00
ANTICIPOS A PROVEEDORES	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 202.47	\$ 47.00
GASTOS PREPAGADOS	\$ 8.00	\$ 8.00	\$ 55.00	\$ 11.79	\$ 10.00
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	\$ 10.00	\$ 37.00	\$ 16.00	\$ 60.99	\$ -
CUENTAS POR COBRAR ACCIONISTAS Y RELACIONADAS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
IMPUESTOS DIVERSOS/OTROS ACTIVOS CTES	\$ 52.00	\$ 89.00	\$ 98.00	\$ 117.73	\$ 119.00
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 4,269.00</b>	<b>\$ 3,761.00</b>	<b>\$ 4,244.00</b>	<b>\$ 4,590.53</b>	<b>\$ 6,449.00</b>
ACTIVO FIJO -NETO-	\$ 3,195.00	\$ 4,457.00	\$ 5,075.00	\$ 4,776.60	\$ 4,423.00
ACTIVO INTANGIBLE Y GASTOS DIFERIDOS -NETO-	\$ 45.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
INVERSIONES EN ACCIONES	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES LARGO PLAZO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
CUENTAS POR COBRAR ACCIONISTAS Y RELACIONADAS LARGO PLAZO	\$ -	\$ -	\$ 1.00	\$ -	\$ -
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	\$ -	\$ -	\$ 24.00	\$ -	\$ 570.00
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 3,240.00</b>	<b>\$ 4,457.00</b>	<b>\$ 5,100.00</b>	<b>\$ 4,776.60</b>	<b>\$ 4,993.00</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 7,509.00</b>	<b>\$ 8,218.00</b>	<b>\$ 9,344.00</b>	<b>\$ 9,367.13</b>	<b>\$ 11,442.00</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

El crecimiento de los activos totales se ha venido dando en los últimos años a una razón promedio del 11%, principalmente gracias al incremento casi constante de los fondos exigibles en 24% y al incremento del inventario también en aproximadamente 15% anual.

El balance muestra que los activos fijos han crecido sustancialmente en un 10% en promedio y que la empresa FRUDONMAR S.A. ha invertido gran parte en su infraestructura, instalaciones y equipamiento técnico (cámara frigorífica).

Tabla 3.19 Variaciones de las cuentas de activo del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>BALANCE GENERAL - ACTIVO</b>	<b>Δ%</b>
CAJA Y BANCOS	36%
INVERSIONES TEMPORALES	-
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES TERCEROS	24%
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES RELACIONADAS	-
(-) PROVISION CUENTAS INCOBRABLES COMERCIALES	-
INVENTARIOS -NETO-	15%
ANTICIPOS A PROVEEDORES	-
GASTOS PREPAGADOS	123%
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	99%
CUENTAS POR COBRAR ACCIONISTAS Y RELACIONADAS	-
IMPUESTOS DIVERSOS/OTROS ACTIVOS CTES	26%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>12%</b>
ACTIVO FIJO -NETO-	10%
ACTIVO INTANGIBLE Y GASTOS DIFERIDOS -NETO-	-
INVERSIONES EN ACCIONES	-
CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES LARGO PLAZO	-
CUENTAS POR COBRAR ACCIONISTAS Y RELACIONADAS LARGO PLAZO	-
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>13%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>11%</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

La estructura de capital que se muestra al final del periodo analizado refleja un financiamiento del 96% proveniente del endeudamiento y 4% de capital propio. Esto nos indica que FRUDONMAR S.A. es una empresa altamente apalancada, pero gracias a esto se mantiene su crecimiento en ventas del 8.64% debido a la inversión en la capacidad productiva de la compañía, principalmente en sus insumos así como también en infraestructura, equipamiento y tecnificación.

Tabla 3.20 Cuentas de pasivo anuales del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>BALANCE GENERAL - PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
OBLIGACIONES BANCARIAS	\$ 812,00	\$ 2.650,00	\$ 1.245,00	\$ -	\$ -
PORCION CORRIENTE - DEUDA LARGO PLAZO	\$ -	\$ -	\$ 561,00	\$ 1.484,79	\$ 1.829,00
PROVEEDORES TERCEROS	\$ 4.495,00	\$ 3.681,00	\$ 5.188,00	\$ 6.272,28	\$ 7.918,00
PROVEEDORES RELACIONADOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
ANTICIPOS DE CLIENTES	\$ 517,00	\$ 227,00	\$ 57,00	\$ 2,26	\$ 234,00
DEUDAS FISCALES	\$ 82,00	\$ 269,00	\$ 321,00	\$ 313,74	\$ 426,00
GASTOS ACUMULADOS POR PAGAR	\$ 54,00	\$ 66,00	\$ 64,00	\$ 67,58	\$ 80,00
CUENTAS POR PAGAR ACCIONISTAS Y RELACIONADAS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
OTROS PASIVOS CORRIENTES	\$ -	\$ 18,00	\$ 7,00	\$ 4,09	\$ -
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 5.960,00</b>	<b>\$ 6.911,00</b>	<b>\$ 7.443,00</b>	<b>\$ 8.144,73</b>	<b>\$ 10.487,00</b>
OBLIGACIONES BANCARIAS LARGO PLAZO	\$ 843,00	\$ 355,00	\$ 1.113,00	\$ 728,16	\$ 376,00
PROVEEDORES TERCEROS Y RELACIONADOS LARGO PLAZO	\$ 137,00	\$ 293,00	\$ 88,00	\$ -	\$ -
CUENTAS POR PAGAR ACCIONISTAS Y RELACIONADAS LARGO PLAZO	\$ 293,00	\$ 273,00	\$ 264,00	\$ 5,59	\$ 16,00
PROVISION PARA JUBILACION	\$ -	\$ -	\$ 83,00	\$ 101,94	\$ 107,00
OTROS PASIVOS NO CORRIENTES	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.273,00</b>	<b>\$ 921,00</b>	<b>\$ 1.548,00</b>	<b>\$ 835,69</b>	<b>\$ 499,00</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$ 7.233,00</b>	<b>\$ 7.832,00</b>	<b>\$ 8.991,00</b>	<b>\$ 8.980,42</b>	<b>\$ 10.986,00</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

El 95% de los pasivos totales corresponden a deuda de corto plazo o deuda corriente, siendo la cuenta de pago a proveedores (cuentas por pagar) la de mayor relevancia con un promedio anual de \$ 5.51 millones aproximadamente y una tasa de crecimiento promedio anual del 17%.

En el endeudamiento de largo plazo se ve una tendencia decreciente con una variación promedio anual del -11%, marcada principalmente por los 3 últimos años (2012, 2013 y 2014), el nivel de endeudamiento de largo plazo representa el 5% del total de los pasivos en el último año.

Como se mencionó anteriormente el nivel de financiamiento de FRUDONMAR S.A. por sus recursos propios es de aproximadamente el 4%, con un promedio anual de \$ 371 mil y una variación promedio de 15%, según los balances 2010-2014 de la compañía.

Tabla 3.21 Cuentas de patrimonio anuales del Balance General de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>BALANCE GENERAL - PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
CAPITAL SOCIAL PAGADO	\$ 130,00	\$ 130,00	\$ 130,00	\$ 130,00	\$ 130,00
RESERVA LEGAL	\$ 12,00	\$ 14,00	\$ -	\$ 14,28	\$ 14,28
RESERVA DE CAPITAL	\$ -	\$ -	\$ 14,00	\$ -	\$ -
RESERVA POR VALUACION	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
OTRAS RESERVAS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
APORTES FUTURAS CAPITALIZACIONES	\$ 25,00	\$ 25,00	\$ 25,00	\$ 25,00	\$ 25,00
RESERVA FACULTATIVA	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
UTILIDADES NO DISTRIBUIDAS	\$ 91,00	\$ 108,00	\$ 154,00	\$ 183,75	\$ 145,76
UTILIDAD DEL EJERCICIO	\$ 18,00	\$ 109,00	\$ 30,00	\$ 33,67	\$ 141,00
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$ 276,00</b>	<b>\$ 386,00</b>	<b>\$ 353,00</b>	<b>\$ 386,71</b>	<b>\$ 456,05</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$ 7.509,00</b>	<b>\$ 8.218,00</b>	<b>\$ 9.344,00</b>	<b>\$ 9.367,12</b>	<b>\$ 11.442,05</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

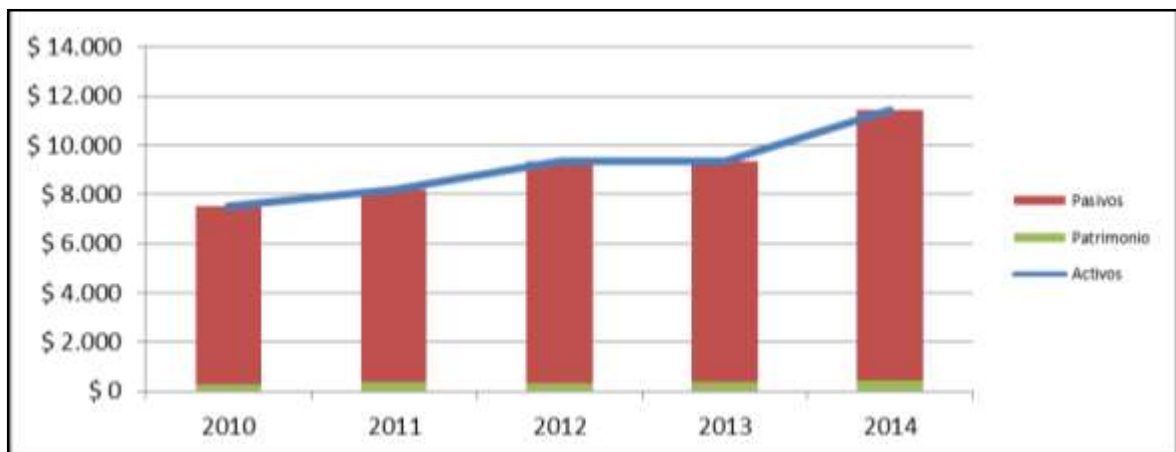
Tabla 3.22 Estructura de capital de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>ESTRUCTURA</b>					
<b>en miles (USD)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Activos	7.509	8.218	9.344	9.367	11.442
Pasivos	7.233	7.832	8.991	8.980	10.986
Patrimonio	276	386	353	387	456

\*Expresado en USD. (Miles)

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Ilustración 3.8 Estructura de capital FRUDONMAR S.A. en miles de \$ (2010 - 2014)



Elaboración: Autores

Fuente: Balance General FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

## Indicadores Financieros

En esta parte del proyecto se va a analizar internamente la compañía FRUDONMAR a través de sus indicadores financieros, los cuales se han dividido en 4 grupos:

- Indicadores de liquidez
- Indicadores de solvencia
- Indicadores de gestión
- Indicadores de rentabilidad

*Las razones de liquidez* informaran cómo se encuentra la empresa en cuanto al efectivo, cuanta liquidez posee el negocio, entre los principales encontramos:

Tabla 3.23 Indicadores de Liquidez de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>Liquidez</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
CAPITAL DE TRABAJO (en miles)	-1.691,00	-3.150,00	-3.199,00	-3.554,20	-4.038,00
INDICE DE LIQUIDEZ (veces)	0,72	0,54	0,57	0,56	0,61
PRUEBA ACIDA (veces)	0,23	0,29	0,27	0,32	0,28

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.24 Promedio de Indicadores de Liquidez de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>Liquidez</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
CAPITAL DE TRABAJO (en miles)	-3.126,44	28,14%
INDICE DE LIQUIDEZ (veces)	0,60	-2,82%
PRUEBA ACIDA (veces)	0,28	6,62%

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

El capital de trabajo promedio de la compañía analizada es de -3.12 millones de dólares lo que indica que es el monto promedio anual que necesita para poder operar con normalidad.

El índice de liquidez corriente no es muy favorable para FRUDONMAR ya que indica que no cubre sus pasivos corrientes ni una sola vez con sus activos corrientes, apenas en el total de los 5 años analizados cubre en promedio el 0.6 veces los pasivos corrientes.



La prueba ácida que se realiza tiene el mismo panorama que el indicador anterior, sus activos más líquidos cubren en promedio tan solo 0.28 veces sus pasivos en los 5 años.

*Los indicadores de solvencia* dirán en qué grado de endeudamiento se encuentra la empresa, para esto se analizarán los siguientes indicadores:

Tabla 3.25 Indicadores de Solvencia de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>Solvencia</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
OBLIGACIONES BANCARIAS TOTAL (en miles)	1.655,00	3.005,00	2.919,00	2.212,95	2.205,00
ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL (veces)	26,21	20,29	25,47	23,22	24,09
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	96%	95%	96%	96%	96%
ENDEUDAMIENTO DEL ACTIVO FIJO (veces)	0,09	0,09	0,07	0,08	0,10
APALANCAMIENTO	27,21	21,29	26,47	24,22	25,09

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.26 Promedio de Indicadores de Solvencia de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>Solvencia</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
OBLIGACIONES BANCARIAS TOTAL (en miles)	2.399,39	13,54%
ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL (veces)	23,86	-0,53%
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	96%	-0,08%
ENDEUDAMIENTO DEL ACTIVO FIJO (veces)	0,09	6,08%
APALANCAMIENTO	24,86	-0,58%

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Según la razón de endeudamiento el 96% de los activos de FRUDONMAR S.A. están financiados con deuda, mientras que el patrimonio está comprometido en un promedio de 23.86 veces para cubrir sus deudas, mostrando que la mayor parte de los fondos de la empresa provienen de sus acreedores.

El endeudamiento de activo fijo de FRUDONMAR indica que en promedio el 9% de la propiedad planta y equipo está cubierta por el capital propio de la empresa. El apalancamiento indica que la empresa ha conseguido activos en 24.86 veces con respecto a su capital invertido.

Los indicadores de gestión permitirán analizar los resultados de la gestión administrativa en los últimos 5 años de la compañía, lo que mostrará el rendimiento de las políticas empresariales aplicadas.

Tabla 3.27 Indicadores de Gestión de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>Gestión</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
ROTACION DE INVENTARIO	6,29	12,64	11,15	13,32	6,91
ROTACION DE CARTERA	16,62	17,98	15,78	14,35	10,03
ROTACION DE ACTIVO FIJO	6,32	9,00	5,21	5,87	5,94
ROTACION DE VENTAS	2,63	3,34	2,85	2,93	2,30
PERIODO MEDIO DE COBRANZAS	21,96	20,30	23,13	25,44	36,38
IMPACTO GASTOS ADM. Y VENTAS	0,06	0,05	0,06	0,06	0,08
IMPACTO DE LA CARGA FINANCIERA	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Tabla 3.28 Promedio de Indicadores de Gestión de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

<b>Gestión</b>	<b>Promedio</b>	<b>Δ%</b>
ROTACION DE INVENTARIO	10,06	15,15%
ROTACION DE CARTERA	14,95	-10,80%
ROTACION DE ACTIVO FIJO	6,47	3,51%
ROTACION DE VENTAS	2,81	-1,62%
PERIODO MEDIO DE COBRANZAS	25,44	14,84%
IMPACTO GASTOS ADM. Y VENTAS	0,06	8,12%
IMPACTO DE LA CARGA FINANCIERA	0,01	9,67%

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Los inventarios en FRUDONMAR rotan en promedio 10 veces por año, es decir, se mantienen almacenados al menos 1.2 meses antes de ser vendidos, por otro lado las cuentas por cobrar giran un promedio aproximado de 15 veces por año lo que significa la venta al menos espera 0.8 meses en ser cobrada, o más exacta 25 días según el indicador de Periodo promedio de cobranzas (PPC).

La eficiencia de la empresa para usar su planta y equipo ha sido de 6,47 veces reflejada en sus ventas y 2.81 veces con respecto a los activos totales de la misma.

Los dos últimos indicadores representan la porción de los gastos administrativos y gastos financieros sobre las ventas, 6% y 1% respectivamente.

Los indicadores de rentabilidad permiten analizar el rendimiento de los recursos de la empresa. Entre los principales están los siguientes:

Tabla 3.29 Indicadores de Rentabilidad de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

RETORNOS					
	2010	2011	2012	2013	2014
RETORNO SOBRE CAPITAL PROMEDIO (ROE%)	6.52	28.24	8.50	8.71	30.80
RETORNO SOBRE ACTIVO PROMEDIO (ROA%)	0.24	1.33	0.32	0.36	1.23
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS (%)	0.09	0.41	0.11	0.12	0.53

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

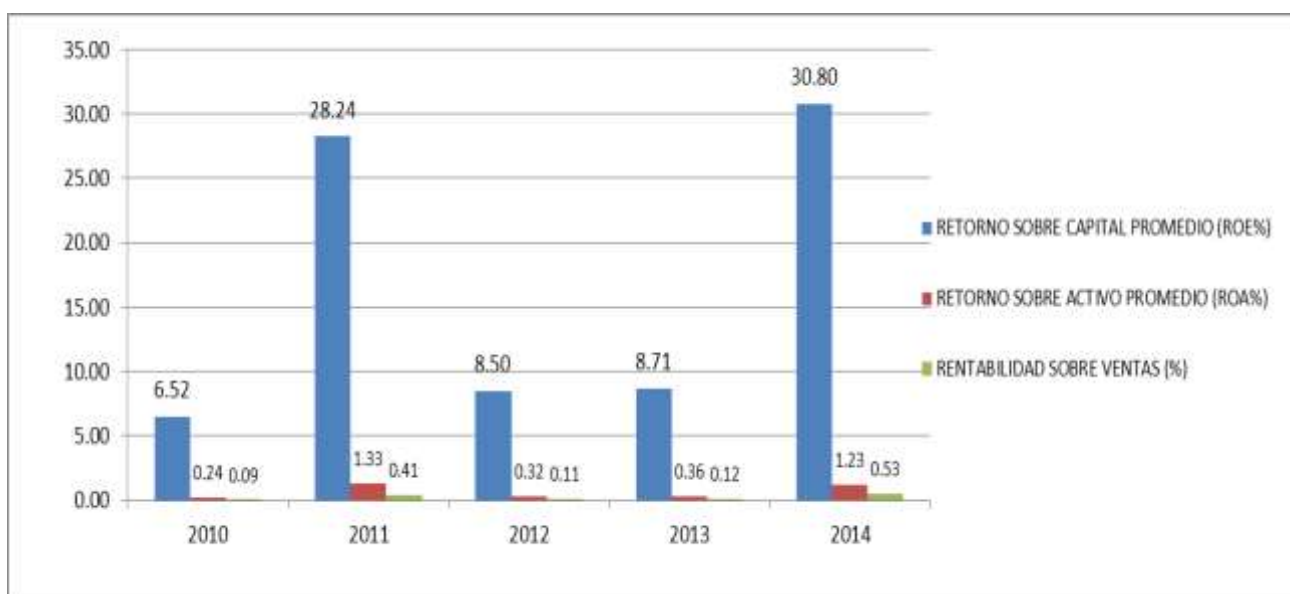
Tabla 3.30 Promedio de Indicadores de Rentabilidad de FRUDONMAR S.A. (2010 – 2014)

	Promedio	Δ%
RETORNO SOBRE CAPITAL PROMEDIO (ROE%)	16.55	129.82%
RETORNO SOBRE ACTIVO PROMEDIO (ROA%)	0.69	157.75%
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS (%)	0.25	156.22%

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

Ilustración 3.9 Principales indicadores de rentabilidad FRUDONMAR S.A. (2010 - 2014)



Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A. (2010-2014)

En primer lugar el ROE indica el rendimiento que genera la compañía a partir de los fondos invertidos en la compañía que es lo mismo decir que indica la capacidad de remunerar que tendría la empresa a partir del capital invertido por los accionistas. Según lo observado el ROE para FRUDOMAR es alto, alrededor de 16.55% y esto es debido a la relación de capital invertido sobre la rentabilidad. Los propietarios o accionistas comunes obtienen entonces un rendimiento del 16.55% sobre su capital propio.

ROA indica el rendimiento global de la empresa sobre la inversión, para este caso FRUDONMAR está obteniendo un rendimiento del 0.69% sobre sus activos totales.

Mientras el margen neto deduciendo los impuestos (participación a trabajadores e impuesto a la renta) representa apenas el 0.25% de lo vendido aproximadamente.

#### **4. VALORACIÓN DE FRUDONMAR S.A.**

De los diferentes tipos de cálculos se empleará el método contable del patrimonio proveniente de la metodología de Balance General, de manera que sirva para cotejar y a la vez corroborar lo determinado a través de la revisión de la literatura en el capítulo 2 descartando los otros tipos de cálculos como el valor contable ajustado por su dificultad de determinar los precios de mercado de los activos, el valor llave ya que la empresa FRUDONMAR S.A. no considera poseer un goodwill, el valor de liquidación también se descarta ya que la empresa no está en estado de cierre o cesar sus actividades y el valor sustancial ya que según (Fernández, 2008) este método es una similitud del valor de liquidación además de los también descartados métodos de múltiplos y de opciones reales.

El otro método que se utilizará en esta investigación será la metodología de flujo de caja descontado ya que según los diferentes autores citados en el presente trabajo es el método mayormente usado por los expertos en valoración de empresas, ya que considera las perspectivas futuras de la empresa. El tipo de enfoque que se aplicara será el Adjusted Present Value (APV), ya que este método propone incluir el ahorro fiscal, partiendo primero de calcular el valor de la empresa utilizando el método de flujo de caja libre y usando como tasa la exigida por los accionistas pero bajo el supuesto que la empresa no tiene deuda.

##### **4.1 Valoración por el Método de Balance General**

Como se mencionó en el marco teórico del proyecto de investigación el método del balance general es un método que considera a los activos netos de la compañía, es decir, al patrimonio como el valor de la empresa.

Este valor contable básicamente sirve como referencial para conocer el valor de la empresa, ya que según (Fernández, 2008) este valor no coincidirá con el valor de mercado de las acciones debido a que se basa únicamente en registros históricos de la compañía.

Se tiene que el total de activos de la compañía FRUDONMAR S.A. para el 2014 alcanza un valor de \$11, 442,047.70 y los pasivos totales para el mismo periodo contable suman \$10, 986,000.00.

En base al método contable la metodología de cálculo dice que para determinar el valor de la empresa consiste en la aplicación de la siguiente formula:

$$\text{Valor de la firma} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Total}$$

Tabla 4.1 Método Contable de Balance General. Valorización de FRUDONMAR S.A.

TOTAL ACTIVO	\$ 11,442,047.70
TOTAL PASIVO	\$ 10,986,000.00
<b>VALOR PATRIMONIAL DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 456,047.70</b>

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A.

Por lo tanto se tiene que el valor patrimonial estimado de FRUDONMAR S.A. utilizando el método contable de Balance General es de \$456,047.70 al 31 de diciembre del 2014 y el valor de la empresa está representado por el total de sus activos \$11, 442,047.70.

#### 4.2 Valoración por el Método de descuento de flujo de fondos

El siguiente paso para determinar el método más conveniente para valorar una PYME en el Ecuador será hacer la valoración de FRUDONMAR S.A. mediante la metodología de flujo de caja descontado con el enfoque Adjusted Present Value (APV), que a diferencia del método contable de Balance General utilizado en el apartado anterior se considerará las proyecciones futuras que probablemente tendrá la compañía gracias a su capacidad productiva, las cuales serán traídas a valor presente para determinar el valor estimado de la empresa.

Los supuestos para la proyección de los flujos futuros se basan mayormente en sus datos históricos de sus estados financieros, que son el reflejo de funcionamiento en los 5 últimos años (2010 – 2014).

La proyección comprende 6 periodos contables del 2015 (año en curso y afectado por regulaciones arancelarias) hasta el 2020, se escogió este lapso de tiempo ya que la

empresa pertenece a un mercado flexible por lo que no es conveniente proyectar en un periodo de 10 años por el comportamiento cíclico del mismo.

Para empezar la proyección, se estimó primero el año en curso (2015) el cual está siendo afectado por las regulaciones arancelarias que el gobierno impuso para este periodo, para lo cual el departamento contable-financiero de la empresa FRUDONMAR S.A. basó su proyección en los siguientes supuestos.

Tabla 4.2 Proyecciones 2015 FRUDONMAR S.A.

SUPUESTOS	2015
VENTAS *	11%
COSTOS DE VENTAS **	91%
BAJAS DE INVENTARIOS **	5%
GASTOS ADMINISTRATIVOS **	4%
GASTOS DE VENTAS **	2%
GASTOS FINANCIEROS **	0.7%

\* Variación cíclica histórica de las ventas estimada por Frudonmar para el año 2015

\*\* Variación en función de las ventas proyectadas

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A.

Una vez proyectado el año 2015 se procede a estimar los 5 periodos anuales siguientes (2016 – 2020), en el cual se procede a utilizar la tasa de crecimiento promedio anual que han tenido las ventas históricas de la empresa FRUDONMAR en los últimos 5 años (2010 – 2014).

Tabla 4.3 Supuestos para proyecciones anuales de FRUDONMAR S.A. (2015 – 2020)

Tasa de crecimiento de las ventas	8.50%
% Costo de ventas*	92%
% Gastos administrativos*	4.2%
% Gastos de ventas*	1.9%
% Gastos interes pagado*	0.7%

\*Porcentaje con respecto de las ventas

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A.

El comportamiento de las ventas históricas de FRUDONMAR S.A. en el periodo 2010 – 2014 informan que han ido variando en promedio en un 8.5% adicional con respecto

al año anterior y que los costos de ventas y gastos se comportan de la manera que se muestra en el cuadro anterior con respecto a las ventas.

De esta manera queda proyectado el estado de resultados de la empresa FRUDONMAR S.A. para el periodo de análisis:

Tabla 4.4 Proyección de Estado de P&G de FRUDONMAR S.A. (2015 – 2020)

<b>ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
VENTAS NETAS	\$ 29,447.38	\$ 31,955.07	\$ 34,670.89	\$ 37,617.52	\$ 40,814.58	\$ 44,283.36
(-) COSTO DE VENTAS	\$ 26,850.27	\$ 29,426.29	\$ 31,927.19	\$ 34,640.64	\$ 37,584.70	\$ 40,778.97
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$ 2,597.11</b>	<b>\$ 2,528.78</b>	<b>\$ 2,743.70</b>	<b>\$ 2,976.88</b>	<b>\$ 3,229.88</b>	<b>\$ 3,504.39</b>
(-) GASTOS DE ADMINISTRACION	\$ 1,291.60	\$ 1,345.34	\$ 1,459.68	\$ 1,583.74	\$ 1,718.34	\$ 1,864.38
(-) GASTOS DE VENTAS	\$ 645.58	\$ 590.23	\$ 640.40	\$ 694.82	\$ 753.88	\$ 817.95
(+/-) OTROS INGRESOS / EGRESOS OPERATIVOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>\$ 659.93</b>	<b>\$ 593.20</b>	<b>\$ 643.62</b>	<b>\$ 698.32</b>	<b>\$ 757.67</b>	<b>\$ 822.06</b>
(-) INTERESES PAGADOS	\$ 207.41	\$ 234.32	\$ 254.24	\$ 275.84	\$ 299.29	\$ 324.72
(+) INTERESES GANADOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(+/-) DIFERENCIA EN CAMBIO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>UTILIDAD OPERATIVA DESPUES DE COSTOS FINANCIEROS.</b>	<b>\$ 452.52</b>	<b>\$ 358.88</b>	<b>\$ 389.38</b>	<b>\$ 422.47</b>	<b>\$ 458.38</b>	<b>\$ 497.34</b>
(+/-) GANANCIA/PERDIDA EN LIBROS EN VENTA DE ACTIVOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(+) OTROS INGRESOS NO OPERATIVOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(-) OTROS GASTOS NO OPERATIVOS	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION TRABAJADORES</b>	<b>\$ 452.52</b>	<b>\$ 358.88</b>	<b>\$ 389.38</b>	<b>\$ 422.47</b>	<b>\$ 458.38</b>	<b>\$ 497.34</b>

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A.

Tabla 4.5 Proyección de Información adicional de Estado de P&G de FRUDONMAR S.A. (2015 – 2020)

<b>Información Adicional Estado de Pérdidas y Ganancias</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Provisiones	\$ -	\$ 15.81	\$ 17.15	\$ 18.61	\$ 20.19	\$ 21.90
Depreciaciones	\$ 200.99	\$ 215.18	\$ 233.47	\$ 253.31	\$ 274.84	\$ 298.19
Amortizaciones	\$ -	\$ 0.03	\$ 0.04	\$ 0.04	\$ 0.04	\$ 0.05
<b>TOTAL PROVISIONES, DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES</b>	<b>\$ 200.99</b>	<b>\$ 231.02</b>	<b>\$ 250.65</b>	<b>\$ 271.95</b>	<b>\$ 295.07</b>	<b>\$ 320.14</b>
EBITDA	\$ 860.91	\$ 824.22	\$ 894.27	\$ 970.27	\$ 1,052.74	\$ 1,142.21

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A.

Una vez obtenidos los datos proyectados de las ventas, costos de ventas y gastos anuales se construye el flujo de caja en el que se tomará en cuenta los ingresos operativos netos de la compañía (utilidad operativa), a esta se le descuenta el efecto combinado de la participación a trabajadores (15%) e impuesto a la renta (22%).



La importancia de usar el efecto combinado de impuestos es el beneficio que se obtiene por el pago de interés ya que aplica no solamente a la reducción de impuesto a la renta, sino también al pago que se asignaría a la participación a trabajadores.

Tabla 4.6 Efecto combinado de Participación a trabajadores e Impuesto a la Renta

Efecto combinado de part. Trab (15%) e IR (22%)	
Utilidad	100%
Part. Trab (15%)	15%
Base imponible (IR)	85%
Imp. Renta (22%)	18.70%
Tasa Impositiva	33.7%

Elaboración: Autores

Obteniendo de esta manera el NOPAT para el periodo de análisis de la compañía FRUDONMAR S.A.

Tabla 4.7 Estimaciones de NOPAT (2015 – 2020)

Estimaciones del flujo de caja del periodo de planificación (FFCF)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso operativo neto	\$ 659.93	\$ 593.20	\$ 643.62	\$ 698.32	\$ 757.67	\$ 822.06
Menos: impuestos	\$ (222.40)	\$ (199.91)	\$ (216.90)	\$ (235.33)	\$ (255.33)	\$ (277.03)
NOPAT	\$ 437.53	\$ 393.29	\$ 426.72	\$ 462.99	\$ 502.33	\$ 545.03

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Según los datos obtenidos del estado de resultado proyectado se calcula el total del valor amortizado anualmente (provisiones, depreciaciones y amortizaciones) para sumarlo al NOPAT ya que son valores que no restan fondos realmente, como se muestra en la tabla 4.5, página 60.

Por consiguiente se resta el Capital Expenditure (Capex) que son las inversiones en bienes de capitales que le generaran beneficio a la empresa. La gerencia de FRUDONMAR S.A. informó que para el 2015 al 2020 se invertirá alrededor de \$ 1.6 millones de dólares en paneles, refrigeración y sistema eléctrico, monto que es prorrateado para los 6 años de manera equitativa.

Tabla 4.8 Capital destinado a inversiones, Capex (2015 – 2020)

<b>PRESUPUESTO REAL GLOBAL DE LA INVERSION</b>	
\$ 697.592,78	PANELES
\$ 644.388,16	REFRIGERACION
\$ 250.000,00	ELECTRICO
<b>\$ 1.591.980,94 MONTO TOTAL</b>	
\$ 265.330,16	*MONTO ANNUAL

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

El capital de trabajo neto se proyectó mediante el método contable, calculando las cuentas de caja ( (ventas/360) x 2 ), cuentas por cobrar ( (rotación cuentas por cobrar/360) x ventas ), inventario ( (rotación inventario/360) x ventas ) y cuentas por pagar ( (rotación cuentas por pagar/360) x ventas ) como lo define (Briceño, 2011) “Es la capacidad que tiene una empresa de operar en el corto plazo” donde el Capital Neto de Trabajo estaría expresado de la siguiente manera:

Ilustración 4.1 Formula de Capital de Trabajo Neto



Fuente: [www.valios.co](http://www.valios.co) (julio 2014)

Tabla 4.9 Estimación de la variación de Capital de Trabajo Neto (2015 – 2020)

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
(+) Estima Caja	\$ 70,00	\$ 163,60	\$ 177,53	\$ 192,62	\$ 208,99	\$ 226,75	\$ 246,02
(+) Estima CxC	\$ 2.644,00	\$ 2.144,89	\$ 2.327,54	\$ 2.525,36	\$ 2.739,98	\$ 2.972,85	\$ 3.225,51
(+) Estima Inv	\$ 3.559,00	\$ 3.201,33	\$ 3.473,95	\$ 3.769,20	\$ 4.089,54	\$ 4.437,10	\$ 4.814,20
(-) Estima CxP	\$ 7.918,00	\$ 7.072,16	\$ 7.674,42	\$ 8.326,66	\$ 9.034,33	\$ 9.802,14	\$ 10.635,22
CTN	\$ (1.645,00)	\$ (1.562,35)	\$ (1.695,40)	\$ (1.839,49)	\$ (1.995,82)	\$ (2.165,45)	\$ (2.349,48)
<b>Variacion de CTN</b>	<b>\$ 82,65</b>	<b>\$ (133,05)</b>	<b>\$ (144,09)</b>	<b>\$ (156,34)</b>	<b>\$ (169,62)</b>	<b>\$ (184,04)</b>	

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Con las estimaciones realizadas del NOPAT, las amortizaciones, el CAPEX y las variaciones en el capital de trabajo neto se procede a calcular los flujos de caja para el periodo de análisis.

Tabla 4.10 Estimación de los flujos de caja desapalancados (2015 – 2020)

	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Ingreso operativo neto	\$ 659,93	\$ 593,20	\$ 643,62	\$ 698,32	\$ 757,67	\$ 822,06
(-) Impuestos	\$ (222,40)	\$ (199,91)	\$ (216,90)	\$ (235,33)	\$ (255,33)	\$ (277,03)
(=) NOPAT	\$ 437,53	\$ 393,29	\$ 426,72	\$ 462,99	\$ 502,33	\$ 545,03
(+) Amortización	\$ 200,99	\$ 231,02	\$ 250,65	\$ 271,95	\$ 295,07	\$ 320,14
(-) CAPEX	\$ (265,33)	\$ (265,33)	\$ (265,33)	\$ (265,33)	\$ (265,33)	\$ (265,33)
(-) Variación en capital cte. Neto	\$ 82,65	\$ (133,05)	\$ (144,09)	\$ (156,34)	\$ (169,62)	\$ (184,04)
FFCF	\$ 455,84	\$ 225,93	\$ 267,95	\$ 313,27	\$ 362,45	\$ 415,80

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Para poder descontar los flujos de caja desapalancados de la empresa se estimó la tasa de descuento mediante el modelo de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) ya que el negocio se financia tanto con deuda como con capital. Para obtener el WACC es necesario calcular el costo de capital mediante Capital Asset Pricing Model (CAPM), el cual indica que los rendimientos que obtenga un activo dependerán del riesgo no diversificable del mercado ( $\beta$ ), de los retornos esperados del mismo ( $R_m - R_f$ ) y de los retornos de activos libres de riesgo ( $R_f$ ).

$$Re = Rf + \beta\{E(Rm) - Rf\}$$

Por consiguiente se investigó los valores más actuales posibles a la fecha (Junio 2015) en fuentes secundarias de información ([damodaran.com](http://damodaran.com), [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com) y [bce.fin.ec](http://bce.fin.ec)), obteniendo que el beta desapalancado de la industria de comercialización de alimentos al por mayor en mercados emergentes es de 0.46 ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)) lo que significa que el negocio tiene un riesgo menor al riesgo promedio del mercado. Para efectos de considerar el riesgo financiero que enfrenta específicamente la empresa debido a su alto endeudamiento se procede a apalancar el beta:

$$\beta_l = \beta_u \left[ 1 + (1 - T_c) \frac{D}{P} \right]$$

Como se indicó en el capítulo anterior la estructura de capital de la empresa FRUDONMAR S.A. está representada por un 96% de deuda (D/V) y un 4% de capital propio (E/V), valores que fueron obtenidos de los promedios de estructura de capital de los 5 últimos periodos contables (2010-2014). Para efectos del apalancamiento del beta se considera únicamente el nivel de deuda que tiene costo (D) para el último año (2014), la cual representa un valor de 83% y el capital propio (P) un valor de 17%, obteniendo un beta apalancado de la empresa de 1.94.

Tabla 4.11 Apalancamiento del beta de la industria

$\beta_u$	0.46
$T_c$	33.7%
D	\$ 2,205.00
P	\$ 456.05
<b>Beta apalancado</b>	<b>1.94</b>

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A, [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

Por otro lado el rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 30 años (30Y T-Bonds) a junio 2015 se estima en un 3.19% ([www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)), mientras que el promedio geométrico histórico de los 10 últimos años de los excesos de los retornos del mercado sobre los t-bonds se estimaron en 2.73% ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)).

Adicional a esto se hace el ajuste del riesgo país ya que Ecuador es un país emergente sumándole a la fórmula del modelo CAPM los 824 puntos base que estimo el Banco Central del Ecuador en su portal ([www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)) para el mes de junio del 2015.

Según estos datos se estimó que la tasa de retorno mínima exigida por el inversionista es del 8.49% y con el ajuste de riesgo país asciende a 16.73%.

Tabla 4.12 Estimación del costo de capital (CAPM)

Beta apalancado	1.94
Rendimiento libre de riesgo	3.19%
Prima de riesgo del mercado	2.73%
Riesgo país (Default Spread Ecuador)	8.24%
<b>Costo desapalancado de los recursos propios</b>	<b>8.49%</b>
<b>Costo desapalancado de los recursos propios ajustado</b>	<b>16.73%</b>

Elaboración: Autores

Fuente: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) y [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

Como ya se obtuvo el costo de capital para descontar los flujos desapalancados, ahora se pretende calcular el costo de la deuda, la cual fue calculada como el promedio ponderado del peso de los saldos adeudados y las tasa de interés de cada deuda, obteniendo un costo de deuda de 7.79%.

Tabla 4.13 Estimación del costo de la deuda

Deuda	Saldo aproximado de deuda	Peso	Tasa de Interes
1	\$ 1,738,000.00	76.07%	7.80%
2	\$ 541,048.00	23.68%	7.75%
3	\$ 5,615.00	0.25%	8.92%
<b>Total</b>	<b>\$ 2,284,663.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.79%</b>

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Una vez calculados los costos de capital ( $Re$ ) y costo de deuda ( $Rd$ ), se procede a estimar el costo promedio ponderado de los recursos (WACC) para descontar los flujos de caja libres de la empresa:

$$wacc = \frac{D}{V} \cdot Rd \cdot (1 - T) + \frac{E}{V} \cdot Re$$

De modo que se tiene un costo de deuda ( $Rd$ ) del 7.79% se procede a descontarle el beneficio que genera el ahorro fiscal aplicando la tasa  $(1-T)$ , donde  $T$  es la tasa impositiva

resultante del efecto combinado de la participación a trabajadores e impuesto a la renta (33.7%), obteniendo un costo neto de la deuda de del 5.17%.

En cuanto al costo de capital (Re) ya se calculó anteriormente la tasa para descontar los flujos de caja desapalancados la cual fue de 16.73%

Es así que el costo de capital promedio ponderado está estimado de la siguiente manera, ponderando los costos de capital y deuda por sus respectivos niveles 17% y 83% respectivamente, obteniendo una tasa de descuento del 7.15%.

Tabla 4.14 Estimación del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

Costo de la deuda	7.79%
Tipo impositivo	33.7%
<b>Costo neto de la deuda</b>	<b>5.17%</b>
Beta apalancada promedio	1.94
Riesgo país (Default Spread Ecuador)	8.24%
Rendimiento de bono a 30 años	3.19%
Prima de riesgo del mercado	2.73%
<b>Costo apalancado de los recursos propios</b>	<b>16.73%</b>
Ratio de endeudamiento	0.83
Proporción de los recursos propios	0.17
<b>Costo estimado del capital WACC</b>	<b>7.15%</b>

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A, [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) y [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

Una vez obtenida la tasa de descuento del 7.15% se calcula el valor presente de los flujos futuros estimados para los 6 periodos obteniendo que el valor presente de los flujos de caja libre de la empresa alcanzan un monto de \$ 1,609,148.90.

Tabla 4.15 Estimación del valor presente de los flujos de caja desapalancados (2015 – 2020)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>FFCF</b>	\$ 455.84	\$ 225.93	\$ 267.95	\$ 313.27	\$ 362.45	\$ 415.80
<b>Valor presente de los FFCF</b>	<b>\$1,609</b>					

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Como otro punto importante para obtener el valor de la empresa se debe estimar el valor de los ahorros fiscales, según lo propone la metodología aplicada (APV), de esta manera se proyectó los gastos financieros de la empresa para los siguientes 6 periodos.

Donde la tasa impositiva aplicada para determinar el valor de los ahorros fiscales se basa en el efecto combinado del 15% de la participación a trabajadores y el 22% del impuesto a la renta según se explicó en páginas anteriores (33.70%).

La tasa de descuento aplicada obedece al costo de financiamiento que tiene la empresa, la cual fue calculada como el promedio ponderado del peso de los saldos adeudados y las tasa de interés de cada deuda, 7.79% (página 65).

Tabla 4.16 Estimación del valor presente de los beneficios fiscales (2015 – 2020)

Valor de los ahorros fiscales por los intereses	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gastos de intereses	\$ 207,41	\$ 234,32	\$ 254,24	\$ 275,84	\$ 299,29	\$ 324,72
Ahorros fiscales	\$ 69,90	\$ 78,97	\$ 85,68	\$ 92,96	\$ 100,86	\$ 109,43
Tasa de descuento	7,79%					
<b>Valor presente del ahorro fiscal por los intereses</b>	<b>\$409</b>					

\*Expresado en USD. (Miles)

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Para calcular el valor residual de la proyección de los flujos futuros estimados para FRUDONMAR S.A. se utilizó el método de Gordon & Shapiro en el que se realiza la perpetuidad del flujo estimado del último periodo, descontado a una tasa donde interviene el costo ponderado de la deuda y el capital (WACC), bajo el supuesto que las expectativas de crecimiento de la empresa se dan en una tasa constante (g) hacia el infinito.

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{FFCF} \cdot (1 + g)}{\text{Re} - g}$$

Volviendo al método de Gordon para calcular el valor residual se obtuvo que el flujo de caja desapalancado del último periodo sería de \$ 415,803.06 y se espera que los flujos de caja crezcan a una tasa del 3.24%, como resultado de la regresión de los flujos anuales proyectados en el programa R (Anexo 2). Ya calculado el costo de capital promedio ponderado (WACC) igual al 7.15%, se tiene que el valor terminal es de \$ 10.97 millones y

traído a valor presente es de aproximadamente \$ 7.25 millones, como se muestra a continuación:

Tabla 4.17 Estimación del valor residual

FFCF del ultimo periodo de planificacion	\$	415.80
WACC		7.15%
Tasa de crecimiento (g)		3.24%
Valor terminal	\$	<u>10,972.26</u>
Valor presente del valor terminal	\$	<u><b>7,251</b></u>

*\*Expresado en USD. (Miles)*

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A

Finalmente sumando los 3 valores calculados propuestos por la metodología APV de flujo de caja descontado se tiene que el valor de la empresa FRUDONMAR S.A. es de aproximadamente \$9, 269,238.84.

Tabla 4.18 Método de Flujo de fondos descontados modelo APV. Valorización de FRUDONMAR S.A.

Valor presente de los FFCF	\$	1,609
Valor presente del ahorro fiscal por los intereses	\$	409
Valor presente del valor terminal	\$	<u>7,251</u>
<b>Valor de la empresa</b>	\$	<u><b>9,269</b></u>

*\*Expresado en USD. (Miles)*

Elaboración: Autores

Fuente: FRUDONMAR S.A



### 4.3 Análisis y comparación de resultados

El valor de la empresa obtenido por el método contable, está basado como lo indica su nombre en valores contables. Teóricamente el valor en libros es también un costo hundido lo que significa que se basa en el pasado y por lo tanto es irrelevante para las decisiones futuras.

El valor de la empresa resultante aplicando el método contable fue de \$11,442,047.70 correspondiente al total de activos y su valor patrimonial fue de \$456,047.70, se debe recordar la ecuación contable, Valor patrimonial de la firma = Activo Total – Pasivo Total.

De lo anterior se puede deducir que este valor sólo expresa aspectos cuantitativos de la empresa en otras palabras una situación patrimonial estática en el balance general, a diferencia del método de flujo de caja descontado donde intervienen los factores de riesgo de mercado que pueden afectar a la compañía.

Otro punto importante a resaltar de este análisis es la diferencia de los valores hallados entre el método Contable y el método de Flujo de caja descontado APV (\$ 2.1 millones), siendo el método contable quien proporcionó un mayor valor de \$ 11.4 millones contra \$ 9.3 millones del método de flujo de caja descontado la misma se explica revisando el análisis externo, donde la situación económica actual del país y medidas como las arancelarias han afectado a la industria donde se desarrolla FRUDONMAR S.A., factores que no se pueden apreciar en el método contable y cabe indicar que la compañía está en lo más alto de su etapa de madurez y las expectativas ya no son tan altas por eso intenta una estrategia de expansión, por otro lado está también el análisis interno en la que se puede observar que la compañía está altamente apalancada y donde el 96% de sus activos están financiados con deuda además que la empresa ha logrado conseguir activos en 24.86 veces respecto a su capital invertido por lo tanto es lógico que debido a su alto nivel de endeudamiento si genere también un alto riesgo.

Por lo tanto el resultado que se obtiene de valorar la empresa por el método de flujo de caja descontado APV de \$9, 269,238.84 es el valor más aproximado a la realidad de ahí que es un referencial para mostrar la mejor alternativa del valor de la empresa. Este valor implica dentro de su metodología el concepto de creación de valor por lo tanto contempla tanto el valor de los activos tangibles como de los intangibles mientras sean generadores de

beneficios futuros; además este valor calculado incluye aspectos que no fueron tomados para la valoración por el método contable como por ejemplo los distintos niveles de riesgo que afectan al negocio además de otros factores implícitos en el cálculo del costo capital, como el efecto del riesgo y el efecto de la relación entre capital propio y capital de terceros, además de ser mucho más ajustado a la realidad proporcionándoles a los accionistas una idea más clara de cómo ha sido su gestión hasta ahora y como han sido y serán muy probablemente capaces de generar valor, en este aspecto la empresa pese a estar altamente apalancada debido a una política de transparencia y buen uso de los recursos han sido capaces de cumplir con las obligaciones a lo largo de todos estos años también podemos apreciar la reinversión en recursos productivos propios del giro operacional del negocio además de correctas decisiones administrativas lo que lleva a que el resultado por el método de flujo descontado APV sea razonable bajo la óptica de los accionistas.

## 5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Se puede decir que existen muchas metodologías para valorar una empresa, negocio o activo y que cada una de ellas se acomoda a una situación distinta, es decir, que el método que una empresa escoja para ser valorada dependerá mucho del objetivo que quiera lograr con la valoración, ya sea fusión, declaración en banca rota, compra, venta, cotización en bolsa, expectativas de expansión o simplemente como indicador para medir su valor en periodos de tiempo.

Lo que se ha logrado con este trabajo es comparar la valoración de la empresa FRUDONMAR S.A., mediante 2 métodos comúnmente utilizados y como se mencionó en el párrafo anterior se escogieron los modelos más apropiados según el objetivo de la valoración y la situación de la compañía, que fueron: para el método contable se utilizó el modelo de cálculo de Balance General y para el método de flujo de caja descontado se utilizó el modelo APV.

Se encontró que el método de Balance General es muy fácil de aplicar, y que determina el valor de la empresa como la resta de sus activos totales menos sus pasivos totales, es decir, el valor de su patrimonio. Es un método que puede dar una respuesta rápida pero no real, ya que no estima el verdadero valor de la empresa en el mercado, debido a que no incluye sus proyecciones futuras ni el goodwill, ni otras variables económicas externas que alteran el mercado. Bajo el resultado de la aplicación de este método los propietarios y gerentes de esta empresa consideraron que el valor si estaba dentro de sus expectativas pero en base a su experiencia sabían que el cálculo no incluía diversos factores por lo cual no quedaron muy convencidos.

En cambio, el método de flujo de caja descontado mediante el modelo APV es mucho más complejo su cálculo, ya que lleva a una serie de procedimientos y estimaciones que requieren de mucha precisión. Lo que hace este método es proyectar los flujos futuros que se estima que podría generar la compañía dadas ciertas variables actuales del mercado y parámetros basados en datos históricos obtenidos de los estados financieros y estadísticas de la empresa.

Lo que se obtuvo finalmente es que el valor que proporcionó el modelo APV para la empresa FRUDONMAR S.A. (\$ 9.3 millones) fue aproximado al valor proporcionado por el Balance General debido a sus proyecciones futuras por todo lo que queda del ciclo de vida de la empresa, cumpliendo así con las expectativas de los propietarios y gerentes. Concluyendo de esta manera que el método de flujo de caja descontado fue el método más adecuado para determinar el valor de mercado de la empresa FRUDONMAR S.A., según la situación que presenta el mercado en la fecha actual.

A continuación se presentan ciertos parámetros según este estudio que se deberían considerar a la hora de valorar una PYME en el Ecuador:

Si se va a utilizar el método contable se debe tener en cuenta que es un modelo estático es decir no considera el potencial crecimiento que pueda tener la empresa en el futuro, por lo tanto como es un mecanismo rápido para obtener el valor de una empresa se recomienda que se tome el valor tan solo como un referencial temporal hasta hacer un cálculo más preciso y se recomienda también que los estados financieros estén debidamente auditados para evitar cualquier error.

Por otro lado, como se concluyó en este estudio que el método más apropiado para calcular el valor de una mediana empresa en el Ecuador (FRUDONMAR S.A.) es el método de descuento de flujo de fondos o de flujo de caja descontado se recomienda que a la hora de valorar una empresa se deben considerar los siguientes puntos:

1. Identificar el objetivo y el propósito de la valoración.
2. Realizar un estudio y análisis del mercado al que pertenece la compañía (análisis externo).
3. Realizar un análisis de la situación histórica y actual de la compañía (análisis interno).
4. Se recomienda que se trabaje con estados financieros ya auditados.
5. Determinar el periodo de planificación dependerá del tipo de negocio de la empresa, es decir, para empresas de mercados cíclicos o flexibles le convienen periodos cortos de 3 a 7 años. Para empresas con enormes inversiones que pertenecen a mercados más estáticos como por ejemplo el energético se pueden considerar periodos largos de 10 a 20 años.

6. Cuando se proyecten las ventas de la compañía una tasa de crecimiento de las mismas que se puede usar es el promedio de las variaciones históricas de la empresa y obligadamente ajustarla a las condiciones que se presenten ya sea por parte del mercado o por la misma gestión.
7. Para la estimación del CAPEX se requiere investigar con el área responsable cuales son los proyectos de inversión que tendrá la compañía durante el periodo de planeación y proyectar sus montos.
8. La variación de capital de trabajo neto es uno de los rubros más importantes, hay varias formas de calcularlo, la que se escogió para este trabajo fue la del método contable.
9. Como dijo Damodaran “La manera en que se ajuste el riesgo y crecimiento potencial y la manera en que se estime el flujo de efectivo es lo que hace la diferencia entre una pequeña o grande empresa en diferentes países”, sin duda lo más importante en la valoración mediante el método de flujo de fondos descontados es la estimación de las tasas de descuento donde interviene el riesgo.
10. Para la estimación del costo de capital ya sea por el método del CAPM o WACC es importante recolectar la información necesaria de fuentes confiables de información. Al ser este un país que no posee disponibilidad de este tipo de información de mercado se recomienda buscar en fuentes de países desarrollados o emergentes, que garanticen la confiabilidad de la información y luego ajustarla a las condiciones del mercado del país objeto de estudio.
11. Al igual que la estimación de la tasa de crecimiento promedio de la ventas, de la misma manera se puede estimar el gradiente, variable que es necesaria para el cálculo del valor residual mediante el método de Gordon & Shapiro, pero en función de los flujo de caja desapalancados producto de la proyección.

Para concluir acordando con Caballer y Moya (1997) el resultado de la valoración de una empresa no es un valor exacto o preciso, se puede decir que es una predicción del valor que puede tener la empresa en el mercado y que puede ser ajustado de acuerdo al uso final que se le vaya a dar a ese valor.

## Referencias

- Barrenche Correa, L. M., & Arenas Estrada, J. J. (2007). Manejo del riesgo financiero en la valoración de empresas. Medellín.
- Briceño, P. L. (3 de Enero de 2011). *Gestión*. Obtenido de <http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2011/01/metodos-para-estimar-el-capita.html>
- Caballer, V. (1998). *Métodos de Valoración de Empresas*.
- Chapman, Alan. (s.f.). *Businessball*. Obtenido de <http://www.businessballs.com/peanalysisfreetemplate.htm>
- Datosmacro. (s.f.). *Datosmacro*. Recuperado el 2015, de <http://www.datosmacro.com/estado/indice-percepcion-corrupcion/ecuador>
- Fernández, P. (2008). *Valoración de Empresas*. Barcelona: Ediciones Gestion 2000.
- Fernández, P. (2014). *Valoración de empresas y sensatez* (Cuarta ed.). Barcelona.
- INEC. (marzo de 2015). *Indicadores de Pobreza y desigualdad*. Recuperado el 2015, de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA>
- Labatut, G. (2005 Junio). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *Técnica Contable*, 18-31.
- López, F. J., & Luna, W. d. (2001). *Valoración de Empresas en la Practica*. España: MacGraw Hill.
- Pereyra, M. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*. Universidad ORT Uruguay, Facultad de Administración y Ciencias Sociales.

- Ribeiro, R. (2010). *Valuación de Empresas "Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes"*. Montevideo: KPMG.
- Rojo Ramírez, A., & Perez de Lema, D. (2006). La Valoración de Empresas en España: un estudio empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 913-934.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. Madrid: Pearson Educacion.
- Sequeda, P. (2014). *Finanzas Corporativas y valoración de empresas*. Bogota: Ediciones de la U.
- Sanjurjo, M. y Reinoso, (2003). *Guía de valoración de empresas*. Madrid. Prentice Hall /Financial Times (Pearson educación).
- Ribeiro C. & Anson J. (2007). *Análisis de los métodos de valoración utilizados en la práctica: un estudio con auditores independientes brasileños*. *Revista Universo Contábil*. Blumenau, 3(3), 123-138
- Asociación Española de Contabilidad y Administración (AECA). *Métodos de valoración de empresas más utilizados*. (2004). Madrid: España. Recuperado de [www.aeca.es](http://www.aeca.es)
- Terra M. (2008). *Valoración de Empresas: Una revisión de los métodos actuales*. (Documento de trabajo Nro. 41). Montevideo: Facultad de Administración y Ciencias Sociales, Universidad ORT.
- Caballer V. & Moya I. (1997). *Valoración de las empresas españolas*. Ediciones Piramide.
- Damodaran A. (2014). Consulta vía correo electrónico a través de su página <http://www.damodaran.com>
- Diario El Universo. (04 de 01 de 2015). *El petróleo cae y complica la economía de Ecuador este 2015*. <http://www.eluniverso.com/>

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos – INEC (2015). *Indicadores de Pobreza y desigualdad, marzo 2015*. Quito: Ecuador. Informe mensual. Recuperado de <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA>.

Superintendencia de Compañías (2014). *Actividad Económica de FRUDONMARS.A.* Guayaquil: Ecuador. Recuperado de [www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec)

Damodaran. (2015). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current*. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran. (2015). *Betas by sector*. Recuperado de [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

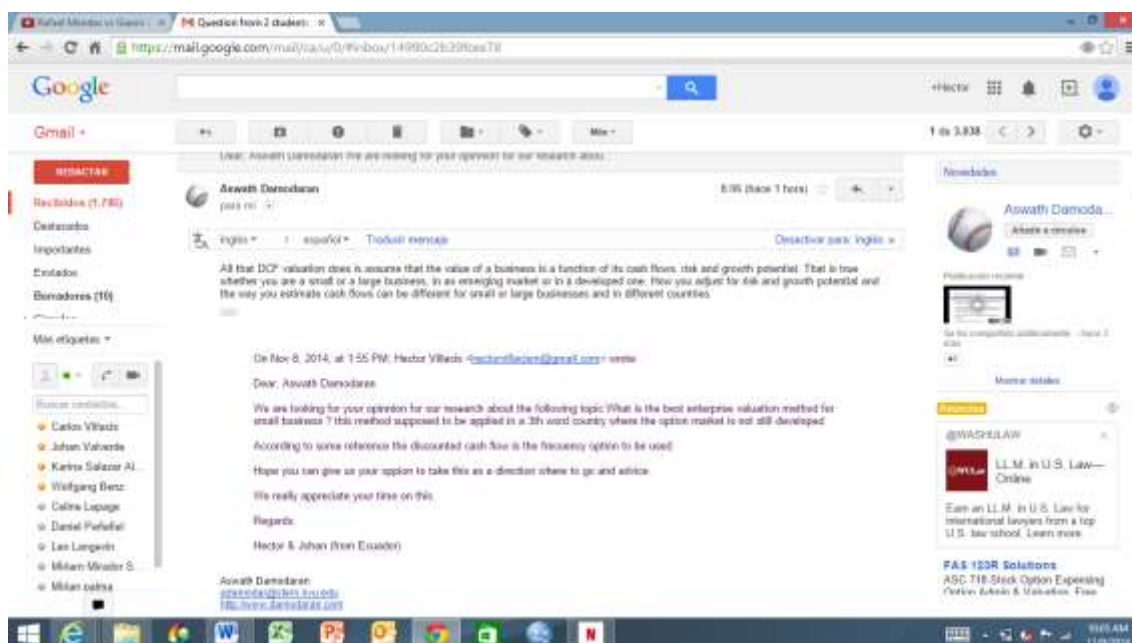
Banco Central del Ecuador (2015). *Riesgo país*. Guayaquil: Ecuador. Recuperado de [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

Yahoo Finance (2015). *Treasury Yield 30 Years*. Recuperado de [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)



# ANEXOS

# ANEXO 1



## ANEXO 2

The screenshot displays the RStudio environment with the following components:

- Source Editor:** Contains R code for loading data, calculating a trend, and forecasting. The code includes:

```
1 rm(list = ls())
2 File.choose()
3 setwd("C:/Users/THE/Desktop/T-E/ESTADOS FINANCIEROS/USADOS FINALES")
4
5 library(rJava)
6 library(XLConnect)
7 wb = loadWorkbook("TASAS DE CRECIMIENTO.XLSX")
8 misdatos <- readWorksheet(wb, sheet = "FPFC", startRow = 1, endRow = 7, startCol = 1, endCol = 2, header
9 totals <- ts(misdatos, start=c(2015, 1), end=c(2021, 6), frequency=1)
10
11
12 library(forecast)
13
14
15 tc <- tslm(log(FLUJO_PROYECTADO) ~ trend,
16 data.window(totals, start=c(2015), end=c(2020), frequency=1))
17
18 beta2 <- exp(coef(tc[1:2]))
19
20 tc_2 <- (beta2[2]-1)*100
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30
31
32
33
34
35
36
37
38
39
40
41
42
43
44
45
46
47
48
49
50
51
52
53
54
55
56
57
58
59
60
61
62
63
64
65
66
67
68
69
70
71
72
73
74
75
76
77
78
79
80
81
82
83
84
85
86
87
88
89
90
91
92
93
94
95
96
97
98
99
100
```
- Environment:** Shows the loaded objects: `misdatos` (6 obs. of 2 variables), `anio`, `FLUJO_PROYECTADO`, `beta2`, `tc`, `tc_2`, `totals`, and `wb`.
- Console:** Displays the execution output, including package loading messages and the result of the `cat` command: `TASA DE CRECIMIENTO PROMEDIO: 3.2357`.