

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



“Valuación Financiera de una Compañía Early-stage mediante la Metodología de Valoración de Nuevas Empresas”

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previo a la obtención del Título de:

Magíster en Finanzas

Presentado por:

Allison Denisse Villacís Méndez

Guayaquil – Ecuador

Abril - 2019

AGRADECIMIENTO

A Dios, por sus infinitas bendiciones y por darme la fuerza, paciencia y sabiduría en cada una de las metas que me he propuesto cumplir.

A mi mamá y abuela, quienes han estado en cada etapa de mi vida, alentándome a cumplir mis sueños y enseñándome que todo logro se alcanza a base de esfuerzos.

A mi papá, por brindarme su apoyo y amor para poder llegar a la culminación de mis estudios.

A mi futuro esposo, por ser incondicional y contribuir a mi crecimiento profesional y personal.

A mi tutor, Ph.D. Washington Macías y a cada uno de mis profesores por compartir e instruirnos con su valioso conocimiento.

A todos quienes han sido pilar fundamental para poder alcanzar mi meta.

DEDICATORIA

A Dios, quien me sustenta día a día.

A mi hermana menor, Ashley, con el objetivo de demostrarle de que somos capaces de cumplir todo lo que nos propongamos, y lo que más anhelo es que conquiste el mundo cumpliendo sus sueños.

COMITÉ DE EVALUACIÓN



MBA. Pablo Soriano Idrovo

Evaluador



M.Sc. Sara Escobar Murillo

Evaluador



Ph.D. Washington Macías Rendón

Tutor

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación me corresponde exclusivamente;
y el patrimonio intelectual del mismo a la **ESCUELA
SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**”



ALLISON VILLACÍS MÉNDEZ

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO.....	ii
DEDICATORIA.....	iii
COMITÉ DE EVALUACIÓN.....	iv
DECLARACIÓN EXPRESA.....	v
ÍNDICE GENERAL.....	vi
RESUMEN.....	ix
ÍNDICE DE FIGURAS.....	xi
ÍNDICE DE TABLAS.....	xii
ABREVIATURAS.....	xiii
CAPÍTULO I.....	1
1. Introducción.....	1
1.1. <i>Antecedentes</i>	1
1.2. <i>Planteamiento del problema</i>	2
1.3. <i>Objetivos del proyecto</i>	5
1.3.1. <i>Objetivo general</i>	5
1.3.2. <i>Objetivos específicos</i>	5
1.4. <i>Justificación</i>	6
CAPÍTULO II.....	7
2. Revisión de la literatura.....	7
2.1. <i>Conceptos de valoración</i>	7
2.2. <i>Métodos de valoración de empresas</i>	8
2.2.1. <i>Metodología de Valoración de Nuevas Empresas (MVNE) y la justificación de su elección.</i>	8

2.2.2.	<i>Análisis crítico de otros métodos de valoración de empresas</i>	9
2.2.2.1.	<i>Métodos contable o basado en el balance</i>	9
2.2.2.2.	<i>Método basado en la cuenta de resultados o múltiplos o comparables</i>	10
2.2.2.3.	<i>Métodos basados en descuentos de flujo de caja (cash flows)</i>	10
CAPÍTULO III		15
3.	Metodología	15
3.1.	<i>Tipo de estudio</i>	15
3.1.1.	<i>Fuentes de información</i>	16
3.1.1.1.	<i>Fuentes primarias</i>	16
3.1.1.2.	<i>Fuentes secundarias</i>	16
3.2.	<i>Metodología de Valoración de Nuevas Empresas (MVNE)</i>	17
3.2.1.	<i>Cálculo del VPNRP</i>	17
3.2.1.1.	<i>Flujo de Caja Libre (FCL)</i>	18
3.2.1.1.1.	<i>Inversión en capital de trabajo operativo ΔKT</i>	19
3.2.1.2.	<i>Valor Terminal</i>	20
3.2.2.	<i>Cálculo del VPND</i>	21
CAPÍTULO IV		23
4.	Análisis de la compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.	23
4.1.	<i>Análisis Externo</i>	23
4.1.1.	<i>Contexto macroeconómico</i>	23
	<i>Legislación ecuatoriana</i>	24
	<i>Producto Interno Bruto</i>	25
	<i>Inflación</i>	27
	<i>Balanza Comercial</i>	28

<i>Servicios</i>	29
4.2. <i>Análisis Interno</i>	30
4.2.1. <i>Misión</i>	30
4.2.2. <i>Visión</i>	30
4.2.3. <i>Valores</i>	31
4.2.4. <i>Servicios profesionales tributarios</i>	31
4.2.5. <i>Participación de las ventas por líneas de negocio</i>	32
4.2.6. <i>Mercados y competencia</i>	33
4.2.7. <i>Análisis FODA, ventajas y riesgos</i>	34
4.2.8. <i>Evolución de cifras financieras</i>	36
CAPÍTULO V	48
5. <i>Valoración Financiera de Asesores Tributarios Cía Ltda.</i>	48
5.1. <i>Estimación de flujos de caja proyectados</i>	48
5.2. <i>Estimación de las tasas de descuento</i>	52
5.2.1. <i>Costo Patrimonial</i>	52
5.2.2. <i>Costo de deuda</i>	53
5.3. <i>Estimación del valor terminal</i>	54
5.4. <i>Análisis de escenarios</i>	54
5.5. <i>Valoración financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.</i>	57
CONCLUSIONES	61
BIBLIOGRAFÍA	62

<i>Servicios</i>	29
4.2. <i>Análisis Interno</i>	30
4.2.1. <i>Misión</i>	30
4.2.2. <i>Visión</i>	30
4.2.3. <i>Valores</i>	31
4.2.4. <i>Servicios profesionales tributarios</i>	31
4.2.5. <i>Participación de las ventas por líneas de negocio</i>	32
4.2.6. <i>Mercados y competencia</i>	33
4.2.7. <i>Análisis FODA, ventajas y riesgos</i>	34
4.2.8. <i>Evolución de cifras financieras</i>	36
CAPÍTULO V.....	48
5. <i>Valoración Financiera de Proficonsult Asesores Cía Ltda.</i>	48
5.1. <i>Estimación de flujos de caja proyectados</i>	48
5.2. <i>Estimación de las tasas de descuento</i>	52
5.2.1. <i>Costo Patrimonial</i>	52
5.2.2. <i>Costo de deuda</i>	53
5.3. <i>Estimación del valor terminal</i>	54
5.4. <i>Análisis de escenarios</i>	54
5.5. <i>Valoración financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.</i>	57
CONCLUSIONES.....	61
BIBLIOGRAFÍA	62

RESUMEN

Uno de los estudios más recientes sobre prácticas de valoración de empresas (Bancel y Mittoo, 2014) muestra que los dos principales enfoques de valoración utilizados son los flujos de caja descontados (FCD) y la valoración relativa (múltiplos). Con respecto a la aplicación del enfoque de FCD, un alto porcentaje de los analistas se enfocan en los datos históricos de la empresa para determinar y validar el flujo de caja proyectado y para medir el riesgo (beta) que se incluye en la tasa de descuento. La información histórica sería útil en la medida que las empresas sean estables y con una trayectoria en el mercado que permita tener suficientes datos históricos para proyectar con mayor precisión las variables necesarias para la valoración. No obstante, hoy en día, en el mercado dinámico y globalizado en el cual nos desenvolvemos, hay una gran cantidad de empresas pequeñas y de crecimiento temprano (early-stage), que están más expuestas a los vaivenes de la economía. La literatura reconoce que es de gran utilidad calcular el valor financiero de todo tipo empresa, ya sea una multinacional o una de crecimiento temprano, puesto que brinda información valiosa para la toma de decisiones, las cuales pueden ser de crecimiento, expansión, nuevas estrategias, estabilización, cese de compañías, entre otras. Sin embargo, la valoración de empresas pequeñas y early-stage representa un desafío porque, al no contar con información suficiente y estable, demanda la realización de ajustes a las metodologías de valoración tradicionales. A partir de estas premisas, nace la idea de determinar la valoración de una compañía early-stage o de crecimiento temprano llamada Proficonsult Asesores Cía Ltda. bajo la metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE).

El presente trabajo se ha dividido en cinco capítulos. En el capítulo uno se describe los antecedentes, problemática, objetivos y justificación del proyecto. En el capítulo dos corresponde al marco teórico de la valoración de empresas, por lo que se incluye definiciones, nombrando los distintos métodos de valoración que existen junto con un análisis de ventajas y desventajas, y justificando la elección del método utilizado. En el capítulo tres se detalla la metodología de valoración de nuevas empresas. En el capítulo cuatro se efectuó un análisis de la situación macroeconómica e interna de la compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda., incluyendo análisis del PIB de su sector, inflación, crecimiento del sector de servicios de impuestos, así como

también un análisis detallado de la empresa: servicios prestados, análisis FODA, riesgos, ventajas competitivas, evolución de cifras financieras, entre otros puntos. En el capítulo cinco se aplica el método de valoración seleccionado, se estima los flujos proyectados, se aplican las tasas correspondientes, se efectúa un análisis de escenarios y finalmente se calcula la valoración financiera de la empresa.

Una vez efectuado lo anteriormente expuesto, el valor financiero promedio ponderado de la compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. es de 633 mil dólares.

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Tasa de intención de emprender y actividad emprendedora por etapa del negocio	3
Figura 2 Crecimiento económico mundial 2008-2019.....	24
Figura 3: Producto Interno Bruto – PIB. 2007 = 100. Tasas de variación trimestral.....	26
Figura 4: VAB Petrolero y No petrolero. 2007 = 100. Tasas de variación trimestral.....	26
Figura 5: Inflación anual en los meses de diciembre	27
Figura 6: Balanza Comercial 2018.....	29
Figura 7: Participación de las ventas por líneas de negocio.....	32
Figura 8: Evolución de ingresos.....	36
Figura 9: Evolución de gastos operacionales	37
Figura 10: Evolución del margen operacional (USD\$).....	38
Figura 11: Evolución de la utilidad neta	39
Figura 12: Evolución de los activos (USD\$)	40
Figura 13: Evolución de los pasivos (USD\$).....	41
Figura 14: Evolución del patrimonio (USD\$).....	43
Figura 15: EBITDA.....	44
Figura 16: Índice de cobertura	45
Figura 17: Índice de Rentabilidad ROE	46
Figura 18: Índice de rentabilidad: ROA y ROS	46
Figura 19 Índice de solvencia, liquidez y endeudamiento	47

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Definición, críticas y ventajas de los métodos de valoración de empresas utilizados en nuevos emprendimientos.....	11
Tabla 2: Supuestos para la proyección de flujos de caja.....	49
Tabla 3: Flujo de caja proyectado a 5 años.....	51
Tabla 4: Beneficios derivados de la deuda proyectados por 7 años.....	52
Tabla 5: Cálculo del Costo Patrimonial r_0	53
Tabla 6: Cálculo del Valor Terminal.....	54
Tabla 7: Supuestos de escenario optimista.....	55
Tabla 8 Supuestos escenario pesimista.....	56
Tabla 9 Cálculo de la Valoración Financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. – Escenario conservador.....	57
Tabla 10: Cálculo de la Valoración Financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. – Escenario pesimista.....	58
Tabla 11: Cálculo de la Valoración Financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. – Escenario optimista.....	58
Tabla 12: Valor Financiero ponderado de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.....	59

ABREVIATURAS

CEPAL:	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CIU:	Clasificación Industrial Internacional Uniforme
GEM:	Global Entrepreneurship Monitor
FCL:	Flujo de Caja Libre
FCD:	Flujo de Caja de Deuda
FMI:	Fondo Monetario Internacional
IPC:	Índice de Precios al Consumidor
PER:	Price-to-Earning Ratio / Relación Precio-Beneficio
EBITDA:	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization / Beneficios antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones
PIB:	Producto Interno Bruto
VNE:	Valor de la Nueva Empresa
VP:	Valor Presente
VPN:	Valor Presente Neto
VPA:	Valor Presente Ajustado
VT:	Valor Terminal

CAPÍTULO I

1. Introducción

1.1. Antecedentes

La compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. nació el 11 de septiembre de 2014 como una entidad que realiza la prestación de servicios de asesoría y consultoría profesional en las áreas legal, tributaria y contable. La misión de la compañía es promover el éxito de sus clientes ofreciéndoles servicios de alta calidad, brindando soluciones adecuadas en búsqueda de diferenciación competitiva y éxito empresarial.

Actualmente la compañía ofrece los servicios de consultoría tributaria, planificación tributaria, reclamos de impuestos e impugnaciones tributarias, revisión, declaración y conciliación tributaria, acompañamiento en procesos de determinación, certificación de gastos por pagos del exterior, outsourcing tributario y precios de transferencia.

Como parte de su crecimiento, la compañía ha logrado destacarse en sus primeros años de operación, posicionándose excelentemente en el mercado ecuatoriano con importantes clientes que incluyen empresas multinacionales, tales como: Mediterranean Shipping Company, Banco del Pacífico, Kimberly Clark Ecuador, Pycca, Andec, Duragas Repsol Ecuador, Wyndham Hotels and Resorts, Omni Hospital y Sheraton Hotel; demostrando que

sus servicios van orientados a clientes que pertenecen a diferentes tipos de industria, contando con un personal calificado y capacitado para atenderlos con un óptimo servicio de calidad.

Se observa que la compañía ha logrado destacarse en sus primeros años de operación, posicionándose excelentemente en el mercado ecuatoriano con importantes clientes, presentando únicamente utilidades durante sus años de operación, teniendo como objetivo seguir creciendo en su sector, lo cual se ve reflejado en sus ventas en el año 2017, que rondaron los US\$465 miles de dólares aproximadamente, representando un decrecimiento del 1% respecto al 2016 y un crecimiento del 27% respecto al 2015, además de que la utilidad para el 2017 fue de USD\$41 mil dólares. Sin embargo, es importante mencionar que por ser una empresa de desarrollo temprano presenta un mayor nivel de incertidumbre en cuanto a su vida útil, lo que genera también mayor riesgo. Por otra parte, se recalca que, a su vez existe mayor potencial de rentabilidad para sus inversionistas.

1.2.Planteamiento del problema

En Ecuador, durante los años 2013 al 2017, el Índice de Actividad Emprendedora Temprana (TEA) ha mantenido una tendencia, la misma que oscila entre 36% y 29.6% aproximadamente, considerando que este porcentaje ha venido declinando gradualmente en los últimos dos años. No obstante, es el país con el índice más alto de la región de América Latina y el Caribe (Lasio et al., 2018).

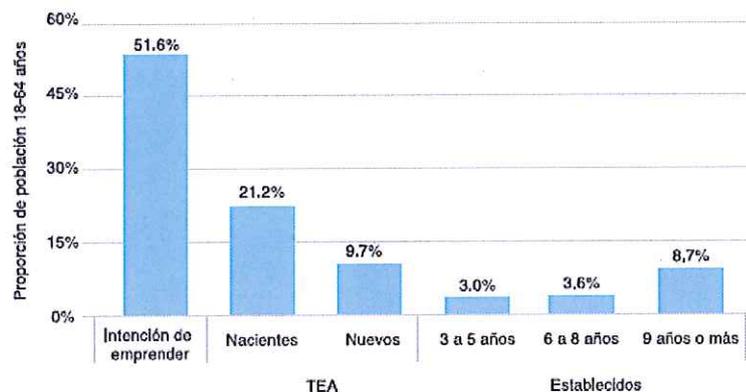
La TEA “es una medida de la actividad emprendedora individual y como tal responde a las decisiones de emprender” (Lasio et al., 2018, p.26), y según el Ranking Global Report del Global Entrepreneurship Monitor del año 2017 incluye lo siguiente:

- Emprendedores nacientes: representados por la Tasa de Emprendimientos Nacientes, refiriéndose a aquellos que están en proceso de iniciar un negocio y que todavía no han superado la barrera de los 3 meses de operación, de la cual Ecuador se sitúa en primer lugar de los 54 países participantes del GEM 2017, representando el 21.2%.

- Propietarios de un nuevo negocio: representados por la Tasa de Propiedad de Negocios Nuevos, refiriéndose a aquellos que han pagado salarios por más de 3 meses pero menos de 42, de la cual Ecuador se sitúa en séptimo lugar con el 9.8% de los 54 países participantes del GEM 2017.

Tal como se puede observar en la Figura 1, el 51.6% de la población adulta se concentra en emprendedores potenciales, es decir a aquellos que consideran iniciar un emprendimiento en los próximos 3 años, representados por la etapa de “Intención de emprender”, mientras que el 21.2% ya se encuentra realizando alguna actividad concerniente al inicio de un negocio representado por la etapa “Naciente”, el 9.7% corresponde a los emprendedores “Nuevos”, y entre los “Negocios establecidos” tienen una mayor concentración aquellos que se encuentran operando por 9 años o más (8.7%) (Lasio et al., 2018).

Figura 1: Tasa de intención de emprender y actividad emprendedora por etapa del negocio



Fuente: Global Entrepreneurship Monitor Ecuador 2017

De acuerdo con lo revisado, una gran parte de la población se concentra en “Intención de emprender” o “Nacientes”, es decir, no concretan su emprendimiento, y entre los principales factores que los restringen están, según el estudio, las Políticas Gubernamentales con un 36% y el Apoyo financiero con un 25%. El primer factor se debe a que a pesar de que existan leyes que estimularían el emprendimiento, los expertos mencionan que existen fuertes

restricciones como inseguridad jurídica, trámites pesados para creación y cierre de empresas, cambios constantes en asuntos tributarios, y en general, la incertidumbre y desconfianza que la falta de seguridad e inestabilidad generan. El segundo factor se genera ya que la legislación no permite nuevas formas de financiamiento, problemas de responsabilidad ilimitada y poca cultura de inversores ángeles, acceso limitado a capital de riesgo y ausencia del mercado de valores en el ecosistema emprendedor (Lasio et al., 2018).

El efecto resultante es que estos factores y otros más, impiden que las compañías mencionadas sean estables a largo plazo, debido a que, por lo general las compañías early – stage obtienen pérdidas los primeros años de operación, por lo cual, se desmotivan y cierran sus negocios, esto se debe al desconocimiento de su valor financiero, el cual si se conoce a tiempo puede ser de gran utilidad al momento de la toma de decisiones acerca de permanecer en el mercado o expandirse en base a nuevas oportunidades. Por lo tanto, el presente proyecto busca responder las siguientes interrogantes: ¿Qué método de valoración de empresas es el más adecuado de utilizar en el presente caso de estudio? ¿Cuál es el valor financiero de la compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.?

1.3. Objetivos del proyecto

1.3.1. Objetivo general

Determinar el valor financiero de una compañía Early-stage mediante la metodología de valoración de nuevas empresas, considerando una posible participación en mercado de valores.

1.3.2. Objetivos específicos

- Analizar la situación financiera – económica de la Compañía.
- Aplicar el modelo de valoración en la empresa para determinar su valor.

1.4. Justificación

Actualmente las compañías de crecimiento temprano se encuentran desafiadas a un crecimiento constante o, al menos, mantenerse estables a través del tiempo, lo cual las impulsa a ser competitivas y ganar posicionamiento en el mercado. Una de las variables para lograrlo es la creación de valor que le favorezca una rentabilidad superior para sus inversionistas.

La compañía requiere conocer su valor financiero, ya que le permitiría identificar las fuentes de creación y destrucción de valor (Fernandez, *Company Valuation Methods. The most common erros in valuations, 2007*), para lo cual, es de vital importancia utilizar el modelo idóneo y las herramientas adecuadas que mitiguen los niveles de subjetividad en la valoración, considerando sus factores claves, tales como ser una compañía de edad temprana, lo que conlleva a no tener información histórica relevante o suficiente, así como también el hecho de considerar en su valoración el eventual crédito tributario, ya que por lo general este tipo de compañías presenta pérdidas operativas sus primeros años de operaciones, la imposibilidad de calcular un indicador de riesgo propio para la tasa de descuento, entre otros factores.

Conocer el valor financiero con el menor nivel de margen de error garantizará a sus administradores e inversionistas una mejor toma de decisiones, las cuales por lo general se focalizan en invertir para su crecimiento o expansión, abrir su participación en el mercado de valores, efectuar fusiones o escisiones, cesar sus operaciones o bien, para una venta futura.

CAPÍTULO II

2. Revisión de la literatura

2.1. *Conceptos de valoración*

De acuerdo con lo dispuesto por ACCID (2009) “El valor es, por definición, subjetivo, ya que depende de la utilidad de un bien para un inversor”. Y, para valorar una empresa, se requiere de variables o métodos que mitiguen al máximo ese nivel de subjetividad, y que busquen cuantificar su valor en base a factores externos e internos de la compañía, tal como lo han mencionado Alonso & Villa (2007): “La valoración de empresas busca la cuantificación, en una unidad de medida homogénea (unidades monetarias), de los elementos que forman el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad y otras características destacables. El resultado final es la estimación del valor de la empresa”.

Por último, es importante conocer la finalidad de obtener la valoración de una empresa, la cual se puede decir que: “el objetivo de la empresa es crear riqueza iniciando y gestionando inversiones que generen flujos de caja futuros cuyo valor sea superior al total invertido” (Titman & Martín, 2009, pág. 2), o de acuerdo con lo mencionado por Moyer y otros (2004, p.7), la valoración se encuentra alineada con el objetivo fundamental de las finanzas: “maximizar el valor de la empresa para sus propietarios, es decir, maximizar la riqueza de los

accionista. La riqueza de los accionistas está representado por el precio de mercado de las acciones.”

Una vez analizadas las definiciones básicas de valoración de empresas, se procede a nombrar los métodos comúnmente citados en la literatura, basados en Álvarez y otros (2006), Pereyra (2008) y Fernández (2008):

- Métodos basados en el Balance
 - Valor contable
 - Valor contable ajustado
 - Valor de liquidación
 - Valor sustancial
- Método de múltiplos o comparables
 - Múltiplo PER
 - Múltiplo EBITDA
 - Múltiplo de Ventas
- Método de descuento de flujo de fondos
 - Flujo de caja libre
 - Valor actual ajustado (APV)
- Método de opciones reales

2.2. Métodos de valoración de empresas

2.2.1. Metodología de Valoración de Nuevas Empresas (MVNE) y la justificación de su elección.

Debido a que una Compañía de edad temprana contiene características particulares, es pertinente valorarla de acuerdo con un método que considere dichas características. Por tales motivos, para efectos del desarrollo del presente estudio, se tomará como base la Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE) propuesta por Maquieira y Willat (2006).

Esta metodología parte del método del valor presente ajustado (VPA), el cual descuenta los flujos de caja esperados de la empresa a la tasa de costo de capital de una empresa financiada en un 100% con patrimonio y agrega aparte el valor presente del ahorro tributario efectivo, ya sea que la compañía presente ganancias o pérdidas (Maquieira & Willat, 2006).

Una característica particular de la metodología MVNE, según Maquieira & Willat (2006), es que “discrimina la procedencia de flujos y los descuenta a tasas diferentes, de acuerdo al costo de oportunidad de los recursos empleados en cada caso. (...) Así, el método establece que el valor presente neto (VPN) de un proyecto equivale al VPN del proyecto como si estuviera financiado 100% con recursos propios más el VPN de los efectos del financiamiento” (p.4). Además, se aplica tanto para el caso de estructuras de financiamiento constante en el tiempo como variables (González Paredes, 2015).

2.2.2. Análisis crítico de otros métodos de valoración de empresas

Como procedimientos del presente estudio, se analizan las metodologías tradicionales con la intención de evaluar si es conveniente su aplicación en la valoración de una Compañía “Early-stage” o de edad temprana, para lo cual es pertinente considerar que existen criterios variados al momento de elegir el método de valoración de acuerdo con el análisis situacional y naturaleza de la compañía, por lo que, a continuación se resumen los tres más utilizados brevemente:

2.2.2.1. Métodos contable o basado en el balance

El método basado en el balance general es el más básico, en el que se considera que el valor de una empresa radica fundamentalmente en el balance, es decir, trata de estimar el valor del mercado de los activos y pasivos de la empresa, siendo como diferencia resultante el valor del patrimonio, por tales motivos, es un tipo de valoración estática, el cual no analiza proyecciones financieras, valor temporal del dinero y la sostenibilidad de la compañía a través del tiempo, lo cual es de vital importancia en el caso de una compañía de crecimiento temprano; sin dejar a un lado que tampoco considera la situación del sector, contratos con

proveedores / clientes, inconvenientes con el personal administrativo u operarios, etcétera (Fernandez, 1998).

Los métodos basados en el balance son: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial.

2.2.2.2. Método basado en la cuenta de resultados o múltiplos o comparables

Por otra parte, existe el enfoque de valoración relativa, también llamado de múltiplos o comparables, cuyos métodos toman como base el estado de resultados de la compañía. Es decir, se analizan los ingresos, costos y gastos que se reflejan por un determinado periodo de tiempo, de donde se tomarán los llamados múltiplos, los cuales sirven para comparar sus resultados con valoraciones de empresas similares y determinar su valor financiero a partir de tales rubros (Fernandez, 1998).

Éste método contiene altos niveles de subjetividad por tendencias del sector económico o de la misma empresa, y, principalmente, considerando que al ser una compañía de crecimiento temprano es complejo que se logre evaluar con empresas comparables que tengan características muy similares y pertenecientes al mismo sector de actividad, debido a su corta edad de participación en el mercado. Así mismo, es importante resaltar que aumenta su grado de complejidad puesto que uno de los problemas es la ausencia del mercado de valores en el ecosistema emprendedor del Ecuador, siendo como uno de los componentes peores evaluados para los emprendedores en el país (Lasio et al., 2018).

Entre los métodos más utilizados se encuentran: Múltiplo PER, Múltiplo EBITDA y el Múltiplo de Ventas.

2.2.2.3. Métodos basados en descuentos de flujo de caja (cash flows)

Los métodos basados en descuento de flujo de caja toman como punto de partida el estado de flujos de efectivo de una compañía que generará en el futuro, para descontarlos a una tasa apropiada de descuento. Éste método permite analizar la utilización y la generación que se le ha dado al efectivo en un determinado periodo de tiempo. Entre sus utilidades se

mencionan la posibilidad de evaluar las inversiones y desinversiones de la compañía, evaluar necesidades de financiación y políticas de dividendos (Fernandez, 1998).

Estos métodos son los mejor empleados, puesto que permiten proyectar flujos de caja libre, para descontarlos a una tasa adecuada según el riesgo asociado y estimar el valor presente de la compañía. Los métodos a través de descuentos de flujos son: Flujo de caja libre (FCF) y Valor presente ajustado (APV).

Una vez presentados los métodos más tradicionales, se observa que los mismos han sido diseñados para valorar empresas principalmente con amplia información histórica, amplia información de mercado y obtener empresas comparables muy similares, lo cual resulta complicado en países emergentes o poco desarrollados como es el caso de Ecuador.

La tabla 1 en forma analítica muestra una síntesis más amplia de los distintos métodos de valoración que existen, con sus ventajas y críticas:

Tabla 1: Definición, críticas y ventajas de los métodos de valoración de empresas utilizados en nuevos emprendimientos

Método: Valor contable	D*	Fernández define “el valor contable de las acciones (llamado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reserva). Esta cantidad también es la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible”. Pricer y Johnson (1997), lo definen como “el valor en libros, no es más que los activos de una empresa menos sus pasivos”
	V***	Información disponible Los activos representan el valor del negocio que pueden ser utilizados para la generación de ingresos futuros.

Método: Valor de liquidación	C***	Según Pricer y Johnson (1997) “No tiene en cuenta los ingresos variables potenciales de los activos o no reconoce el hecho de que la contabilización de los activos y su depreciación varían ampliamente entre las empresas”. Existen diferencias en sus formas de cálculo y definición, situación que genera un grado de subjetividad en los resultados encontrados. No tiene en cuenta el futuro, ni el riesgo de la empresa.
	D	Se determina después de realizar un avalúo técnico del valor de venta de los activos fijos dado que con el dinero captado se procede a cancelar los pasivos pendientes a terceros. Es conocido como valor comercial de la empresa.
	V	Para Jaramillo presenta al inversionista o empresario el monto mínimo por el cual se puede vender la empresa en un momento determinado en el tiempo, dado que no considera el valor de continuidad de los flujos de caja. Información disponible.
	C	Según Fernández y Jaramillo tiene validez si el objetivo es terminar la operación de la empresa después de la valoración. No tiene en cuenta el futuro, ni el riesgo de la empresa.

Método: Múltiplos	D	<p>Precio ganancia (PER), permite encontrar la cantidad de dinero invertido por cada peso que genera la empresa. $PER = \text{Precio de la acción} / \text{Utilidad por acción}$ La valoración final por PER se realiza por medio de la multiplicación del PER de empresas similares con la Utilidad Neta que esté generando la empresa evaluada Según Welc (2011, p. 59, 63) el múltiplo precio/ventas se multiplica por las ventas brutas de la empresa ($\text{Precio/Ventas} = \text{Precio de la acción} / \text{Ventas por acción}$). Se debe tener en cuenta si la empresa a valorar considera las ventas como una variable fundamental en el crecimiento del negocio. Múltiplo Ebitda, permite conocer el valor aproximado de ingresos que produce la empresa desde el punto de vista operacional ($\text{valor de la empresa} / \text{EBITDA}$).</p>
	V	<p>Se puede aplicar con información propia de la empresa o por medio de una empresa similar en el mercado. El PER se puede medir también como una tasa de rentabilidad para los inversionistas.</p>
	C	<p>No tiene en cuenta el futuro, ni el riesgo de la empresa. Es preferible que la empresa cotice en bolsa de valores El múltiplo de ventas tiene como variable fundamental el crecimiento de las ventas, es criterio del evaluador. Según Grant y Parker, en el caso del múltiplo Ebitda, no existe una estandarización para el cálculo del EBITDA y no hay información adicional proporcionada en los ingresos pro forma, y las presentaciones suelen ser muy engañosas a los inversionistas.</p>
Método: Flujo de caja	D	<p>Se orienta en la determinación de la caja disponible para responder a los proveedores de capital de la empresa, dependiendo del tipo de Flujo de Caja a utilizar.</p>

V	<p>Considera el futuro. Dastgir, Khodadadi y Ghayed sugieren: “Contiene el ahorro de impuestos debido a los gastos por intereses de la deuda. Entonces, el impacto de los ajustes de flujo de caja incluye los gastos de depreciación, los gastos de capital y la rotación del capital”.</p>
C	<p>Determinación correcta de la tasa de descuento.</p> <p>Para García existen dificultades para desagregar las inversiones de los activos fijos en la porción que corresponde a su reposición e inversiones estratégicas.</p>

* D: Definición ** V.: Ventaja *** C.: Crítica

Fuente: Adaptado de Artículo de Métodos de Valoración de Nuevos Emprendimientos (Autores: Jenny Moscoso Escobar, Sergio Botero Botero)

Por lo anteriormente expuesto, se considera aplicar la metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE), la cual permitirá valorar las empresas en etapa de desarrollo temprano, corrigiendo errores comunes vistos en la práctica, relativos al cálculo del capital de trabajo, valor terminal y efectos de escudo tributario por pago de intereses cuando existe deuda financiera y, paralelamente, la empresa presenta pérdidas operacionales.

CAPÍTULO III

3. Metodología

3.1. *Tipo de estudio*

De acuerdo a los tipos de estudios propuestos por Hernández, Fernández & Baptista (2014), el presente estudio tiene un enfoque cuantitativo, el cual tendrá un alcance descriptivo, puesto que se examinará el tema de la valoración financiera para una empresa “Early-stage”, de la cual no existe alto contenido de información en comparación con otras empresas establecidos en el mercado ecuatoriano y con más años de operación. Por lo tanto, se procederá a explorar y describir sus componentes, con la finalidad de obtener estimaciones de valor a partir del estudio.

El diseño de la investigación es no experimental de corte longitudinal, ya que analiza los cambios a través del tiempo, según Hernández, Fernández, & Baptista (2014). La unidad de análisis será una compañía de desarrollo temprano o “Early-stage”. A continuación se analizarán las fuentes de información.

3.1.1. Fuentes de información

3.1.1.1. Fuentes primarias

Con la finalidad de realizar un análisis interno de la compañía, se utilizarán fuentes primarias de información, tales como, Estados financieros desde el origen de la Compañía, presupuestos comerciales, reportes de gestión, información detallada de endeudamiento y las necesidades de inversión y financiamiento.

3.1.1.2. Fuentes secundarias

Se utilizará como fuentes de datos secundarios para un análisis externo, la información publicada en páginas web de las siguientes instituciones: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Servicio de Rentas Internas, Banco Central del Ecuador, revistas y artículos empresariales, y para determinación de las tasas a utilizar: parámetros de riesgo, primas de riesgo y tasas libres de riesgo, se consultará información en páginas web financieras.

3.2. Metodología de Valoración de Nuevas Empresas (MVNE)

De acuerdo con los objetivos del presente estudio, se busca determinar el valor financiero de una compañía Early-stage mediante la metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE), la misma que se realiza en base a los principios del Valor Presente Ajustado, propuesta por Maquieira y Willat (2006).

Para que la compañía pueda aplicar la metodología planteada, es necesario que se defina un flujo de caja proyectado, el cual va a servir como punto de partida para calcular el valor presente neto (VPN) de un proyecto, el mismo que debe ser equivalente al VPN del proyecto como si estuviera financiado 100% con capital propio más el VPN de los efectos del financiamiento, tal como se presenta a continuación:

$$VPA = VPN_{RP} + VPN_D$$

3.2.1. Cálculo del VPN_{RP}

El VPN_{RP} representa al Valor Presente Neto de un proyecto como si estuviera financiado 100% con capital propio, es decir, se compone del valor que aporta el Flujo de Caja Libre FCL descontado a la tasa de costo de capital de una empresa financiada 100% con capital propio, al que se le debe sumar el valor presente del valor terminal (VT) estimado al final del periodo de proyección (n), descontado a la misma tasa:

$$VPN_{RP} = VPN(FCL) + VP(VT)$$

La expresión para el $VPN(FCL)$ es:

$$VPN(FCL) = \sum_{i=0}^n \frac{FCL_i}{(1+r_0)^i}$$

Donde,

<i>EBITDA:</i>	<i>Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización,</i>
<i>D:</i>	<i>Depreciación,</i>
<i>A:</i>	<i>Amortización de intangibles,</i>
<i>T:</i>	<i>Impuesto a la utilidad de las empresas,</i>
<i>IA:</i>	<i>Inversión en activos físicos,</i>
<i>ΔKT:</i>	<i>Inversión en capital de trabajo operativo,</i>
<i>n:</i>	<i>Número de períodos del horizonte de evaluación de la nueva empresa.</i>

El valor obtenido corresponde a lo que normalmente se denomina valor económico de los activos de una empresa como si esta estuviera financiada en un 100% con recursos propios.

3.2.1.1.1. Inversión en capital de trabajo operativo ΔKT

El capital de trabajo operativo es imprescindible para que la empresa, proyecto o estudio pueda implementarse, el cual sirve para financiar los desfases de caja, los cuales según Maquieira y Willat (2006) se generan por:

- Necesidad de adquirir previamente y mantener inventario: volúmenes mínimos de materias primas, productos en proceso y terminados, repuestos, etcétera.
- Desfases de recibos y pagos, en especial cuando hay cuentas por cobrar y crédito a los compradores.
- Las obligaciones tributarias como el pago de impuesto al valor agregado, IVA, de las inversiones en activos, etcétera. (p.8)

A continuación se transcribe la expresión a utilizar, la cual pertenece al método contable:

La expresión para el $VP (VT)$ es:

$$VP (VT) = \frac{VT}{(1 + r_0)^n}$$

Donde r_0 es la tasa de retorno requerida a una empresa 100% apalancada con capital propio o costo de capital que no presenta deuda.

3.2.1.1. Flujo de Caja Libre (FCL)

El Flujo de Caja Libre tiene como finalidad “reflejar el efectivo generado por los activos de un negocio sin tener en cuenta cuestiones como el modo de financiación de dichos activos” (ACCID, 2009, p.24). Y, según Maquieira y Willat (2006) afirman que “permite medir la creación de valor generada por la operación del nuevo negocio, sin incluir ningún efecto de financiamiento” (p.5).

A partir del estado de resultados esperado o del flujo de efectivos, es posible modelar los ingresos y egresos reales que genera la operación del proyecto. Para efectos del presente estudio se seleccionará el método que se efectúa a partir del estado de resultados esperado, dada su simplicidad y su gran aceptación para la valoración de empresas. Sin embargo, como es de nuestro conocimiento, en el estado de resultados se utiliza el método del devengado, es decir, los montos se reconocen contablemente cuando ocurren y no cuando se realiza el ingreso o desembolso de caja, por lo tanto, es necesario adicionar ajustes después de impuestos, especialmente sumando los valores que no representan realmente un desembolso de efectivo, tales como depreciaciones y amortizaciones. Así como también se deben considerar las reinversiones necesarias para sostener el crecimiento esperado de las ventas en base a las operaciones de la empresa.

Siendo la expresión para calcular el flujo de caja libre a partir del estado de resultados para el período i de la siguiente manera:

$$FCL_i = (EBITDA_i - D_i - A_i) (1 - T) + D_i + A_i - IA_i - \Delta KT_i$$

$$KT_i = (CPC_i + INV_i + CIVAi) - CPP_i$$

Donde,

KT_i :	<i>Capital de trabajo operativo requerido en el periodo i,</i>
CPC_i :	<i>Cuentas por cobrar en el periodo i,</i>
INV_i :	<i>Inventario de materias primas requerido en el periodo i,</i>
$CIVAi$:	<i>Crédito de IVA por inversiones en activos en el periodo i,</i>
CPP_i :	<i>Cuentas por pagar según crédito con proveedores en el periodo i,</i>

Luego,

$$\Delta KT_i = KT_i - KT_{i-1}$$

3.2.1.2. Valor Terminal

De acuerdo con lo explicado por Maquieira y Willat (2006), “el valor terminal de un negocio estima el valor creado por la operación del proyecto más allá del horizonte de evaluación analizado. La fórmula más general para la perpetuidad es aquella que incorpora la posibilidad de seguir creciendo” (p.9).

La expresión que propone la metodología es:

$$VT = \frac{FCL_{n+1}}{r_0 - g}; \text{ donde } g \text{ es la tasa de crecimiento proyectada.}$$

A continuación se detallan ciertas recomendaciones propuestas por Maquieira y Willat, que se deben tomar en cuenta al momento de determinar el valor terminal:

- El capital de trabajo se considera como un activo que forma parte del valor terminal de la empresa y no corresponde considerar su recuperación aparte del valor terminal.

- La estimación del valor terminal debe considerar las reinversiones requeridas para sostener la futura operación de la empresa.
- Asumir un valor conservador para el valor terminal de la nueva empresa, permitiendo que sean los flujos operacionales los que evidencien la solidez o debilidad económica del proyecto.

3.2.2. Cálculo del VPN_D

El VPN_D representa al Valor Presente Neto del flujo por los beneficios derivados de la deuda, el mismo que se calcula luego de obtener el VPN_{RP} , es decir, se incorpora al análisis los efectos de financiamiento por deuda, los cuales, además permiten mejorar el valor de la empresa.

Para efectos del presente estudio se utilizará la siguiente fórmula que considera el ahorro del beneficio tributario:

$$VPN (FCD) = \sum_{i=0}^n \frac{INT_i * T}{(1 + r_d)^i}$$

De acuerdo con lo prescrito por Maquieira y Willat esta ecuación es correcta en el caso de empresas que generan utilidades, sin embargo, para empresas con pérdidas principalmente los primeros años de operación, en el que se calcule el pago de impuestos considerando el crédito tributario se aplica la siguiente función:

$$VPN (FCD) = \sum_{i=0}^n \frac{IMP(UAI_i) - IMP(UAI_i - INT_i)}{(1 + r_0)^i}$$

Donde,

IMP : Pago de impuestos a las utilidades de la empresa,

UAI_i : Utilidad antes de impuesto (EBT) del período i ,

T : Impuesto a la utilidad de las empresas,

Una vez obtenido todos los datos expuestos en los incisos anteriores, se puede determinar el Valor Presente Ajustado (VPA) con la fórmula que se presenta en el numeral 3.2, el cual permite tomar la decisión de invertir y emprender en el proyecto (go no-go decision).

CAPÍTULO IV

4. Análisis de la compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.

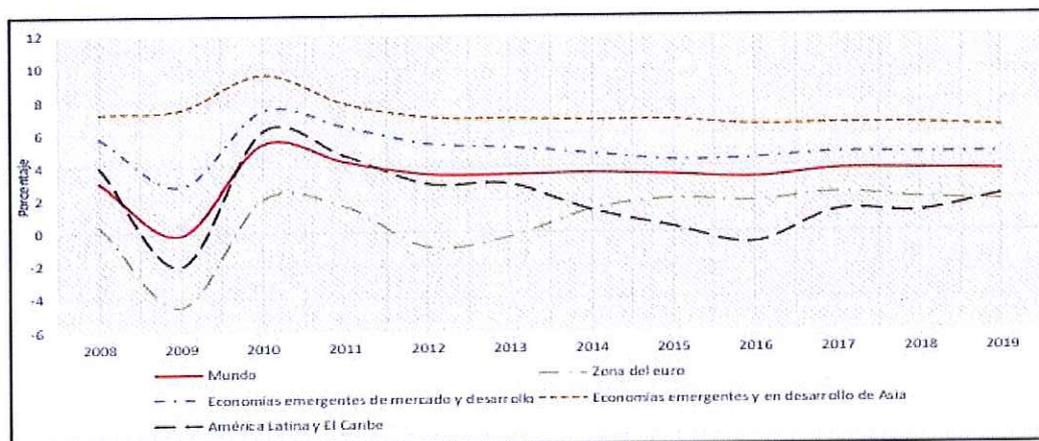
4.1. *Análisis Externo*

4.1.1. *Contexto macroeconómico*

Según Informe de la situación y perspectivas de la economía mundial de las Naciones Unidas (2019), se estima que la actividad económica a nivel mundial se extenderá a un ritmo sostenido del 3% en el 2019. En cuanto a América Latina y el Caribe se prevé que obtengan un crecimiento al 1.4% en el 2019 y al 2.3% en el 2020, recalando que existió un bajo desempeño durante el 2018 debido al decaimiento de las economías más grandes de América del Sur, lo cual afectó el crecimiento de la región, llegando únicamente al 0.4%. El PIB agregado se espera aumente un 1.7% en el 2019 y un 2.3% en el 2020, frente al 1.0% estimado en 2018.

Según la CEPAL (2018), el crecimiento para América Latina será del 1.7% en el 2019. Por otro lado, de acuerdo a las perspectivas económicas publicadas por el FMI (2019), en esta región se estima un repunte de crecimiento de 1.1% en 2018 al 2.0% en 2019 y 2.5% en 2020.

Figura 2 Crecimiento económico mundial 2008-2019



Fuente: World Economic Outlook (WEO)-FMI, octubre 2018

En cuanto a desafíos políticos, América Latina y el Caribe enfrentarán un escenario complejo y de riesgos, por concepto de endurecimiento drástico de las condiciones económicas mundiales que afectan la inversión y recuperación económica, como el debilitamiento estructural del comercio internacional influenciado por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, lo que podría generar una nueva caída de petróleo y metales, y aumento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Respecto a la economía ecuatoriana, en el año 2018, presentó un crecimiento del PIB del 1.0, factor que se encuentra por debajo del promedio de la región (1.3), y se espera que para el año 2019 se refleje un crecimiento del 0.9. (CEPAL, 2019). Sin embargo, para el Ministerio de Finanzas del Ecuador (2018), el crecimiento económico del país alcanzará el 1.43% para el año 2019.

Legislación ecuatoriana

Hoy en día, el Gobierno impulsa la Ley orgánica para el fomento productivo, atracción de inversiones, generación de empleo, y estabilidad y equilibrio fiscal¹, la misma que busca

¹ Registro Oficial Suplemento 309 del 21 de agosto de 2018.

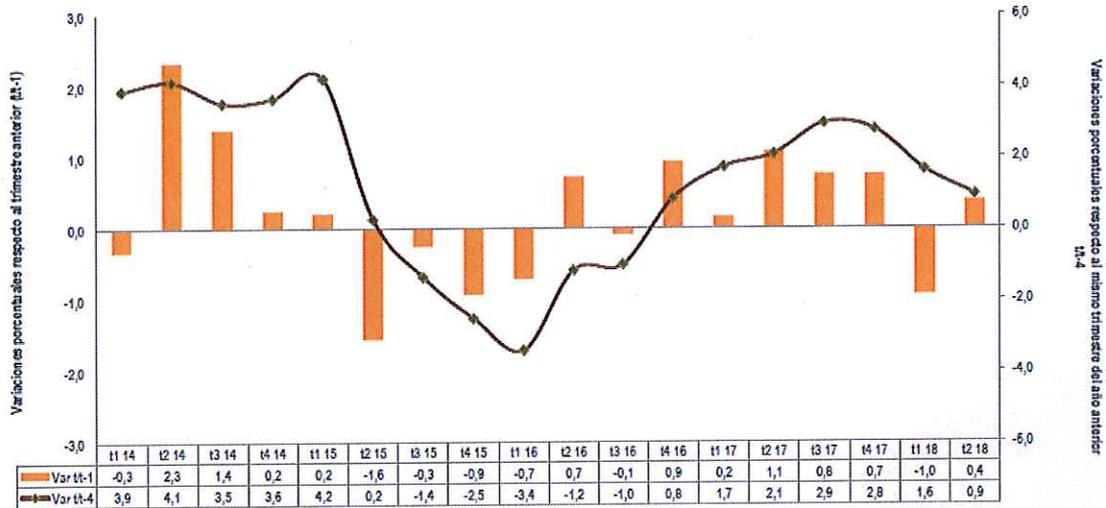
incentivar el sector servicios, principalmente al sector turístico y de servicios agrícolas (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018).

No obstante, es necesario recalcar que aún siguen existiendo limitaciones que impiden continuar expandiendo las empresas de este sector, ya que si bien es cierto se ha ampliado el ámbito de los sectores de servicios priorizados a los cuales se puede aplicar devoluciones del ISD o IVA y exoneración de impuesto a la renta para emprendedores de turismo y/o asociativos, existen sectores que se están quedando fuera de estos rangos, por lo que es pertinente que el Gobierno promueva facilidades en la internacionalización y/o exportación del comercio de todo tipo de servicio, así como también programas de apoyo de servicios eficientes y eficaces que les permita poder competir con proveedores extranjeros a nivel internacional (Falconí, 2015).

Producto Interno Bruto

De acuerdo a la última información presentada por el Banco Central del Ecuador, en el segundo trimestre de 2018, el PIB, a precios constantes tomando como base el año 2007, mostró una tasa de variación inter anual (t/t-4, respecto al segundo trimestre de 2017) de 0.9%; mientras que registró una tasa de variación trimestral de 0.4% (t/t-1, respecto al primer trimestre de 2018).

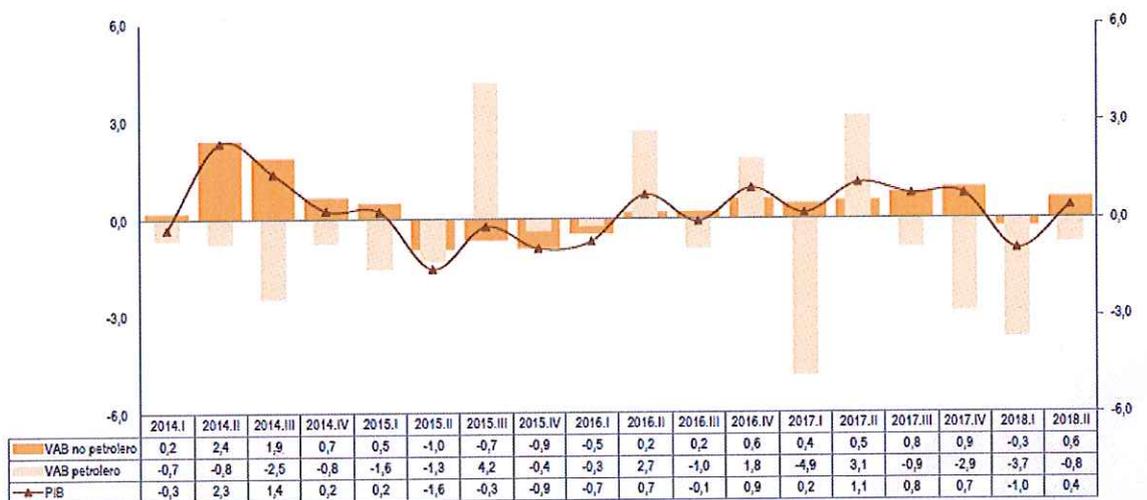
Figura 3:0 Producto Interno Bruto – PIB. 2007 = 100. Tasas de variación trimestral



Fuente: Banco Central del Ecuador

El VAB No Petrolero registró una tasa de 0.6% y el VAB Petrolero tuvo una tasa de -0.8%.

Figura 4: 0 VAB Petrolero y No petrolero. 2007 = 100. Tasas de variación trimestral



Fuente: Banco Central del Ecuador

En cuanto a la variación interanual del PIB (0.9%), la actividad de servicios financieros presentó una tasa de variación positiva del 2.5%.

Inflación

De acuerdo a lo expuesto por el Reporte mensual de inflación de diciembre de 2018 emitido por el Banco Central del Ecuador (2018), el IPC del mes mencionado registró una variación mensual del 0.10%, la variación anual de 0.27% y la acumulada también de 0.27%; mientras que para el mismo mes en el 2017 fue de 0.18% la variación mensual, de -0.20% la variación anual y de -0.20% la acumulada.

De las divisiones de bienes y servicios, las bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes y salud fueron las agrupaciones con mayor porcentaje positivo, siendo de 2.43% y 2.15% respectivamente, mientras que las que presentaron resultados negativos corresponden a prendas de vestir y calzado con el -2.91%.

Según el INEC (2019), El costo de la canasta familiar básica se ubicó en USD\$715,16, mientras que el ingreso familiar mensual fue de USD\$720.53, lo cual representa el 100.75% de la mencionada canasta.

Si observamos los niveles de inflación de los últimos 10 años, notamos que se encuentran por debajo del 6%, y que inclusive en el año 2017 se presentó un porcentaje negativo.

Figura 5: Inflación anual en los meses de diciembre



Fuente: INEC Boletín Técnico diciembre 2018

Se estima que la inflación del país para el período 2019-2022 sea igual o menor a 2 puntos porcentuales, debido a que en el mismo período no se generarían factores que afecten a la demanda agregada de forma tal que existan presiones inflacionarias considerables en la economía ecuatoriana. Al respecto, se debe mencionar que durante los últimos años se observó una reducción paulatina del gasto público, lo cual tuvo un impacto en el crecimiento; trayectoria que se mantendría para el período 2019-2022, hecho que tendría un efecto ambiguo sobre el crecimiento económico no petrolero hacia el mediano plazo.

(Ministerio de Finanzas, 2018, p.17)

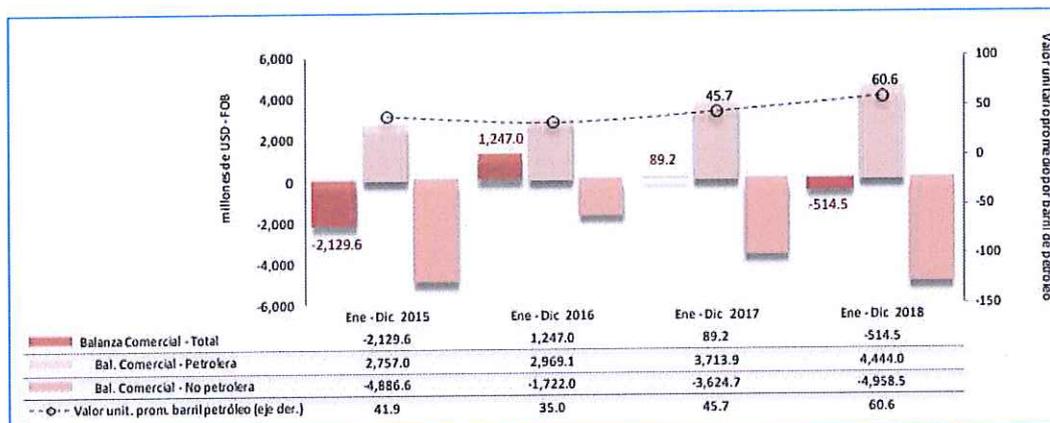
Balanza Comercial

Según Informe de Evolución de la Balanza Comercial emitido por el Banco Central del Ecuador (2019), la Balanza Comercial Total en el año 2018 cerró con un déficit de USD\$-514.5 millones, USD\$603.7 millones menos que el resultado obtenido en el año 2017 en el que se registró un superávit de USD\$89.2 millones.

La Balanza Comercial Petrolera, en el año 2018, registró un saldo favorable de USD\$4.444 millones, lo cual generó un superávit mayor en USD\$730.1 millones si se compara con el resultado comercial obtenido en el mismo periodo del año 2017 (USD\$3.713.9 millones), esto debido al aumento del valor del crudo.

Por otra parte, la Balanza Comercial no Petrolera aumentó su déficit en 36.8% frente al valor registrado entre los meses de enero y diciembre 2017 al pasar de USD\$-3.624.7 millones a USD\$-4.958.5 millones.

Figura 6: Balanza Comercial 2018



Fuente: Banco Central del Ecuador

“Para el año 2019 se estima que la Balanza Comercial expresada en valores FOB, alcance un superávit cercano a 0.7% del PIB nominal” (Ministerio de Finanzas, 2018, p.18).

Servicios

Los servicios juegan un rol importante en el desarrollo de la economía a nivel mundial, tanto en economías desarrolladas como en la mayoría de los países en desarrollo, influyendo en la transformación de la matriz productiva y al conocimiento e innovación.

El Banco Mundial (como se citó en Panorama del Sector Servicios 2013-2017, 2018) sostiene que el sector servicios representa un 65.1% del Producto Interno Bruto (PIB) en el 2017 a nivel mundial, aproximadamente dos puntos porcentuales más que en el 2010; de esta forma se evidencia una mayor importancia del sector dentro de la economía mundial, ya que puede influir directamente en la competitividad y en la interacción con los demás sectores económicos. El sector servicios en el Ecuador representa un 52.1% del PIB en el 2017, así mismo el Banco Interamericano del Desarrollo, ha mencionado que a pesar que la participación del sector de servicios ha ido en aumento, la tasa de crecimiento de su productividad se ha mantenido baja en comparación con los demás sectores económicos.

La Compañía del presente estudio pertenece al sector de actividades profesionales, científicas y técnicas, de CIU M, las cuales según Informe de Panorama del Sector Servicios 2013-2017 emitido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018), indica que:

Registraron en promedio ingresos por servicios prestados de 5.246 millones de USD anuales, los cuales han presentado un decrecimiento promedio anual de 4.4%, siendo los años 2016 y 2017 los que presentan las caídas de ingresos más pronunciadas con tasas de -13.7% y -5.9% anual, respectivamente. Las utilidades, en promedio decrecieron en un 2.2% anual, siendo los años 2016 y 2017 los que presentaron las mayores caídas. (p. 48)

4.2. *Análisis Interno*

La Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. es una empresa que se ha distinguido exitosamente a pesar de encontrarse por menos de cinco años en el mercado ecuatoriano, en la ciudad de Guayaquil de la provincia del Guayas. Se dedica principalmente a brindar asesorías y servicios profesionales tributarios a empresas de diferentes industrias a nivel nacional e internacional.

4.2.1. *Misión*²

Promover el éxito de nuestros clientes ofreciéndoles servicios de alta calidad brindando soluciones adecuadas en búsqueda de diferenciación competitiva y éxito empresarial.

4.2.2. *Visión*³

En el futuro próximo Proficonsult Asesores Cía Ltda será una de las empresas líderes a nivel nacional en la prestación de servicios profesionales tributarios, financieros y legales a través de una oferta de servicios de alta calidad.

² <http://www.proficonsult.com.ec/>

³ <http://www.proficonsult.com.ec/>

4.2.3. *Valores*⁴

- Excelencia
- Integridad
- Talento
- Servicios
- Resultados

4.2.4. *Servicios profesionales tributarios*⁵

Actualmente, la Compañía ha ampliado su gama de servicios ofertados, entre los cuales se encuentran:

- **Consultoría Tributaria:** Absolución oportuna, especializada e integral de los cuestionamientos que requiera.
- **Planificación Tributaria:** Planificación que permita optimizar recursos económicos y financieros a la compañía con enfoque tributario.
- **Reclamos de Impuestos e Impugnaciones Tributarias:** Reclamaciones de todo tipo de impuestos e impugnaciones, tanto a nivel administrativo.
- **Revisión / Declaración y Conciliación Tributaria:** Revisiones oportunas de formularios e información a presentar a la administración tributaria de forma mensual y anual.
- **Acompañamiento en Procesos de Determinación:** Guiar a sus clientes en los procesos de la determinación establecidos por la administración tributaria.
- **Certificación de Gastos por Pagos el Exterior:** Elaboración de informes auditados por pagos realizados al exterior con países que el Ecuador mantenga convenios de doble tributación.
- **Outsourcing Tributario:** El objetivo de este servicio es aliviar las funciones administrativas y financieras de las sociedades, donde su equipo humano altamente

⁴ <http://www.proficonsult.com.ec/>

⁵ <http://www.proficonsult.com.ec/>

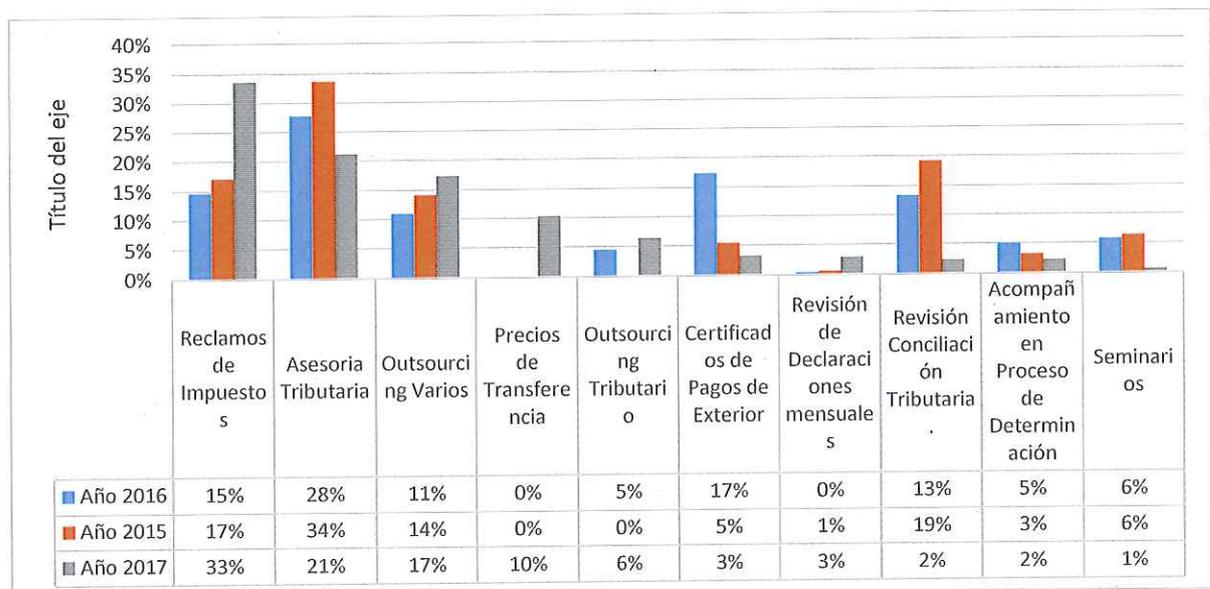
calificado revisa y elabora las declaraciones tributarias de cualquier compañía, de conformidad con las normas legales.

- **Precios de Transferencia:** Asesoría y análisis de transacciones con partes vinculadas, con la finalidad de determinar los efectos fiscales.

4.2.5. Participación de las ventas por líneas de negocio

En la actualidad, la línea de negocio que más aporta a las ventas de la compañía es Reclamos de impuestos con un 33% considerando que es la línea con mayor crecimiento durante estos años, le sigue Asesoría tributaria con el 21% y Outsourcing con el 17%

Figura 7: Participación de las ventas por líneas de negocio



Fuente: Elaboración propia

4.2.6. Mercados y competencia

Mercado local y clientes

La Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. posee su oficina principal en la ciudad de Guayaquil, que le permite atender a todos sus clientes a nivel nacional. Mantiene definida políticas de crédito a su cartera de clientes que incluyen plazos de pago entre 30 a 60 días, y respecto a multinacionales hasta 120 días, proporcionando a ciertos clientes descuentos por contratación de servicios adicionales, y se acuerdan anticipos del 40% o 50% del valor pactado. Dentro de su cartera de clientes se encuentran importantes empresas como Mediterranean Shipping Company, Banco del Pacífico, Kimberly Clark Ecuador, Pycca, Andec, Duragas Repsol Ecuador, Wyndham Hotels and Resorts, Omni Hospital y Sheraton Hotel.

Mercado exterior y clientes

La Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. posee una cartera amplia de clientes, los cuales incluyen también a los del exterior. Mantiene definida políticas de crédito a su cartera de clientes del exterior que son las mismas que de clientes locales. Dentro de su cartera de clientes se encuentran importantes empresas como Arista Life, Kimberly Clark, Esade, Interoc, entre otros.

Competencia

La Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. de acuerdo al CIU M6910.02⁶ de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la actividad que realiza, participa en el mercado de prestación de servicio de asesoría y consultora profesional en las siguientes áreas legal, tributaria y contable.

Como competencia principal se mencionan a las compañías Anderson Tax & Legal, Pérez Bustamante & Ponce y las Firmas Auditoras multinacionales que incluyen servicios de impuestos.

⁶ http://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portaldeinformacion/consulta_cia_menu.zul

4.2.7. Análisis FODA, ventajas y riesgos

FODA

- **Fortalezas:**
 - Equipo de trabajo multidisciplinario
 - Socios con gran experiencia de más de 20 años en el sector de impuestos
 - Líderes de equipos reconocidos en el medio de servicios de impuestos
 - Servicios competitivos
 - Servicios totalmente personalizados

- **Oportunidades:**
 - Debido a la actualización de leyes gubernamentales, los auditores externos no pueden otorgar servicios de impuestos al mismo cliente que se encuentran ofreciendo el servicio de auditoría
 - Expansión de servicios de impuestos a las ciudades de Cuenca y Manta
 - Cambios en la legislación ecuatoriana

- **Debilidades:**
 - Compañía relativamente nueva puesto que tiene 4 años en el mercado
 - Los cazatalentos contratan a los empleados estrellas

- **Amenazas:**
 - Ex funcionarios públicos, principalmente del SRI, que ofrezcan servicios de impuestos
 - Servicios de impuestos ofrecidos por emprendedores a un precio más económico
 - Facilidades de trámites otorgados por el SRI, lo que provocaría que cada vez más los usuarios efectúen su propio trabajo

Ventajas competitivas

A pesar de que la compañía sea relativamente nueva en el mercado, con tan solo 4 años en el medio de los servicios de impuestos, ha tenido un crecimiento en ventas exorbitante, siendo este último, según estados financieros preliminares del año 2018, del 33% respecto al 2017, y esto se debe principalmente a la reputación y amplia experiencia de los socios de la compañía, así como el profesionalismo al otorgar los servicios totalmente personalizados a sus clientes.

Riesgos

Actualmente, la compañía no presenta riesgos de liquidez, riesgos financieros o riesgos de mercado. El principal riesgo de la compañía es que en periodos futuros surjan nuevos competidores con el nivel de profesionalismo otorgado por su equipo de trabajo.

4.2.8. Evolución de cifras financieras

Ingresos

Al 31 de diciembre del 2017, la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. generó ingresos relacionados con su actividad por US\$465,585.09, registrando un crecimiento del 3.86% respecto al año anterior (2016: US\$448,236.87), con un crecimiento promedio de 27.60% durante los últimos 3 años, durante los cuales ha evidenciado importantes fluctuaciones. Cada año se observa mejor niveles de ingresos, esto se debe a que la Compañía ha obtenido una importante captación de nuevos clientes.

Figura 8: Evolución de ingresos



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

Gastos operativos

Al ser una compañía que presta servicios no posee un rubro de costo de ventas como tal; en su defecto, registra gastos operativos que son resultantes de las actividades del negocio.

Según estados financieros de la compañía, a diciembre del 2017, los gastos operativos alcanzaron US\$ 402,358.80, disminuyendo respecto al periodo anterior (US\$53,123.96), esto se debe a que en el año 2016 se hicieron desembolsos por concepto de pagos de honorarios profesionales de los años 2015 y 2016, por tal motivo se procedió a reclasificar dichos gastos por USD\$40.000 a los años respectivos, con la finalidad de presentar la realidad económica de la compañía para efectos del presente estudio.

Figura 9: Evolución de gastos operacionales



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

Utilidad operativa

Se observa una mejora significativa en resultados de Utilidad Operacional, esto se debe al crecimiento sostenido que ha tenido la compañía.

Figura 10: Evolución del margen operacional (USD\$)



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

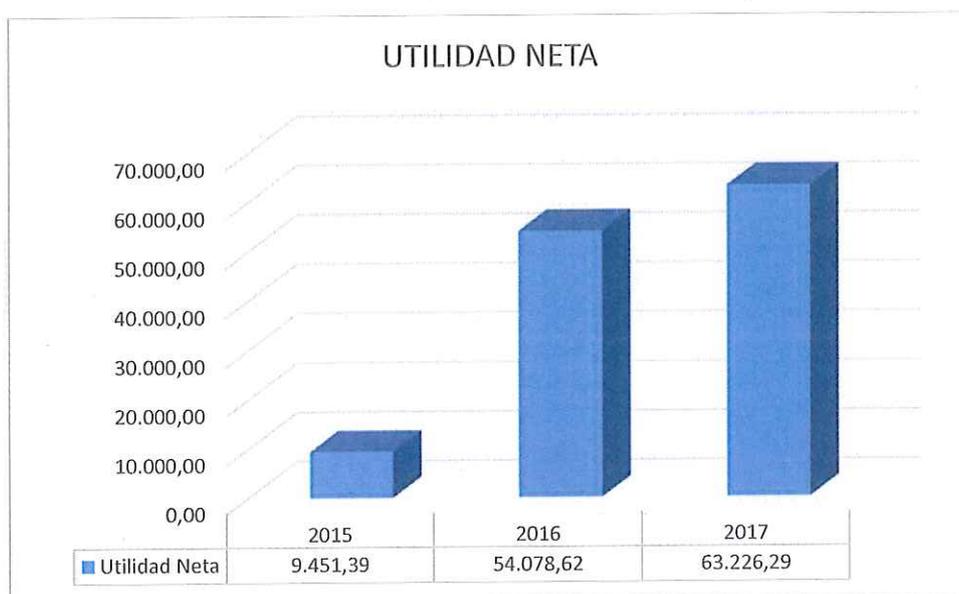
Gastos financieros

Desde su constitución hasta el año 2017, la compañía no poseía deudas financieras, sin embargo, con la finalidad de adquirir la oficina donde actualmente se encuentra ubicada obtuvo un préstamo por USD\$75.000,00 en el año 2018. El préstamo fue realizado por el Banco del Pacífico a un plazo de 84 meses a una tasa nominal del 9.50% anual, pagaderos capital más intereses cada 30 días.

Utilidad Neta

La Utilidad neta registrada al 31 de diciembre de 2017 fue de USD\$63,226.29. Este monto fue significativamente mayor en 93% que la utilidad neta generada en el año 2016 (USD\$32.754,11), considerando la reclasificación de gastos por honorarios que no correspondían en tal año, y también, se ocasiona debido al incremento en las ventas.

Figura 11: Evolución de la utilidad neta



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

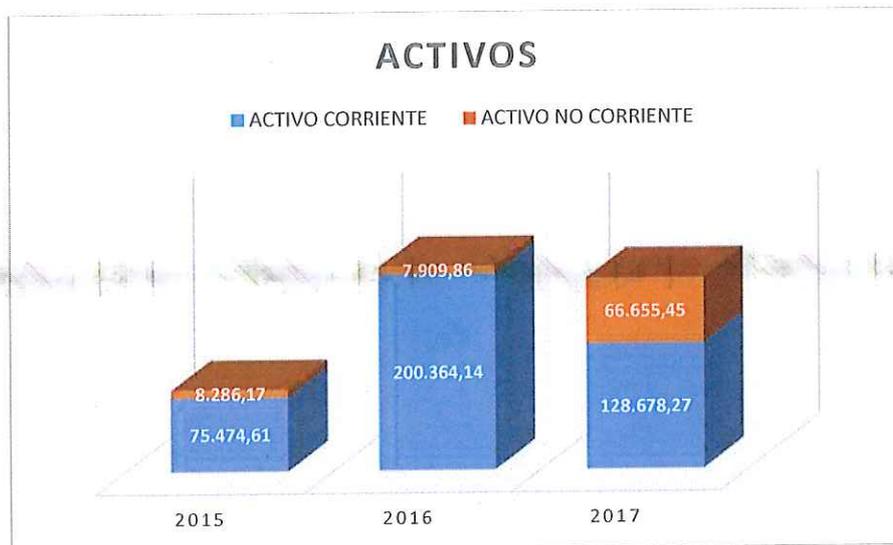
Estructura de activos

De acuerdo con lo revisado en los Estados Financieros del año 2017, los activos totales de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. ascendieron a USD\$195,333.72, disminuyendo en un 6.21% respecto al año 2016 (USD\$208,274.00). Esto se debe a principalmente la disminución de liquidez en efectivo, disminución de otras cuentas por cobrar y crédito fiscal. Los activos corrientes representan un 66% del total de los activos, mientras que el 34% restante corresponde a activos no corrientes, considerando que es muy probable que estas distribuciones varíen para los años futuros con la compra de la nueva oficina.

Las cuentas principales de activos corrientes son la cuenta de efectivo y equivalentes de efectivo que ascendió al 2017 a USD\$45,982.47 y cuentas por cobrar por USD\$65,541.54. La rotación de cartera es de 7.5 veces al año, eso quiere decir que la compañía tarda 47 días en recuperar la cartera, encontrándose dentro de las políticas de recuperación.

La cuenta principal de activos no corrientes se concentra en Propiedad, planta y equipo; específicamente en la cuenta de vehículos por USD\$50.000,00, el mismo que recientemente fue adquirido en el año 2017 para uso de los funcionarios de la Compañía. Los valores menores corresponden a Equipos de computación y Muebles y enseres.

Figura 12: Evolución de los activos (USD\$)



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

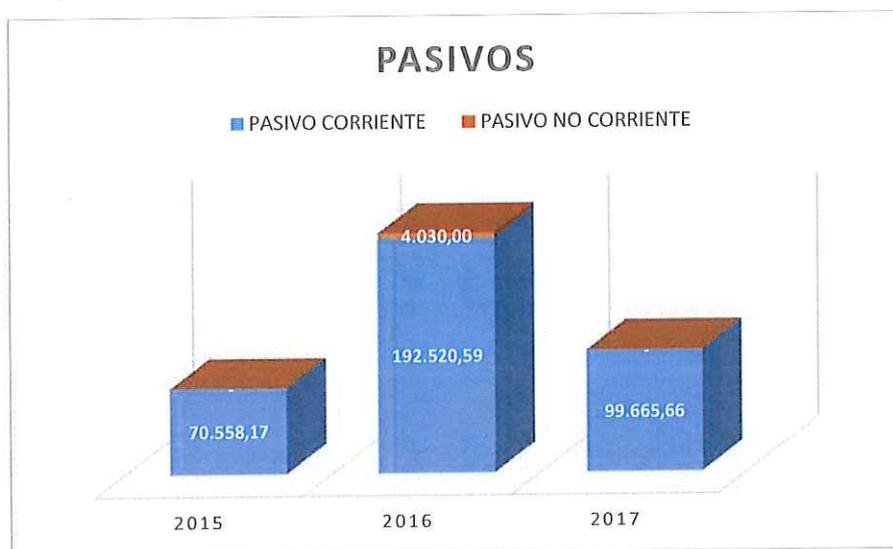
Se considera además que en el año 2018, la compañía adquirió la oficina donde actualmente se encuentra ubicada, en la Ciudad de Guayaquil, en el Centro Empresarial Las Cámaras, construido sobre un lote de terreno segregado de la manzana ACM-1, de la Urbanización Kennedy Norte, Parroquia Tarquí, que según historia de dominio fue adquirida con fecha inscrita en el Registro Mercantil del jueves 25 de octubre de 2018, cuyo código

catastral es 33-0154-002-0-11-2, consta de un área total de 299,60 metros cuadrados y según Patente Anual Municipal se consigna un avalúo de USD\$95.668,06.

Estructura de pasivos

De acuerdo a lo revisado en los Estados Financieros del año 2017, los pasivos totales de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. ascendieron a USD\$99,665.66 y disminuyeron en un 48.23% respecto al año 2016 (USD\$192,520.59), esto se debe a principalmente la disminución de cuentas por pagar. Los pasivos corrientes representan un 100% del total de los pasivos, por lo que se puede observar que la Compañía no poseía deudas financieras a largo plazo hasta el año 2017. Como se mencionó anteriormente, durante el 2018 se contrató una deuda por USD\$75.000,00, que será considerada en la proyección de los flujos de caja futuros.

Figura 13: Evolución de los pasivos (USD\$)



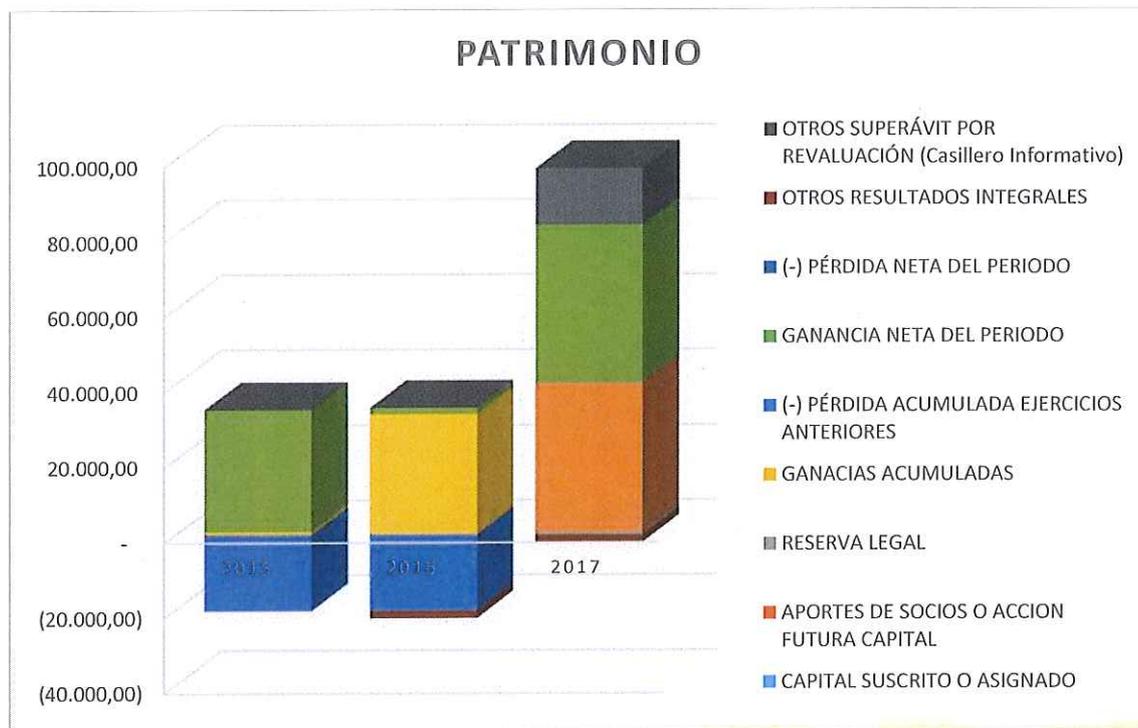
Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

Estructura del patrimonio

El Patrimonio de la empresa incrementó en un 716.04% pasando de USD\$11,723.41 en el año 2016 a USD\$95,668.06 en diciembre del 2017, producto del registro de aportes de socios para futuras capitalizaciones por USD\$40.000,00 y ganancia neta del periodo por USD\$42,107.39.

A diciembre del 2017, el capital social suscrito y pagado consiste en 400 participaciones ordinarias y nominativas de 1 dólar de los Estados Unidos de América cada una, representando el 0.42% de los recursos patrimoniales.

Figura 14: Evolución del patrimonio (USD\$)



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

La Compañía no tiene una política definida para la repartición de dividendos. No obstante, debido al crecimiento de la empresa trabajará en aquello con la finalidad de retener utilidades para reinversión.

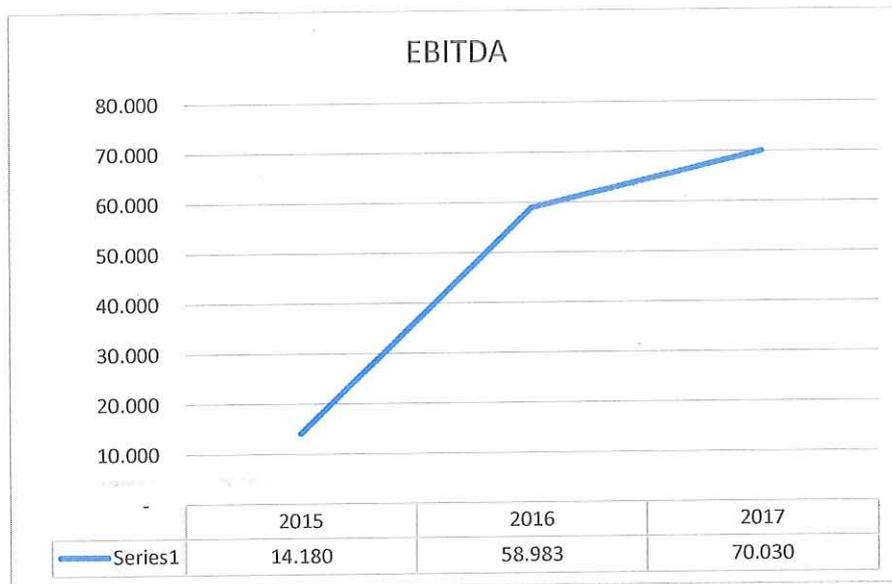
Estructura de capital

La estructura de capital de la Empresa está compuesta por US\$99,665.66 de pasivos y US\$95,668.06 de patrimonio, señalando una relación de 1.04 entre ambas fuentes de fondos en el año 2017.

Análisis de indicadores

El EBITDA mantiene el comportamiento de los Gastos Operativos y Utilidad Neta, es decir, en el año 2017 presenta un incremento del 19% respecto al 2016, y en el 2016 un incremento del 316% respecto al 2015.

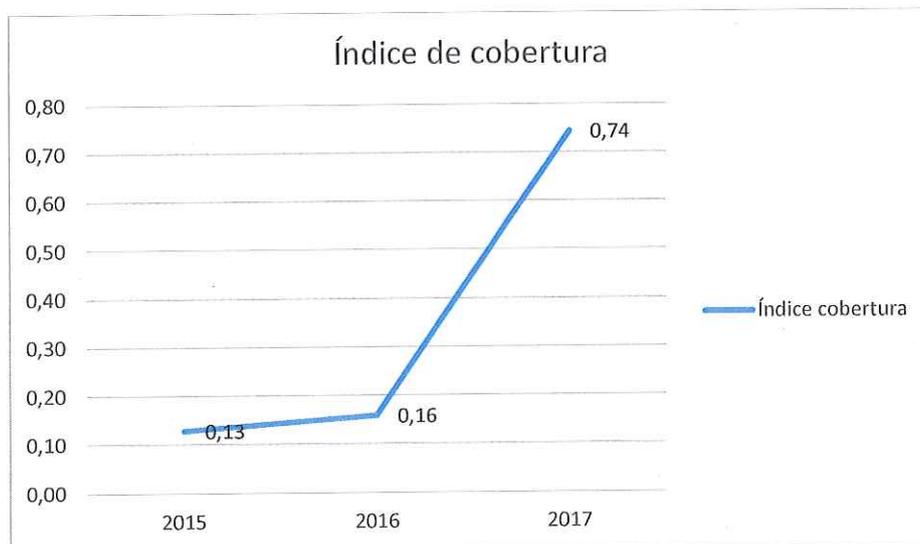
Figura 15: EBITDA



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

La cobertura de cuentas por pagar y otras cuentas por pagar, al 31 de diciembre de 2017, fue de 0.95 veces, reflejando una mejor posición frente a diciembre de 2016 donde se obtuvo 0.05 veces. Esto quiere decir que en el 2017 la Compañía tuvo mayor capacidad de atender sus obligaciones.

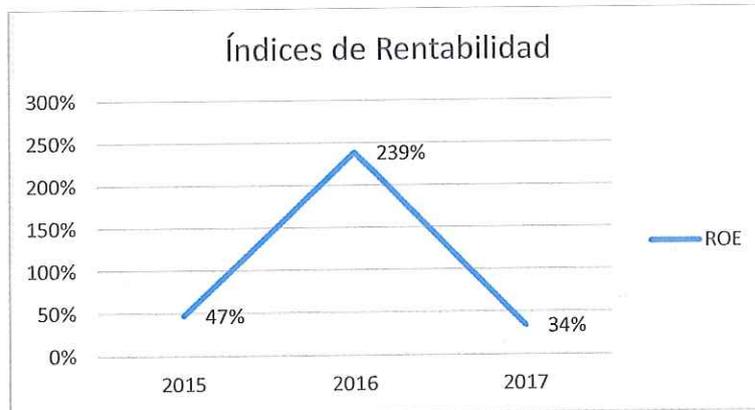
Figura 16: Índice de cobertura



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

Respecto a los indicadores de rentabilidad, se observa un ROE (Retorno sobre el Patrimonio) de 47% en el año 2015, de un 306% en el 2016 y del 44% en el 2017; el pico se debe a que en el año 2016 el patrimonio de la compañía presenta el valor más bajo entre los tres años (USD\$11.723,41) sin embargo, sus utilidades incrementaron en un 256% respecto al año 2015; cabe recalcar que en el año 2017 hubo un incremento de aportes para futuras capitalizaciones de USD\$40.000,00, lo que genera que el ROE obtenido en tal año sea del 44%.

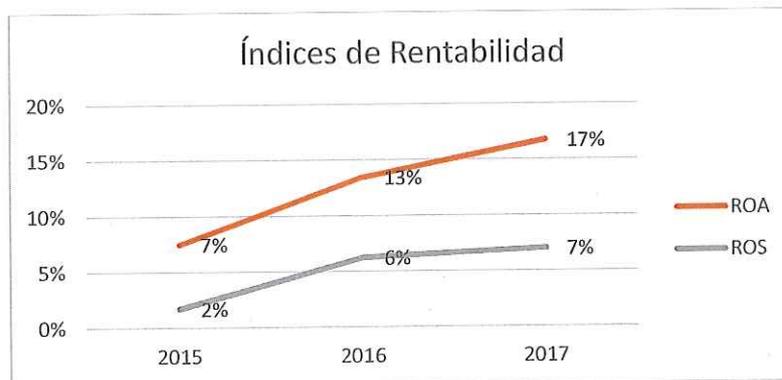
Figura 17: Índice de Rentabilidad ROE



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

Por otro lado, se observa un ROA (Retorno sobre los Activos) del 7% en el año 2015, del 17% en el año 2016 y del 21% en el 2017; y un ROS (Retorno sobre las Ventas) del 2%, 8% y 9% respectivamente.

Figura 18: Índice de rentabilidad: ROA y ROS

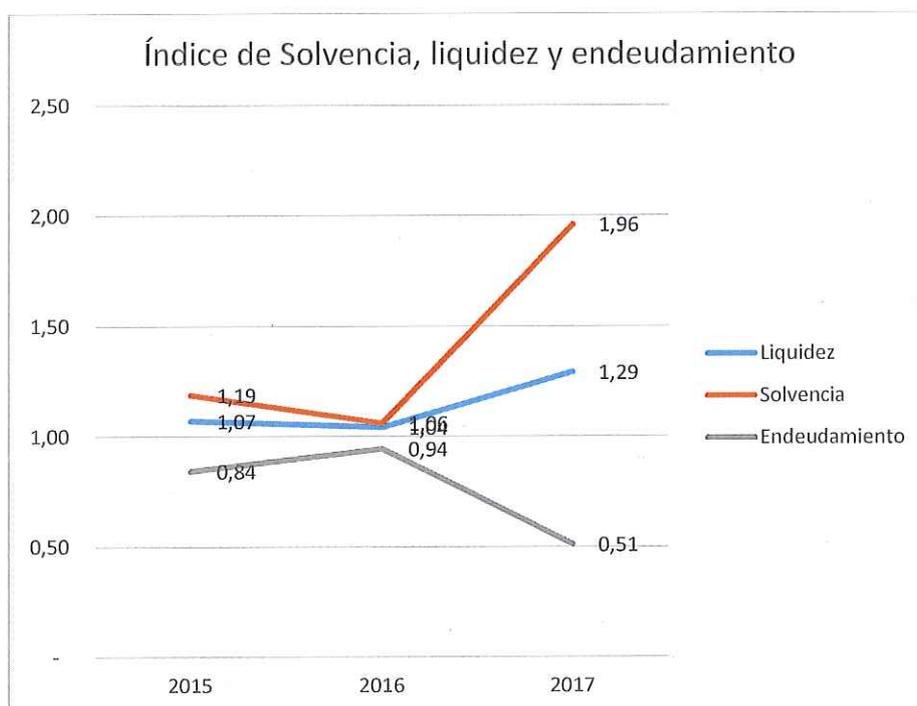


Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

En referencia a los indicadores de liquidez⁷ y solvencia⁸, se mantienen sobre la unidad, denotando que la Compañía puede afrontar sus obligaciones corrientes en el corto plazo y largo plazo.

Y, respecto al índice de endeudamiento⁹, al 31 de diciembre de 2017, de todo lo que se encuentra invertido en la empresa, el 51% se encuentra financiado con deuda, la cual es de corto plazo.

Figura 19: Índice de solvencia, liquidez y endeudamiento



Fuente: Estados Financieros de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. (Ajustado por honorarios del año 2016 reclasificados)

⁷ Activo corriente/Pasivo corriente

⁸ Activo total/Pasivo total

⁹ Pasivo total/Activo total

CAPÍTULO V

5. Valoración Financiera de Proficonsult Asesores Cía Ltda.

5.1. *Estimación de flujos de caja proyectados*

De acuerdo con lo mencionado en los capítulos 2 y 3, el método a ser utilizado para valorar la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. es la Metodología de Valoración de Nuevas Empresas (MVNE), el cual toma como referencia el método del Valor Presente Ajustado (APV), considerando el crecimiento y perspectivas futuras que posee la compañía.

Con la finalidad de estimar los flujos de cajas proyectados se tomará como supuestos que las personas claves van a seguir con la prestación de servicios en la compañía, las cuales se responsabilizarán por mantener el crecimiento y reputación de la misma. Para fines cuantitativos, se considerará un período de 5 años, a partir del año 2019, tomando como año base 2018, considerándose como un período prudencial para manejar proyecciones más acertadas.

En base al análisis interno de la compañía y a entrevistas con el socio de la misma, se procede a determinar la proyección de los flujos de cajas proyectados, para lo cual se ha elaborado el siguiente cuadro de supuestos:

Tabla 2: Supuestos para la proyección de flujos de caja

PROYECCIÓN	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
SUPUESTOS	2019	2020	2021	2022	2023
Crecimiento de Ingresos (g)	10%	5%	5%	5%	5%
Gastos de Sueldos y Beneficios*	30%	30%	30%	30%	30%
Gastos Administrativos*	60%	60%	60%	60%	60%
Depreciación*	2%	2%	2%	2%	2%
Provisión incobrables*	1%	1%	1%	1%	1%
Participación de trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%
Impuesto a la Renta	22%	22%	22%	22%	22%
Capital de trabajo**	13%	13%	13%	13%	13%
Crecimiento para el valor terminal					5%

* Porcentaje de los ingresos por ventas, ** Porcentaje de sueldos, beneficios y Gastos Administrativos

Fuente: Elaboración propia en base a entrevistas con el socio de la compañía.

Las ventas en el 2018, año base, según estados financieros preliminares, cerraron en USD\$620.000,00, por lo que, el porcentaje de crecimiento en ventas para el año 2018 respecto al 2017, se obtuvo de forma real, siendo del 33%. De manera conservadora, se estima que la compañía continuará creciendo un 10% en el 2019 y 5% anual hasta el 2023.

Los Gastos de Sueldos y Beneficios, y Gastos Administrativos, incluyendo honorarios profesionales, fueron obtenidos del promedio de dichos rubros respecto a Ingresos en los años 2015 a 2017.

Respecto a Gastos de depreciación, se observa que representan el 1% de los Ingresos en los años 2015 a 2017, sin embargo, debido a que en el año 2018 se adquiere la Oficina por USD\$250.000,00 con una vida útil de 20 años, el rubro de Gastos de depreciación asciende a USD\$15,981.90, el mismo que representa del 2 al 3% de los Ingresos en los años 2019 al 2023.

Según Estados Financieros proporcionados por la Compañía se efectúa provisión de incobrables, los mismos que representan el 1% de los ingresos. Considerando que se mantienen las políticas de cobro, se mantiene también el porcentaje de provisión de incobrables.

Las tasas impositivas a utilizar corresponden al 22% de Impuesto a la Renta a Sociedades y 15% de Participación a trabajadores.

De acuerdo con lo conversado con el socio de la compañía, las inversiones futuras son las reposiciones de mobiliarios y equipos de oficina que se vayan obstruyendo con el paso del tiempo, por lo que se considerará este rubro como inversión en el último año de nuestra evaluación.

En referencia al Capital de Trabajo, se utiliza la fórmula propuesta por Maquieira & Willat descrita en la sección 3.2.1.1.1., considerando los valores registrados en los Estados Financieros del año 2017, y además se considerará como integrante a la fórmula un valor proporcional de la cuenta de efectivo, que se utiliza para el capital de trabajo, en base a lo expuesto por Damodaran que afirma que “El segundo componente de la reinversión es el efectivo que debe reservarse para necesidades de capital de trabajo” (p.360). El valor resultante es de USD\$50.191 que se necesitan para el 2017, USD\$73.437 para el 2018 y USD\$80.780 para el 2019. El mencionado valor representa el promedio que maneja históricamente la Compañía, el cual es equivalente al 13% del total de gastos de la compañía, excluyendo intereses, participación a trabajadores, impuestos y depreciación.

Los flujos de caja 100% de recursos propios se obtienen en base al beneficio operativo después de impuestos, al que se le suman las depreciaciones, se le deducen las inversiones en activos fijos, y según corresponda, las variaciones del capital de trabajo, anualmente.

Tabla 3: Flujo de caja proyectado a 5 años

Años	Año 1 2019	Año 2 2020	Año 3 2021	Año 4 2022	Año 5 2023
INGRESOS	682,000	716,100	751,905	789,500	828,975
Gastos de Sueldos y Beneficios	207,641	218,023	228,924	240,370	252,388
Gastos Administrativos	410,400	430,921	452,467	475,090	498,844
GASTOS	618,041	648,943	681,390	715,460	751,233
EBITDA	63,959	67,157	70,515	74,041	77,743
Depreciación	15,982	15,982	15,982	15,982	15,982
Provisión cuentas incobrables	4,865	5,109	5,364	5,632	5,914
UAI (EBIT)	43,112	46,066	49,169	52,426	55,847
Participación de trabajadores	6,467	6,910	7,375	7,864	8,377
Impuesto a la Renta	8,062	8,614	9,195	9,804	10,443
UDI	28,583	30,542	32,599	34,759	37,026
Depreciación	15,982	15,982	15,982	15,982	15,982
Provisión cuentas incobrables	4,865	5,109	5,364	5,632	5,914
Inversión en capital de trabajo	(4,039)	(4,241)	(4,453)	(4,676)	(4,909)
Flujo de Caja Libre (100% Recursos propios)	45,391	47,392	49,492	51,697	54,013

Fuente: Elaboración propia en base a entrevistas con el socio de la compañía.

Posteriormente, se procede a calcular el flujo de beneficios derivados de la deuda, debido a que se solicitó un préstamo en el año 2018 al Banco del Pacífico por USD\$75.000,00 para la compra de la Oficina donde actualmente se encuentra ubicada a una tasa nominal del 9.50% nominal anual, pagaderos capital más intereses cada 30 días. Este paso permite un menor pago de impuestos debido al pago de los intereses que se pagan por la deuda en cada

periodo, para lo cual, se aplica la fórmula descrita en la sección 3.2.2. que consiste en hallar el valor de los beneficios tributarios multiplicando los intereses de la deuda por la tasa impositiva, durante el periodo que le resta a la deuda, que son 6 años (excluyendo 2018).

Tabla 4: Beneficios derivados de la deuda proyectados por los 6 años restantes

<u>Flujo de beneficios derivados de deuda</u>	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Intereses	5,999	5,135	4,185	3,140	1,992	730
Impuesto	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
Ahorros Fiscales (intereses x impuesto)	2,022	1,730	1,410	1,058	671	246

Fuente: Elaboración propia en base a tablas de amortización por préstamo efectuado.

5.2. Estimación de las tasas de descuento

5.2.1. Costo Patrimonial

El Flujo de Caja Libre (FCL) se descuenta utilizando la tasa de costo de capital o patrimonial r_0 , que es la tasa de retorno requerida a una empresa 100% apalancada con capital propio o costo de capital que no presenta deuda. Esta tasa se la obtiene mediante la fórmula del modelo de valuación de activos de capital (CAPM), considerando sumar el Default Spread¹⁰ planteado por Damodaran:

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

La tasa de retorno r_0 o K_p , debe estar en función de su riesgo sistemático (β beta¹¹), para lo cual se debe recurrir a betas referenciales¹² de empresas que se dediquen a la misma actividad puesto que el mercado de valores local tiene un bajo nivel de desarrollo evidenciado

¹⁰ Margen de incumplimiento o medida de ajuste de riesgo país.

¹¹ El coeficiente Beta (β) es una medida de volatilidad del activo relativa a la variabilidad del mercado.

¹² www.damodaran.com

en una baja liquidez. El modelo toma como base la tasa libre de riesgo (R_f)¹³, la prima de riesgo de mercado (PRM_{US})¹⁴, de la cual se considera la tasa histórica de Estados Unidos, debido a que se torna difícil calcularla en Ecuador debido a la falta de presencia bursátil, por tal motivo se debe sumar el Default Spread, como medida de ajuste de riesgo país, considerando que pertenecemos a un país en desarrollo.

Tabla 5: Cálculo del Costo Patrimonial r_0

Componentes	Valor	Fuente
Tasa libre de riesgo R_f	3,21%	Promedio del rendimiento anual de 10-Yr bonds a nov-2018 (https://finance.yahoo.com/bonds)
Beta desapalancada	0,47	Betas promedio por sector (www.damodaran.com)
Beta apalancada	0,47	Debido a que la relación deuda/patrimonio es cero
Prima de riesgo de mercado US	4,77%	Promedio histórico geométrico (1928-2017) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
Default Spread Ecuador	6,14%	Promedio del índice de riesgo país desde el nuevo gobierno (may-2017) hasta la actualidad (nov-2018) (https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais)
Costo Patrimonial ajustado $r_0 = K_p$	11,60%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

Fuente: Elaboración propia

5.2.2. Costo de deuda

Los beneficios tributarios se descuentan a la tasa de costo de deuda, por lo cual, se considera la tasa a la cual se efectuó el préstamo con el Banco del Pacífico, la misma que es del 9.50% nominal anual.

¹³ Tasa libre de riesgo. Por lo general se toma de referencia la Tasa T-bonds del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América.

¹⁴ www.damodaran.com

5.3. *Estimación del valor terminal*

Para efectos del cálculo del valor terminal se considera la fórmula descrita en la sección 3.2.1.2., en la misma que se considerará como parte de la reinversión en el mantenimiento de la operatividad del proyecto, el equivalente a la depreciación anual contable de los activos involucrados (Sapag Chain, 2001).

Además, se utilizará el supuesto de que los flujos de caja que la empresa espera generar tras el final del período de proyección 2024 crece a una tasa constante del 5% (g), considerando el promedio de las tasas de variación interanuales del valor agregado bruto (VAB) de las actividades de servicios financieros durante los períodos 2011 a octubre 2018¹⁵.

Tabla 6: Cálculo del Valor Terminal

Flujo de caja 2024	40.462
Tasa de crecimiento	5%
Costo patrimonial	11,60%
Valor terminal	610.062

Fuente: Elaboración propia

5.4. *Análisis de escenarios*

Los supuestos establecidos en la sección 5.1 fueron realizados bajo un escenario conservador, en base a la información financiera disponible actual e histórica, sus estrategias financieras y operativas, las mismas que fueron conversadas con el socio de la compañía.

Sin embargo, como es de conocimiento general, los proyectos de empresa traen implícitos riesgos inherentes, por lo cual, es importante efectuar un análisis de escenarios, que permita obtener una mejor visualización con un margen de tolerancia en cuanto a movimientos de factores claves que pudieran ocurrir a través del tiempo.

¹⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/indiceEM.htm>

Para tales efectos, se considerará cuatro puntos importantes, los cuales, en caso de modificarse, variarían el valor de la empresa, ya sea positiva o negativamente, los mismos que son: 1) Tasa de crecimiento de ventas, 2) Gastos de sueldo, 3) Gastos de honorarios profesionales para mandos medios y 4) Tasa de crecimiento incurso en valor terminal.

En el escenario optimista se presentan los siguientes puntos:

- Elevar tasas de crecimiento de ventas considerando que tienen fuertes posibilidades de crecimiento, en base a resultados del año 2018 y 2017.
- Disminuir el porcentaje de gastos de sueldos y beneficios, considerando que anualmente no existe un incremento significativo del salario básico de acuerdo a disposiciones gubernamentales.
- Disminuir gastos de honorarios a jerarquías de mandos medios.
- Incrementar la tasa de crecimiento correspondiente al valor terminal, dado que en el último año 2017 creció un 15.20%¹⁶.

Tabla 7: Supuestos de escenario optimista

PROYECCIÓN	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
SUPUESTOS	2019	2020	2021	2022	2023
Crecimiento de Ingresos (g)	10%	8%	7%	6%	6%
Gastos de Sueldos y Beneficios	30%	30%	30%	29%	29%
Gastos Administrativos	58%	58%	58%	58%	58%
Depreciación*	2%	2%	2%	2%	2%
Provisión incobrables*	1%	1%	1%	1%	1%
Participación de trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%
Impuesto a la Renta	22%	22%	22%	22%	22%
Capital de trabajo**	13%	13%	13%	13%	13%

¹⁶

<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro062018.pdf>

Crecimiento para el valor
terminal

8%

* Porcentaje de los ingresos por ventas, ** Porcentaje de sueldos, beneficios y Gastos Administrativos
Fuente: Elaboración propia

En el escenario pesimista se presentan los siguientes puntos:

- Disminuir tasas de crecimiento de ventas por inestabilidades económicas y gubernamentales.
- Aumentar el porcentaje de gastos de sueldos y beneficios por reconocimientos estrictos de horas extras.
- Disminuir la tasa de crecimiento correspondiente al valor terminal, por inestabilidades económicas y gubernamentales.

Tabla 8 Supuestos escenario pesimista

PROYECCIÓN	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
SUPUESTOS	2019	2020	2021	2022	2023
Crecimiento de Ingresos (g)	10%	5%	5%	4%	4%
Gastos de Sueldos y Beneficios	30%	31%	31%	32%	32%
Gastos Administrativos	60%	60%	60%	60%	60%
Depreciación*	2%	2%	2%	2%	2%
Provisión incobrables*	1%	1%	1%	1%	1%
Participación de trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%
Impuesto a la Renta	22%	22%	22%	22%	22%
Capital de trabajo**	13%	13%	13%	13%	13%
Crecimiento para el valor terminal					3%

* Porcentaje de los ingresos por ventas, ** Porcentaje de sueldos, beneficios y Gastos Administrativos
Fuente: Elaboración propia

5.5. Valoración financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.

El Valor de la Compañía bajo la Metodología de Valoración de Nuevas Empresas, el cual se efectúa en base al Valor Presente Ajustado (APV), es decir, el Valor Presente Neto del Flujo de Caja Libre descontado a la tasa de costo patrimonial, más el Valor Presente Neto del Flujo de los beneficios de deuda proyectados descontados a la tasa del costo de deuda.

En base a lo mencionado, se determinó que el valor financiero de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. bajo un escenario conservador es de USD\$531.118.

Tabla 9 Cálculo de la Valoración Financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. – Escenario conservador

	2019	2020	2021	2022	2023
Flujo de Caja Libre (100% Recursos propios)	45,391	47,392	49,492	51,697	54,013
Valor Terminal					610,062
Ahorros Fiscales	2,022	1,730	1,410	1,058	671
VPN (FCL)	171,500				
VPN (VT)	352,353				
Valor de la empresa sin deuda	523,853				
VPN (Flujo Beneficios Deuda)	7,266				
Valor de la Empresa (VNE)	531,118				
Valor de la Deuda 2018	67,076				
Valor del Patrimonio	464,042				

Fuente: Elaboración propia

En caso de que consideráramos el escenario pesimista, el valor financiero de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. sería de USD\$374.239.

Tabla 10: Cálculo de la Valoración Financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. – Escenario pesimista

	2019	2020	2021	2022	2023
Flujo de Caja Libre (100% Recursos propios)	45,052	44,914	46,756	44,188	45,682
Valor Terminal					362,531
Ahorros Fiscales	2,022	1,730	1,410	1,058	671
VPN (FCL)	157,587				
VPN (VT)	209,386				
Valor de la empresa sin deuda	366,973				
VPN (FBD)	7,266				
Valor de la Empresa (VNE)	374,239				
Valor de la Deuda 2018	67,076				
Valor del Patrimonio	307,163				

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, si consideráramos el escenario optimista, el valor financiero de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. ascendería a USD\$1'277.878.

Tabla 11: Cálculo de la Valoración Financiera de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda. – Escenario optimista

	2019	2020	2021	2022	2023
Flujo de Caja Libre (100% Recursos propios)	53,142	58,418	66,084	74,201	78,356
Valor Terminal					1,802,165
Ahorros Fiscales	2,022	1,730	1,410	1,058	671
VPN (FCL)	229,739				
VPN (VT)	1,040,873				
Valor de la empresa sin deuda	1,270,612				
VPN (Flujo Beneficios Deuda)	7,266				
Valor de la Empresa (VNE)	1,277,878				

Valor de la Deuda 2018	67,076
Valor del Patrimonio	1,210,802

Fuente: Elaboración propia

Una vez analizados los factores internos y externos, financieros, económicos y gubernamentales, sirviendo de base el crecimiento y excelente desempeño en el mercado en el que se ha desenvuelto la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda., y tomando como referencia a que las expectativas en general de la economía ecuatoriana no son de gran crecimiento, tal como ha sido analizado en el capítulo 4 de este estudio, en su defecto las tasas son de crecimiento moderado a bajo, se determina que la distribución de probabilidades para cada uno de los escenarios expuestos son del 50% escenario conservador, 30% pesimista y 20% optimista.

Por lo anteriormente expuesto, el valor financiero ponderado de la compañía es de USD\$633.406,55.

Tabla 12: Valor Financiero ponderado de la Compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda.

Escenario	Valor empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Pesimista	374,238.94	30%	112,271.68
Conservador	531,118.50	50%	265,559.25
Optimista	1,277,878.08	20%	255,575.62
TOTAL			633,406.55

Fuente: Elaboración propia

Para efectos del presente estudio, es preciso comparar el valor calculado con los valores en libros contables de la propia compañía, que al 31 de diciembre de 2017 último año reportado a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, consigna un valor de

activos por USD\$195.333,72, pasivos por USD\$99.965,66 y patrimonio por USD\$95.668,06, adicionalmente, también es necesario considerar que en el año 2018 se efectuó la adquisición de la oficina por USD\$250.000,00 lo cual incrementa su valor en activos, sin embargo, a pesar de aquello se observa una gran brecha entre los valores en libros contables y el valor financiero calculado de USD\$633.406,55, el cual es notablemente superior, esto se debe a que, al considerarse un modelo de negocio que presta servicios de asesoría, su principal valor se encuentra en los recursos intangibles calificados como conocimiento y experiencia, los cuales a su vez se concentran en el recurso humano de la compañía y no en los bienes tangibles.

Finalmente, la valoración de esta empresa de crecimiento temprano (early-stage) presentó grandes desafíos, al no contar con los suficientes datos históricos, y por el modelamiento para calcular su valor, puesto que varía de los métodos tradicionales, no obstante, se ha calculado su valor financiero ponderado por USD\$633.406,55, siendo de gran utilidad para la toma de decisiones, las cuales pueden ser de crecimiento, expansión, nuevas estrategias, estabilización, cese de compañías, apertura en el mercado de valores, entre otras.

CONCLUSIONES

Durante el desarrollo del presente estudio, se analizaron los diferentes métodos de valoración de empresas, se efectuó una revisión al detalle de la compañía Proficonsult Asesores Cía Ltda., la misma que es considerada como Early-stage o de crecimiento temprano, por ser relativamente nueva en el mercado, siendo todo esto, con la finalidad de obtener su valor financiero con la mayor precisión posible, puesto que como es de nuestro conocimiento, se encuentra rodeado de subjetividad.

Por lo que, se logró encontrar el método adecuado, este es el Método de Valoración de Nuevas Empresas (MVNE) propuesto por Maquieira y Willat, debido a que considera la particularidad de no contar con suficientes datos históricos, entre otras características de este tipo de empresas que generan desafíos en cuanto al modelamiento como en el cálculo de su valor; se evaluó el contexto macroeconómico y sector externo en el que se desenvuelve la compañía, el cual no presenta las mejores tasas de crecimiento del mercado, y pese a contar con solo cuatro años de operación, la compañía ha demostrado que presenta liderazgo en el sector con una tasa de crecimiento del 33% del 2018 respecto al 2017; se proyectaron los flujos futuros, se estimaron las tasas de descuento, se realizó un análisis de escenarios conservador, optimista y pesimista. Finalmente, se procedió a determinar su valor, el cual oscila entre 370 mil y 1.2 millones de dólares, obteniendo un valor de promedio ponderado de 633 mil dólares.

BIBLIOGRAFÍA

- González Paredes, M. (Enero de 2015). Modelo de valoración de nuevas empresas. Santiago de Chile, Chile.
- ACCID. (2009). *Valoración de Empresas*. Barcelona, España: Profit Editorial.
- Alonso Sebastian, R., & Villa Pérez, A. (2007). *Valoración de empresas. Teoría y casos prácticos. Aplicaciones al sector agroalimentario*. Madrid: Mundi-Prensa.
- Álvarez, R., García, K., & Borraez, A. (2006). *Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados*. Medellín.
- Bancel, F. &. (2014). *The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts*. Journal of Applied Corporate Finance.
- Banco Central del Ecuador. (2018). *Reporte mensual de inflación de diciembre de 2018*.
- Banco Central del Ecuador. (2019). *Evolución de la Balanza Comercial 2018*.
- Banco Interamericano del Desarrollo (BID). (2013). *Innovation and the New Service Economy in America and the Caribbean*.
- Berk, J., & Demarzo, P. (2008). *Finanzas Corporativas*. Mexico: Pearson Educacion.
- CEPAL. (Diciembre de 2018). *Comisión Económica para América Latina y el Caribe*. Obtenido de <https://www.cepal.org/es/comunicados/economias-america-latina-caribe-creceran-17-2019-un-escenario-internacional-mayores>
- CEPAL. (2019). *Actualización de proyecciones de crecimiento de América Latina y el Caribe en 2018 y 2019*.
- Damodaran, A. (s.f.). *INVESTMENT VALUATION*.
- Deloitte. (Junio de 2016). *Deloitte*. Obtenido de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/audit/documentos/audit_news/160817-audit-NIIF9-Instrumentos-Financieros--Todo-lo-que-hay-que-saber.pdf
- Falconí, J. (2015). *Los servicios en el ecuador: algunos desafíos a corto plazo*. Geneva: UNCTAD.
- Fernandez, P. (1998). *Valoración de empresas. Como medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestion 2000.

- Fernandez, P. (Febrero de 2007). Company Valuation Methods. The most common errors in valuations. Madrid, España: IESE Business School paper.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona.
- Fondo Monetario Internacional FMI. (enero de 2019). Perspectivas de la economía mundial. Washington, Estados Unidos.
- Fred Weston, J., & Brigham, E. (1996). Fundamentos de Administración Financiera décima edición. México: McGraw-Hill Interamericana de México, S.A. de C.V.
- Gimeno Torres, M. (Abril de 2014). Evolución del Modelo CAPM a lo largo de la historia de la economía financiera. Madrid, España.
- Graduate School of Management ESPAE. (2018). Global Entrepreneurship Monitor Ecuador 2017. Ecuador.
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, M. (2014). *Metodología de la investigación*. Mexico: McGraw-Hill.
- IFRS. (s.f.). Norma Internacional de Información Financiera 9 Instrumentos Financieros.
- INEC. (2019). *Boletín técnico - estadísticas macroeconómicas diciembre 2018*. Quito.
- Maquieira V., C., & Willat H., C. (2006). Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE). *Estudios de administración*. Santiago de Chile, Chile.
- Maquieira, C. (s.f.). El mal uso del WACC en valoración de proyectos de infraestructura. *La opinión de la Escuela de Negocios*, 1.
- Ministerio de Finanzas. (Octubre de 2018). Programación Presupuestaria Cuatrianual 2019 - 2022. Ecuador.
- Moscoso Escobar, J., & Botero Botero, S. (24 de mayo de 2013). Métodos de Valoración de Nuevos Emprendimientos.
- Moyer, C., McGuigan, J., & Kretlow, W. (2005). *Administración financiera contemporánea. Novena Edición*. México: Cengage Learning.
- Naciones Unidas. (2019). *Situación y perspectivas de la economía mundial en el 2019*.
- Pereyra, M. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*. Uruguay.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas Corporativas Novena edición*. McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.

Sapag Chain, N. (2001). *Evaluación de proyectos de la inversión en la empresa*. Gráfica Pinter S.A.

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2018). *Panorama del Sector Servicios 2013-2017*. Guayaquil, Ecuador.

Titman, S., & Martin, J. (2009). *Valoración. El arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa*. Madrid: Pearson Educación.

Vega, J. (2000). *Valoración de empresas*. Madrid.

Washington Macías Rendón, P. (s.f.). *Costo de Capital*. Guayaquil, Guayas, Ecuador.

Wikipedia. (s.f.). Obtenido de Tasa libre de riesgo:

https://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_de_inter%C3%A9s_libre_de_riesgo

Yahoo Finance. (2017). Obtenido de <https://finance.yahoo.com/>