



**Facultad de
Ciencias Sociales y Humanísticas**

PROYECTO DE TITULACIÓN

**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
FARMADESCUENTO DEL SECTOR SALUD EN ECUADOR”**

Previa la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

Marcelo Hunther Herrera Caba

Lisbeth Carolina Freire Alay

Guayaquil – Ecuador

2022

AGRADECIMIENTO

Agradezco a mis padres por apoyarme a continuar en mi carrera profesional, mis abuelos por guiarme en el camino del aprendizaje de la vida.

Marcelo Hunther Herrera Caba

Agradezco a mis padres que siempre han sido mi apoyo incondicional, mis abuelos quienes han contribuido en mi vida tanto profesional como personal

Lisbeth Carolina Freire Alay

DEDICATORIA

El presente trabajo titulación se lo dedico a mis abuelos maternos que con mucha humildad me enseñaron a continuar adelante a pesar de cualquier adversidad.

Marcelo Hunther Herrera Caba

El presente trabajo de titulación se lo dedico a mis padres, con su apoyo pude superar las adversidades que fueron presentadas, a mi hijo que es el ser más importante en mi vida

Lisbeth Carolina Freire Alay

COMITÉ DE EVALUACIÓN

Prof. Raúl Carpio Freire

Tutor del Proyecto

Prof. Milton Paredes Aguirre

Evaluador 1

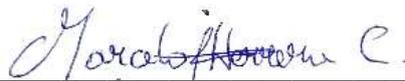
Prof. Katia Rodríguez Morales

Evaluador 2

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma **ESCUELA**

SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL”



Macelo Hunther Herrera Caba



Lisbeth Carolina Freire Alay

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	ii
DEDICATORIA.....	iii
COMITÉ DE EVALUACIÓN	iv
DECLARACIÓN EXPRESA.....	v
RESUMEN	xi
ABSTRACT	xii
CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 ANTECEDENTES	1
1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	4
1.3 JUSTIFICACIÓN	9
1.4 OBJETIVOS	10
1.4.1 Objetivo general	10
1.4.2 Objetivos específicos.....	10
1.5 METODOLOGÍA.....	10
1.5.1 Recolección de datos	11
1.5.2 Tipos de análisis	11
1.5.3 Obstáculos y limitaciones.....	11
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO.....	13
2.1 VALORACIÓN DE EMPRESAS	13
2.1.1 Métodos contables	13
2.1.2 Método de rentabilidad futura	16
2.2 RAZONES FINANCIERAS	16
2.3 BENCHMARKING.....	21
2.4 TEORÍA DE DECISIONES	23
2.5 TEORÍA DE VALORACIÓN DE MILLER Y MODIGLIANI	24
2.6 TEORÍA DE TASA DE RENDIMIENTO DE CAPITAL DE GORDON Y LINTNER	25
CAPÍTULO III: MARCO CONTEXTUAL.....	26
3.1 SITUACIÓN ACTUAL	26
3.2 ANÁLISIS DEL SECTOR.....	28
3.3 ANÁLISIS FARMADESCUENTO	34
CAPÍTULO IV: VALORACIÓN FINANCIERA	40

CAPÍTULO V.....	47
5.1 CONCLUSIONES.....	47
5.2 RECOMENDACIONES	48
Referencias	49

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 <i>Estado de resultado integral del 2016 al 2020</i>	6
Tabla 2 <i>Balance general del 2016 al 2020</i>	8
Tabla 3 <i>Correlación del beneficio operativo con el patrimonio y valor empresarial...</i>	41

ÍNDICE DE FIGURAS

<i>Figura 1.</i> Método contable	13
<i>Figura 2.</i> Ratios financieros	17
<i>Figura 3.</i> Estado de resultado del sector del 2016 al 2020.....	26
<i>Figura 4.</i> Estado de situación financiera del sector del 2016 al 2020.....	27
<i>Figura 5.</i> Solvencia	27
<i>Figura 6.</i> Endeudamiento	28
<i>Figura 7.</i> Liquidez corriente sector grandes empresas.....	29
<i>Figura 8.</i> Endeudamiento del activo sector grandes empresas	29
<i>Figura 9.</i> Endeudamiento patrimonial sector grandes empresas.....	30
<i>Figura 10.</i> Apalancamiento sector grandes empresas	31
<i>Figura 11.</i> Margen operacional sector grandes empresas	32
<i>Figura 12.</i> Rentabilidad operacional del activo sector grandes empresas	32
<i>Figura 13.</i> Rentabilidad operacional del patrimonio sector grandes empresas.....	33
<i>Figura 14.</i> Liquidez corriente Farmadescuento	34
<i>Figura 15.</i> Endeudamiento del activo Farmadescuento	35
<i>Figura 16.</i> Endeudamiento patrimonial Farmadescuento	35
<i>Figura 17.</i> Apalancamiento Farmadescuento.....	36
<i>Figura 18.</i> Margen operacional Farmadescuento.....	37
<i>Figura 19.</i> Rentabilidad operacional del activo Farmadescuento	37
<i>Figura 20.</i> Rentabilidad operacional del patrimonio Farmadescuento	38
<i>Figura 21.</i> Relación de ratios financieros entre sector grandes empresas y Farmadescuento.....	39
<i>Figura 22.</i> Beneficio operativo del 2016 al 2020.....	41
<i>Figura 23.</i> Evolución del patrimonio, deuda financiera y cash del 2016 al 2020.....	41
<i>Figura 24.</i> Deuda financiera.....	42
<i>Figura 25.</i> Rentabilidad del patrimonio versus la del activo	42
<i>Figura 26.</i> Valor empresarial 2016 al 2020	43
<i>Figura 27.</i> Evolución del ratio valor empresarial y beneficio operativo.....	43
<i>Figura 28.</i> Valoración de Farmadescuento al 2021	44
<i>Figura 29.</i> Proyección de valoración al 2025.....	45

<i>Figura 30.</i> Proyección de valoración al 2025 escenario pesimista	45
<i>Figura 31.</i> Proyección de valoración al 2025 escenario optimista.....	46

RESUMEN

La valoración de empresa tiene como finalidad el conocimiento del valor real de un negocio a través de la aplicación de modelos de múltiplos y de contabilidad que son aplicados a las cuentas de resultado y de balance. El objetivo general del trabajo fue determinar el valor financiero de la empresa Farmadescuento del sector salud, por medio de modelos cuantitativos. La metodología de la investigación fue de enfoque cuantitativo, diseño no experimental para lo cual fue usada la información alojada en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Entre los principales resultados obtenidos se puede determinar que la empresa Farmadescuento tiene una mejor posición financiera que la media del sector de empresas grandes dedicadas a la venta al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados, dado principalmente por su calificación en los indicadores de solvencia y rentabilidad, lo que equivale a una puntuación del 85.7%. En relación con la valoración empresarial se estableció un valor al 2021 de \$2'054,775.9 y al 2025 de \$3'119,294.5 dados por una media del ratio *valor empresarial y beneficio operativo* de 1.36 y *crecimiento de utilidad* del 15% en el 2021 y del 11% del 2022 al 2025.

Palabras claves: Valoración de empresa, Ratios financieros. Beneficio operativo, Benchmarking, Múltiplos de valoración.

ABSTRACT

The purpose of business valuation is to know the real value of a business through the application of multiples and accounting models that are applied to income and balance sheets. The general objective of the work was to determine the financial value of the Farmadescuento company in the health sector, Ecuador 2021, through quantitative models. The research methodology was a quantitative approach, non-experimental design for which the documentary review technique was used in the information housed in the Superintendency of Companies, Securities and Insurance. Among the main results obtained, it can be determined that the company Farmadescuento has a better financial position than the average for the sector of large companies dedicated to the retail sale of pharmaceutical products in specialized establishments, mainly due to the best rating in the solvency and financial indicators. profitability which is equivalent to a score of 85.7%. In relation to the business valuation, a value was established for 2021 of \$2,054,775.9 and for 2025 of \$3,119,294.5 given by an average business value ratio and operating profit of 1.36 and profit growth of 15% in 2021 and 11% from 2022 to 2025.

Keywords: Company valuation, Financial ratios, Operating profit, Benchmarking, Valuation multiples.

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES

Desde la perspectiva de la historia, la valoración de empresas ha permitido conocer el rango de precios en el que se encuentran las compañías por medio de la generación de flujos de efectivo, esto fue propuesto por el economista John Burr Williams, donde se introdujo la forma de calcular el valor intrínseco de las compañías, dando paso al análisis fundamental de las empresas a través de la teoría del valor de las inversiones (Smith & Xu, 2017). Esta teoría fue anticipada a la descrita por Modigliani-Miller que establecía que el valor de un negocio está dado en función del valor presente tomando como partida los flujos futuros a lo que se denomina en la actualidad el flujo de caja libre (Brusov et al., 2021). En los años 80, Stern y Stewart propusieron una alternativa a la valoración de empresa conocida como Valor Económico Agregado (EVA) que consistía en que a los flujos futuros se le debe descontar el costo promedio del capital ponderado y este resultado incorporarlo al capital inicial (Stern et al., 1998). En los 90 se determina la teoría de la banca de inversión que ponía en contexto al valor y al precio de los negocios que no representan un sinónimo (Téllez, 2020).

Según Medina et al. (2019) la valoración de los negocios se ha dado en la historia por medio de la generación y creación de valor a través de los direccionamientos estratégicos, aplicación y adopción, seguido de la planificación financiera que permite la adecuada gestión y asignación de recursos, para posteriormente por medio del talento humano desarrollar la creación de valor que garantice los resultados. Es por ello que, se vuelve fundamental la evaluación financiera, ya que permite la prevención de riesgos financieros para implementar creación de valor en la toma de decisiones, orientadas a la detección de deficiencias que permitan implementar mejoras por medio del análisis de la situación empresarial para administrar y asignar adecuadamente los recursos económicos, con miras a lograr la evolución de los resultados que se presentan por medio del progreso de las cifras financieras que se da por el plan de acción (Anthony et al., 2019).

En el mundo empresarial, la importancia de la valoración financiera es clave para determinar la salud de las empresas con la finalidad de conocer el estado de los indicadores económicos que permitan establecer la prosperidad en el tiempo, teniendo como objetivo mantener una adecuada administración de los recursos y de la liquidez que

garantice el buen funcionamiento (Czerwińska et al., 2021). Esta valoración está orientada a prevenir de forma satisfactoria sorpresas que pudieran ocurrir en momentos de crisis para sobrellevarlos de la manera oportuna, es por ello que el papel de este tipo de estudio financiero tiene un rol fundamental para el éxito empresarial por medio del conocimiento del valor económico de la empresa que se obtiene a través de la consideración las cifras financieras alojadas en los estados contables, plan de negocios, propuesta de valor, expectativas de crecimiento, entre otras métricas (Tovar & Muñoz, 2018).

Según Climent et al. (2018) el objetivo que plantea la valoración financiera está dado en conocer la disponibilidad de recursos y esto se realiza a través del reconocimiento de los activos en el balance que, al descontar las deudas de la empresa representadas por el pasivo, se llega a la obtención del patrimonio neto o valor para los accionistas. Entre las variables que se consideran dentro de la valoración empresarial están los elementos humanos descritos por los sueldos de los colaboradores, contribuciones sociales de trabajadores, entre otros rubros orientados a los mismo; elementos físicos que hacen referencia al establecimiento, materiales, maquinarias, mobiliario, mercadería en stock, materias primas y relacionados; elementos legales establecidos por patentes, seguros y licencias, seguido de aspectos empresariales donde intervienen la cartera de clientes, proveedores, riesgos y estrategias; para finalizar con los elementos tecnológicos, informáticos, intangibles y económicos financieros (García & Montes, 2018).

Según Pérez y Romero (2016) en la actualidad existe una variedad de métodos de valoración de negocios, los cuales contienen aspectos y variables particulares entre los cuales destacan los considerados en el balance que toman como partidas todas las cuentas pertenecientes a la misma; valor contable, el cual toma en consideración el patrimonio neto; descuento de flujos de caja, tiene como finalidad valorar a la empresa en función de los ingresos futuros a una tasa de descuento, la cual representa el riesgo de la industria; valor de liquidación, se establece con el supuesto de venta del negocio que sería los activos menos los pasivos. Valor de los beneficios conocido también como Price Earning Ratio (PER), que relaciona el precio entre las ganancias por acción para empresas cotizadas en bolsa o el patrimonio entre el beneficio neto para negocios no cotizados (McKay & Peters, 2019). Valor de dividendos, se establece por medio de la determinación de los pagos en relación de la tasa que estipula el accionista y uno de los más utilizados

en la actualidad el de múltiplos que utiliza ratios de balance y resultado y los compara con la media del mercado.

Con todas las particularidades y tipos de valoración existentes, la elección de la utilización de uno o varios de ellos está dado en función del ciclo económico o el uso que se le quiere asignar. Las variantes para tomar en consideración varían dependiendo de los objetivos planteados que pueden ir orientados a la obtención de rentabilidad en un lapso o fines a más largo plazo como obtener mayor participación de mercado, estrategia de precios para eliminar competidores, incorporación de línea de productos para atender a nuevos mercados, entre otros; por tanto, el tipo de valoración está en función de los objetivos particulares de los inversores (Rugel, 2020).

A lo largo del tiempo se ha podido comprobar que las finanzas son el pilar fundamental del crecimiento económico, dado principalmente por el buen proceder de las empresas que aportan a la generación de riqueza medido por el Producto Interno Bruto (PIB), lo cual tiene relación por el auge que ha proporcionado a los países la globalización, sumado a la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y la búsqueda constante del crecimiento económico. Por todos estos aspectos resulta fundamental que las organizaciones ejecuten adecuados modelos de proyecciones financieras y medición de valor de estas, con la finalidad de poder comparar el crecimiento que se obtiene con la propuesta de valor actual con miras a la implementación de estrategias que permitan incrementar el valor de los negocios (Pérez & Romero, 2016).

Con estos antecedentes, lo que se busca en el presente trabajo de investigación es establecer el valor real y proyectado de la empresa Farmadescuento con la finalidad de conocer la salud financiera y proyecciones de crecimiento en el tiempo, así como proponer mejoras en su administración financiera que le permita contar con una mejor situación económica en el sector de farmacias de la industria de la salud. En este punto, es importante destacar que la empresa objeto de estudio, dado la pandemia de Covid-19 ha experimentado un incremento importante de las ventas, en consecuencia, se desea conocer el valor financiero, para tener como alternativa la venta de esta aprovechando la atraktividad que tiene actualmente esta industria. Por tanto, este trabajo de investigación permitirá conocer por medio de modelos cuantitativos el valor financiero de esta y así disponer de la opción de venta en caso de requerirlo, asegurando un valor acorde a sus movimientos financieros.

1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Según Puerta et al. (2018) el análisis financiero a través del tiempo ha sido considerado como parte de la economía, el cual tuvo sus orígenes por la aparición de estudios a principios del siglo pasado que comparaban una serie de documentos empresariales con la finalidad de establecer el valor de las empresas que les permita acceder al mercado de capitales, sea este público o privado. A partir de aquello, los negocios han tenido un cambio importante, dado principalmente por las innovaciones tecnológicas, esto ha generado que las industrias de la economía necesiten una mayor cantidad de fondos para financiar los proyectos; por tanto, la valoración financiera es fundamental para limitar el riesgo en las inversiones y asignar la liquidez necesaria al sistema para el desarrollo de los nuevos negocios. Esta situación es posible por medio del financiamiento a las compañías, centrándose sobre todo en los aspectos internos y externos de la empresa y la administración empresarial que está detrás por medio del cuerpo directivo.

Todo este análisis financiero y de valoración tiene sus orígenes desde la teoría económica planteada por Adam Smith, denominado modelo clásico en el cual establecía que los mercados se regulaban por la mano invisible que hacía referencia a la ley de la oferta y la demanda que es la causante de la riqueza de las naciones (Lungu et al., 2021). Beneficiando a la sociedad en su conjunto hasta llegar al ámbito de las finanzas a principios del siglo XIX donde se comenzó a llevar libros de contabilidad para controlar las cuentas empresariales. Esto permitía demostrar que, las empresas eran aptas para acceder al crédito, lo que llevó a la revolución industrial impulsada por el financiamiento, para ser replicada posteriormente a nivel mundial, dando paso a las innovaciones en las industrias (Pérez & Vernengo, 2016).

El acceso al crédito tuvo como finalidad alcanzar un mayor crecimiento empresarial, con esto se dio paso a la mayor crisis jamás vivida de todos los tiempos, la denominada gran depresión de 1929, donde hubo un colapso total en la bolsa de valores de Nueva York ocasionada principalmente por la desmedida inyección de capital sin los controles necesarios para limitar el riesgo, sumado a la errónea política económica y monetaria, resultando en una paralización de créditos y afectación de los préstamos entregados por la subida de interés (Bruner & Miller, 2019). En consecuencia, se dio paso a una serie de quiebras y liquidaciones de empresas al no tener acceso a financiación y costarle más las

deudas que tenían por la regulación de tasas de tipo variable en los préstamos (Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo, 2019).

Con estos antecedentes del colapso económico y acceso al financiamiento, las finanzas fueron obligadas a orientarse a la supervivencia, dándole mayor ponderación a los aspectos defensivos con la finalidad de preservar la liquidez en los balances de las empresas, para así evitar las quiebras y liquidaciones forzadas por el tamaño de la deuda, lo que se conoce en los tiempos actuales como análisis financiero. Por tanto, los negocios deben de tener como característica principal la solvencia, por medio de la reducción del endeudamiento para garantizar la salud financiera y esto se logra con el equilibrio del capital propio o patrimonio con los fondos ajenos o pasivo (Carchi et al., 2020).

Aterrizando el aspecto global vivido en los países desarrollados, se deben de aplicar las mejoras prácticas económicas al Ecuador que está en proceso de modernización a través de la implementación de una serie de reformas estructurales, legales y administrativas con la finalidad de abrir las puertas al mercado internacional para incrementar la eficiencia productiva que permita dinamizar a la economía, dando como resultado el fortalecimiento de los sectores que conforman el país. En la actualidad, no se implementa en la mayoría de los casos valoración de empresas, ni a nivel público ni privado; es decir, no se desarrollan habitualmente estudios financieros que hagan uso de una combinación de los estados financieros como se aplica en los procesos modernos en los países desarrollados para definir el valor real y los ratios financieros que permitan tomar decisiones informadas, para impulsar la expansión y crecimiento de las empresas (Silverio, 2017).

Con el proceder de la industria ecuatoriana, se analizó el sector farmacéutico, el cual constituye uno de los de mayor dinamismo en la economía del país caracterizado por niveles importante de inversión, innovación e investigación que son los causantes del cuidado de la salud de la población; por tal razón, el gobierno nacional lo ha considerado en la actualidad como un sector estratégico. La composición del sector está dada principalmente por la dependencia de las importaciones de medicamentos, por lo que el giro de negocio más representativo está en la comercialización y distribución, teniendo una Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) en la división 21 que contempla fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales y productos botánicos de uso farmacéutico, mismo que se encuentra dentro de la categoría

C, mientras que con respecto a la venta por mayor está la sección G división 46 (Cevallos & Mejía, 2020).

Uno de los factores relevantes dentro de la industria farmacéutica es el envejecimiento de la población que está viviendo el país, dado por el aumento de la esperanza de vida de los ciudadanos y la reducción de cantidad de hijos (Miller & Mejía, 2020), por lo que se proyecta que esta industria es de alto crecimiento, por tal razón en el presente estudio de investigación se busca la valoración financiera de la Farmadescuento, con la finalidad de conocer su situación financiera.

Farmadescuento es una empresa cuyo giro de negocio se centra en la venta al por menor de productos farmacéuticos, aparatos e instrumental médico, quirúrgico, ortopédico, dentales, entre otros, en establecimientos especializados. Esta fue constituida en el año 2008 con Registro Único de Contribuyentes (RUC) 0992568739001 y tipo de compañía anónima, teniendo su ubicación fiscal en el cantón de Vinces (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021a).

La compañía en los periodos del año 2016 al 2020 ha tenido un crecimiento sostenido en las ventas que ha pasado de \$15'706,132.3 en el año 2016 a \$26'127,933.9 en el 2020, lo que representa un crecimiento promedio anual del 21.4% similar al de los costos y gastos, y utilidad operativa. Con respecto a la variación acumulada de los ingresos, estos crecieron el 117.3%, costos y gastos 116.4% y utilidad operativa 143.8% lo que denota la buena posición y desenvolvimiento de la empresa a nivel de ventas y estructura de costos (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b), como se puede apreciar a continuación:

Tabla 1
Estado de resultado integral del 2016 al 2020

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	15'706,132.3	18'590,032.2	23'194,283.6	27'172,812.2	34'127,933.9
Costos y gastos	15'168,408.6	17'910,867.6	22'570,005.7	26'336,431.7	32'816,861.2
Utilidad	537,723.7	679,164.6	624,277.9	836,380.5	1'311,072.7

Nota. Tomado de *Portal de Información / Sector Societario*, por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b.

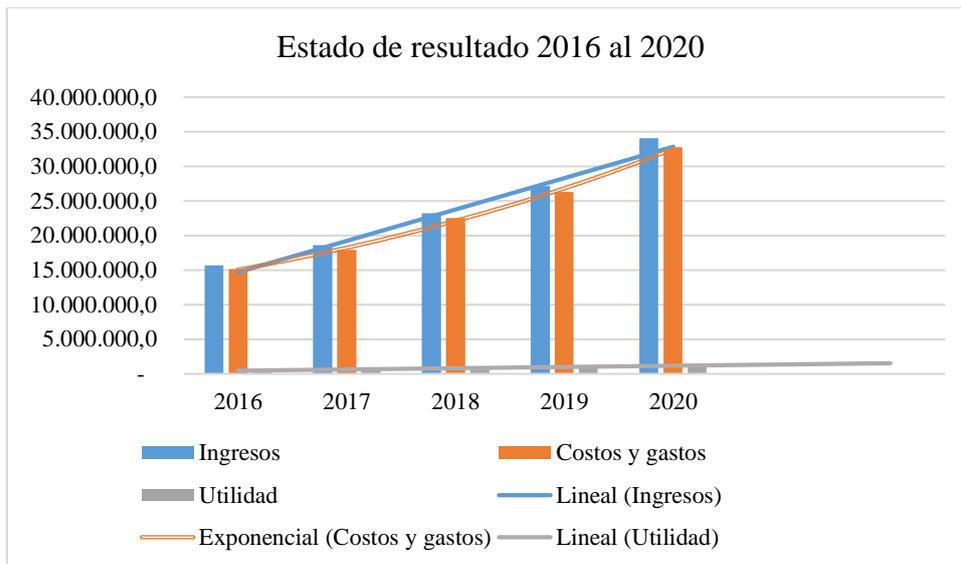


Figura 1. Crecimiento de los ingresos, costos, gastos y utilidad del 2016 al 2020. Tomado de Portal de Información / Sector Societario, por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b.

Con respecto al estado del balance general en el periodo de estudio se pudo establecer que los activos corrientes han tenido un crecimiento importante pasando de \$3'554,428.3 en el año 2016 a \$9'182,949 en el 2019 (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b), lo que equivale a una media de crecimiento anual del 26.8% la cual es inferior a la de los pasivos corrientes del 24.6%; es decir, la empresa puede cubrir sus compromisos a corto plazo de manera adecuada al tener indicadores de liquidez adecuados.

Con respecto a la forma de cómo se financia la empresa, se observa que el pasivo total paso de \$2'881,004.6 en el año 2016 a \$7'006,200.3 en el 2020 (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b), lo que equivale un crecimiento del 24.9% en relación con el crecimiento del patrimonio del 34.1%. El inconveniente está en los niveles de deuda que tiene la empresa, ya que en mayor proporción está financiada por recursos ajenos donde la relación obligaciones sobre activos es del 0.76 y con respecto al patrimonio 3.2, esto quiere decir que la compañía se encuentra fuertemente apalancada y que para poder saldar sus deudas totales con referencias a las utilidades operativas del 2020 necesitaría de 5.34 años, lo que vuelve riesgosa la situación que padece el negocio objeto de estudio.

Tabla 2
Balance general del 2016 al 2020

	2016	2017	2018	2019	2020
Activos					
Activo corriente	2'092,948.4	2'638,069.4	3'636,169.1	4'643,662.1	5'407,509.5
Activo no corriente	1'461,479.9	1'901,466.0	1'991,174.0	3'420,115.4	3'775,439.5
Total activos	3'554,428.3	4'539,535.3	5'627,343.0	8'063,777.5	9'182,949.0
Pasivos					
Pasivo corriente	2'645,579.9	3'271,889.6	4'172,906.8	6'077,823.3	6'375,792.1
Pasivo no corriente	235,424.7	156,716.0	98,401.1	380,393.5	630,408.2
Total pasivos	2'881,004.6	3'428,605.6	4'271,307.9	6'458,216.8	7'006,200.3
Patrimonio	673,423.7	1'110,929.7	1'356,035.1	1'605,560.7	2'176,748.7
Total pasivo más patrimonio	3'554,428.3	4'539,535.3	5'627,343.0	8'063,777.5	9'182,949.0

Nota. Tomado de Portal de Información / Sector Societario, por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b.

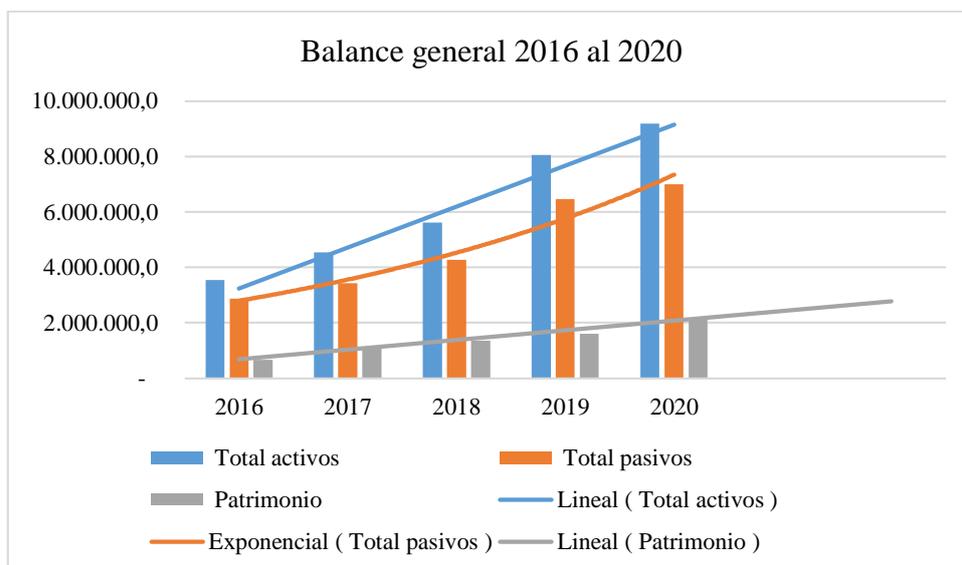


Figura 2. Crecimiento de activos, pasivos y patrimonio del 2016 al 2020. Tomado de Portal de Información / Sector Societario, por Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2021b.

Con los antecedentes presentados de la empresa Farmadescuento se denota que la misma se encuentra fuertemente apalancada, por lo que se busca en la presente investigación realizar una evaluación financiera de los ratios de liquidez, solvencia y rentabilidad para conocer la situación actual, para posteriormente realizar la valoración de la empresa con la finalidad de implementar mejoras que pudieran mejorar la salud financiera de la compañía.

1.3 JUSTIFICACIÓN

El desarrollo económico del país está relacionado principalmente por la evolución que tengan las empresas; por tanto, garantizar la estabilidad financiera es pilar fundamental para que puedan desarrollar las actividades organizacionales de manera eficiente, permitiéndole ganar competitividad en el mercado. Por lo descrito, la industria farmacéutica al ser uno de los principales sectores del país y ser considerado como sector estratégico, debido a que se centra en la atención de las personas por medio de medicamentos y por el papel relevante que va a tener en el envejecimiento de la población, se deben de contemplar aspectos que garanticen su buen funcionamiento para bienestar de la población y del Estado ecuatoriano.

La valoración de empresas tiene como punto fuerte conocer a través de una serie de análisis financieros la realidad de las empresas en relación de la competencia con la finalidad de tomar decisiones basadas en los datos que impulsen el mejoramiento de la salud financiera, para que por medio de ello puedan tener estabilidad en el tiempo y lograr el crecimiento sostenido de la industria y del Ecuador en su conjunto.

Con base a lo descrito, lo que se busca es aplicar un análisis financiero de ratios para determinar la situación actual de la empresa farmacéutica Farmadescuento, para posteriormente implementar métodos de valoración que permitan conocer el valor real de la empresa en relación con la media del sector con miras de implementar mejoras que garanticen su crecimiento en el tiempo.

El beneficio del proyecto de investigación está dado en la aplicación de los conocimientos y herramientas aprendidos a lo largo de la Maestría de Finanzas de la Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL) que permita asesorar de una forma técnica a la empresa Farmadescuento para la mejora en la toma de decisiones del rumbo de la empresa y bienestar de los accionistas; en consecuencia, se presentan a continuación los objetivos, tanto generales como específicos que permitirán la resolución de la problemática planteada en el estudio.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 Objetivo general

Determinar el valor financiero de la empresa Farmadescuento del sector salud, Ecuador 2021, por medio de modelos cuantitativos.

1.4.2 Objetivos específicos

Fundamentar teóricamente el valor que aportan los ratios financieros para la valoración de empresas.

Realizar un diagnóstico empresarial de la empresa Farmadescuento, a través de ratios financieros de solidez, solvencia y rentabilidad, para compararlos con las métricas de la media del benchmarking.

Aplicar un modelo de valoración a la empresa Farmadescuento con la finalidad de establecer el valor de empresa presente y futuro.

1.5 METODOLOGÍA

En este trabajo de investigación se va a realizar tanto la valoración contable, como la valoración financiera por múltiplos. La información será recopilada en el portal de información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, sección Sector Societario. La valoración se realizará por medio de un análisis financiero de un período previo de cinco años para evidenciar su evolución; posteriormente, se desarrollará una proyección a cinco años, con los cual se obtendrá la valoración de la empresa en ambos procedimientos señalados.

El diseño de la investigación aplicado para el presente trabajo fue el no experimental, debido a que en el proceso de toma de datos no se manipuló las variables y se usó la observación para su extracción (Iglesias, 2021). La técnica utilizada para la información fue la revisión documental, ya que se accedió a la información disponible en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para conocer la situación actual del sector y de la empresa Farmadescuento para posteriormente aplicar métricas financieras y de valoración para establecer su valor.

Al reconocer que la empresa Farmadescuento del 2016 al 2020 tuvo una media de ventas de \$23,758,238.8 fue clasificada como negocio grande se tomó como análisis comparativo del sector las organizaciones que cumplieran con esta particularidad, con la finalidad de que la evaluación sea adecuada. Basándose en lo descrito se escogió las empresas, cuyas ventas superan ingresos de \$5,000,001 intervalo que es establecido por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) en el estudio de Directorio de Empresas y Establecimientos (INEC, 2020)

1.5.1 Recolección de datos

La población de estudio para el sector de venta minorista de productos farmacéuticos fue obtenida de cada uno de los periodos de estudio del 2016 al 2020 y se filtró por aquellos negocios que cumplieran con el parámetro de tener ventas superiores a \$5,000,001; es decir, solo negocios grandes y se las ordenó por orden de ventas con la finalidad establecer las más apropiadas, siendo suprimida Farmadescuento. Con base a lo descrito se procese al análisis financiero y de valoración.

1.5.2 Tipos de análisis

El análisis de datos partió desde la extracción de la información de la página Superintendencia de Compañías Valores y Seguros para conocer la situación actual de la empresa Farmadescuento y del sector de empresas grandes según código CIIU G4772.01 cuya actividad es venta al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados. A la información financiera se le aplica ratios financieros de solvencia, calidad y rentabilidad para conocer la evolución de la empresa con relación a la media del sector de empresas grandes para finalmente acabar el estudio con la valoración empresarial al 2021 y proyección al 2025.

1.5.3 Obstáculos y limitaciones

Las dificultades principales que manifiesta el sector farmacéutico tienen su punto de partida en las conexiones existentes en factores del eje geográfico, político y sociocultural, lo que conlleva que solo cierto grupo de individuos que poseen una condición socioeconómica media a alta, pueden adquirir con facilidad la cantidad de insumos que requieran y con altos estándares de calidad. Es importante acotar que, todas estas inequidades entre la clase social, baja, media o alta ocasiona diversos problemas, dando un acceso limitado a los más vulnerables, los cuales necesitan recursos en

situaciones muy diferenciadoras. En resumen, existen lugares con escasez total o parcial de políticas nacionales de medicamentos; no obstante, estas forman parte de los componentes más valiosos para la orientación acerca de los factores relacionados, evidenciando en la gran mayoría la influencia de la industria farmacéutica que labora consecutivamente para beneficiar sus intereses comerciales (Herrera, 2020).

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1 VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de empresas tiene como particularidad la medición cuantificable de aquellos elementos que forman parte del patrimonio y de la actividad de la organización en su conjunto; es decir, la valoración permite establecer la salud financiera con la finalidad de tomar decisiones informadas orientadas a mantener en el tiempo la prosperidad y liquidez de los recursos con los que cuenta el negocio. Esta evaluación proporciona que la empresa esté preparada ante eventualidades, ya que conoce de buena fuente el valor económico que tiene la misma a partir de la evaluación de las cifras financieras y expectativas de crecimiento (Téllez, 2020).

La relevancia que constituye la valoración de empresas está en el reconocimiento de los recursos disponibles a través del balance general deduciendo del activo las obligaciones para establecer el patrimonio neto, el cual es el resultado de los elementos humanos, físicos, legales, empresariales, tecnológicos, intangibles y financieros. Entre los métodos de valoración de empresas más utilizados por las organizaciones están los de tipo contable que suelen utilizar información de mercado y los de rentabilidad futura (Rugel, 2020).

2.1.1 Métodos contables

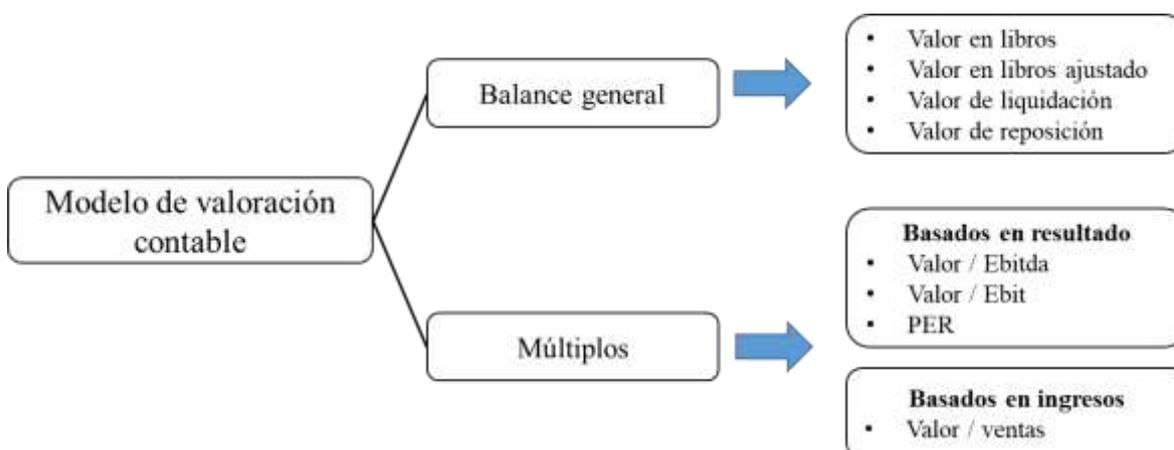


Figura 1. Método contable

Nota. Adaptado de Rugel (2020).

En relación con la valoración de empresas por métodos contables están los centrados en el estado situación financiera o conocido también como balance general y los múltiplos. Con respecto a los primeros, son los que realizan la valoración en función del valor en

libros o contable, mientras que el segundo se pone en contexto el valor o precio con las cifras de resultado del negocio e ingresos generados.

Con respecto al modelo contable utilizando el estado de situación inicial o balance general, el método valor en libros es uno de los más sencillos al momento de su ejecución, ya que toma como punto de partida los activos, pasivos y patrimonio; es decir, el valor de la organización es el resultado del total activo menos el total pasivo. Esto da como resultado el patrimonio neto, que a diferencia del valor contable ajustado, en este se regularizan las cuentas como el valor de los activos no corrientes en caso de una posible venta, lo que quiere decir que, la diferencia entre el valor neto del activo versus el valor de mercado daría como diferencia una ganancia que se registra en el efectivo como ingreso de caja, así como también la reducción de cuentas incobrables y condonación de intereses por pagos anticipados para llegar a un patrimonio neto ajustado. En cuanto al método de valoración de liquidación, tiene similitud al ajustado, ya que presenta el valor empresarial de los activos a precio de mercado para conocer su precio estimado, esta información se obtiene de la resta entre los activos y pasivos actualizando los activos fijos a precio de mercado actual. Finalmente, se tiene el valor de reposición, el cual establece que el precio de una organización está dado principalmente por la suma de todos los activos necesarios para operación (Quirama & Sepúlveda, 2018).

El segundo modelo de valoración contable es la denominada por múltiplos, la cual pone en consideración la capitalización bursátil o valor empresarial con los beneficios presentes y futuros de la organización. Con respecto a la capitalización bursátil, se usa para empresas cotizadas y para privadas el patrimonio neto, entre tanto que el valor empresarial es el valor que tiene en su conjunto un negocio tomando en consideración no solo la parte patrimonial sino también la deuda. Una vez determinado el numerador que puede ser el patrimonio o valor empresarial se divide con los ingresos, utilidad operativa y utilidad neta para establecer la valoración del negocio según el método aplicado (Vidal, Ribal, & Blasco, 2019).

Antes de entrar en la valoración se debe de tener conocimiento del valor empresarial de la organización, la cual es el resultado del patrimonio neto más las deudas y a este resultado se le reduce el efectivo. Teniendo esta variable, se pone en contexto con el Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (Ebitda) que hace referencia a la utilidad antes de interés, impuestos, depreciaciones y amortizaciones; es

decir, este método permite conocer el valor de mercado de los activos sin tomar en consideración la forma de financiarlos y resulta atractivo desde un punto de inversión o compra del negocio si el indicador es bajo (Pulido & Espitia, 2020).

$$\text{Valor de mercado de los activos} = \frac{\text{Valor empresarial}}{\text{Ebitda}}$$

Con respecto a la valoración, partiendo del valor empresarial con el Ebit que hace referencia a la utilidad antes de intereses e impuestos, es válido cuando en la estructura de negocios no tienen fuertes implicaciones las depreciaciones que podrían afectar al valor de mercado, ya que estas son partidas contables y no salidas de efectivo (Fernández, 2021).

$$\text{Valor de mercado de los activos} = \frac{\text{Valor empresarial}}{\text{Ebit}}$$

Otra variante que se utiliza para la valoración de empresas es la comparada con las ventas, las cuales establecen lo atractivo de una adquisición o inversión. Este método es utilizado normalmente para negocios en etapas embrionarias que no generan rentabilidad debido a que se centran en el crecimiento para acaparar posicionamiento de mercado (Pérez, 2019).

$$\text{Valor de mercado de los activos} = \frac{\text{Valor empresarial}}{\text{Ventas}}$$

Finalmente, el método de valoración más empleado en la actualidad es el Price-to-Earnings Ratio (PER), el cual hace referencia a poner en contexto el precio de una empresa para los beneficios. Cabe recalcar que, la forma presentada es para negocios cotizados; por tanto, para empresas privadas se tomaría el patrimonio neto para los beneficios netos. La atractividad de la inversión o adquisición está en función de que el indicador obtenido este por debajo de la media del sector (Vidal, Ribal, & Blasco, 2019).

$$PER = \frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Beneficio neto}}$$

2.1.2 Método de rentabilidad futura

La valoración de rentabilidad futura es aplicada por el método de descuento de flujos de caja, este modelo establece que el valor de una empresa se debe de obtener en función de la capacidad de generar flujos de efectivo. Es decir, el precio de una empresa en particular será en función de los flujos de caja futuros, los cuales son actualizados a una tasa de descuento a valor presente; por tanto, esta valoración permite acoplar el plan de negocios usando una tasa de descuento, donde la forma adecuada de obtenerla es por el costo promedio ponderado del capital, donde pone en contexto la ponderación de la tasa de los accionistas y la deuda (García & Montes, 2018).

Basándose en lo descrito, el método de valoración pone en contexto los flujos de caja a una tasa de descuento elevada al número de periodos de la proyección fundamental del negocio, como se presenta a continuación.

$$DFC = \frac{\textit{Flujo de caja}}{(1 + \textit{tasa de descuento})^n} + \frac{\textit{Flujo de caja}}{(1 + \textit{tasa de descuento})^n} \dots \dots$$

En la actualidad, la valoración de empresa toma como punto de partida los beneficios futuros y los pone en contexto con el valor empresarial, con la finalidad de obtener un valor más fiable que pueda actualizarse en función de los cambios de proyección de la empresa.

2.2 RAZONES FINANCIERAS

Según Puerta, Vergara y Huertas (2018) los ratios, también conocidos como razones, son unas herramientas financieras utilizadas por las empresas con la finalidad de analizar la situación actual de los negocios. Estos indicadores permiten conocer la forma de gestionar una organización analizando los estados financieros, para a través de aquello poder tomar decisiones de manera adecuada a partir del diagnóstico realizado sobre la gestión económica y financiera de la empresa. Entre los usos más relevantes que se les da esta la revisión histórica con el objeto de verificar la evolución que han tenido en el tiempo para posteriormente poder proyectar tendencias, las cuales se comparan a nivel interno o externo con referencia del sector o principales competidores directos. A continuación, se presentan los principales ratios financieros.

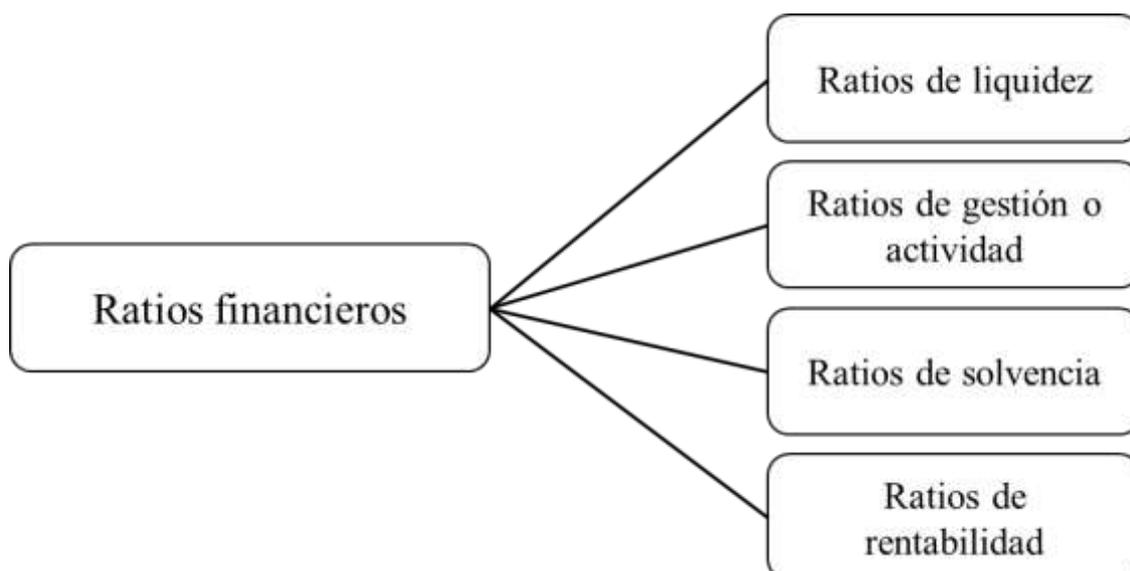


Figura 2. Ratios financieros

Nota. Adaptado de Puerta et al. (2018).

Según Garzozzi, Perero, Rangel y Vera (2017) los ratios financieros evalúan la relación entre dos variables que pueden ser del estado de situación inicial conocido comúnmente como balance general, del estado de resultado o la mezcla de ambos estados financieros. Partiendo de aquello y de la clasificación de las razones, la de liquidez permite establecer la capacidad de la empresa para pagar sus obligaciones a corto y largo plazo, así como también la anticipación de inconvenientes a nivel de flujo de caja. Entre los principales ratios de liquidez están la razón corriente, prueba ácida, prueba defensiva y capital de trabajo. La razón de liquidez tiene la particularidad de medir la capacidad que tiene la empresa para pagar sus obligaciones a corto plazo; por tanto, pone en contexto a los activos corrientes y pasivos corrientes como se muestra en la ecuación de a continuación:

$$\text{Razón corriente} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Con respecto a la prueba ácida, tiene la particularidad de igual forma medir la capacidad de devolución de las obligaciones a corto plazo, pero reduce de la ecuación a las cuentas que no se pueden transformar fácilmente en efectivo como lo son los inventarios. Es decir, se excluye de la fórmula los activos menos líquidos quedando la misma de la siguiente manera.

$$\text{Prueba ácida} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Con relación a la prueba defensiva, esta permite excluir todas las partidas menos líquidas y quedándose con las que cuenta la organización disponible en liquidez como lo son la caja y el saldo de las cuentas bancarias. Con este indicador, la empresa demuestra la capacidad de devolución de sus deudas a corto plazo sin contar las ventas que pudieran generar en la operativa del negocio.

$$\textit{Prueba defensiva} = \frac{\textit{Caja + Bancos}}{\textit{Pasivo corriente}}$$

El capital de trabajo es la media utilizada para conocer si la empresa cuenta con los recursos necesarios para solventar las necesidades operativas de fondos, en función del financiamiento a corto plazo, esta medida permite conocer si los activos corrientes son suficientes con relación a los pasivos corrientes como se muestra en la ecuación a continuación.

$$\textit{Capital de trabajo} = \textit{Activo corriente} - \textit{Pasivo corriente}$$

Según Párraga, Pinargote, García y Zamora (2021) los ratios de gestión o actividad miden la eficiencia de conversión de los recursos en efectivo a través de la rotación de cuentas por cobrar, cuentas por pagar, inventario, activos totales y activos no corrientes. La rotación de la cartera permite conocer el tiempo que demora la organización en cobrar a sus clientes, lo cual se mide entre las cuentas por cobrar y ventas.

$$\textit{Rotación de cartera} = \frac{\textit{Cuentas por cobrar}}{\textit{Ventas}}$$

Con relación al ratio financiero rotación de inventario, mide el tiempo que tarda el mismo en convertirse en efectivo poniendo en consideración las existencias con el costo de venta como se presenta a continuación:

$$\textit{Rotación de inventarios} = \frac{\textit{Inventario}}{\textit{Costo de venta}}$$

La rotación de las cuentas por pagar es el ratio financiero que permite conocer el tiempo en que las organizaciones pagan en promedio el crédito otorgado por los acreedores, para lo cual ponen en contexto las obligaciones con adquisiciones realizadas.

$$\text{Rotación cuentas por pagar} = \frac{\text{Cuentas por pagar}}{\text{Compras}}$$

Con la rotación de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar y el inventario se obtiene el Ciclo de Conversión del Efectivo (CCE), la cual es un medidor de eficiencia de la operativa de la organización describiendo el tiempo que tarda el negocio desde que adquiere la materia prima hasta que lo cobra entrando a las arcas de la empresa como se describe en la siguiente ecuación.

$$\text{CCE} = \text{Días de cobro} - \text{días de inventario} - \text{días de pago}$$

La rotación de las ventas hace referencia a la capacidad que tiene la organización para generar beneficios en función de los activos invertidos viéndolo desde el punto de vista de los activos totales y los activos corrientes de las maquinarias, para lo cual se pone en contexto los ingresos con el total de activos y activos fijos respectivamente como se presenta a continuación.

$$\text{Rotación activos totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}}$$

$$\text{Rotación activos no corrientes} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos fijos}}$$

Los ratios de solvencia tienen como particularidad conocer la forma de cómo las empresas se encuentran financiando su operación y si las mismas se encuentran en la capacidad de pagarlas; entre los principales indicadores están el de endeudamiento, el apalancamiento y la deuda (Banco Pichincha, 2021). Con respecto al endeudamiento, se pone en contexto la totalidad de las obligaciones, representado por los pasivos para el patrimonio como se presenta en la ecuación a continuación.

$$\text{Ratio endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$$

Con respecto al ratio de la deuda, permite conocer la información del nivel comprometido de obligaciones representadas por el pasivo total con relación al total de activos, como se presenta en la fórmula.

$$\text{Ratio de la deuda} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$$

Con respecto al apalancamiento financiero, es la herramienta que permite medir la relación entre el patrimonio y el crédito; es decir, que a medida que la deuda es mayor el apalancamiento crece, esto refleja que la operación de la empresa hace uso del préstamo financiero para las operaciones corrientes, dando como resultado que el capital propio sea menor en función de la inversión de los activos necesarios, como se presenta en la fórmula a continuación.

$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Patrimonio}}$$

Los indicadores de rentabilidad permiten conocer la capacidad de la organización para generar beneficios suficientes para poder hacer frente al endeudamiento y costos fijos, para ello la utilidad se la pone en comparación al patrimonio neto, activos totales y al margen de contribución de los beneficios a nivel operativo y neto (Supercias, 2021). Basándose en lo descrito, el primer apartado a considerar dentro de los indicadores de rentabilidad es el margen que proporciona la operativa una vez pagado los costos, gastos e impuestos como se presenta a continuación.

$$\text{Margen neto} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}}$$

Conociendo la utilidad neta del ejercicio, se procede a constatar la rentabilidad obtenida por los dueños de la empresa, a través del capital propio invertido como se presenta a continuación.

$$\text{Rendimiento sobre patrimonio} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Otra alternativa de medición de la rentabilidad del negocio es a través de poner en contexto a la utilidad neta con la inversión realizada, representada por medio del total de activos como se presenta en la siguiente fórmula.

$$\text{Rendimiento sobre inversión} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}}$$

2.3 BENCHMARKING

El benchmarking es una herramienta de análisis estratégico que tiene como finalidad realizar comparativas, para que, a través de ello, se pueda determinar la rentabilidad de la organización en función de las empresas similares que conforman el mercado en su conjunto. La revisión de las empresas que se encuentran ubicadas dentro del mismo segmento permite conocer la competitividad y las iniciativas realizadas por las mismas para comprobar las políticas, sistemas y estrategias que les funcionan para alcanzar el beneficio esperado que van relacionadas con los objetivos empresariales. Es decir, el benchmarking es un punto de referencia que sirve para ejecutar un análisis comparativo de la industria para conocer la posición que tiene una empresa determinada, con respecto al mercado donde realiza sus operaciones (Merricks & Kitchin, 2021).

Estas comparativas realizadas sobre los procesos, servicios y productos de la competencia dentro del sector, permite tomarlos como punto de referencia para la aplicación de futuras estrategias. Este conocimiento sobre lo ejecutado, por los demás, sirve para mejorar el desempeño futuro de los negocios, ya que se tiene información acerca de las fortalezas y debilidades de los competidores, para que a partir de aquello se orienten acciones con el objetivo de acrecentar el posicionamiento del mercado con planes de acción a corto, mediano y largo plazo. Por tanto, para que el proceso de benchmarking sea realizado de manera adecuada debe de cumplir las fases de planificación, captura y análisis de datos, planes a ejecutar y evolución continua de resultados para poner en marcha mejoras continuas en el tiempo (Hernández & Cano, 2017).

A partir de lo descrito sobre la importancia que proporciona el análisis de benchmarking en las organizaciones, se debe de conocer de antemano cuáles son los objetivos que persigue el mismo entre los cuales están la definición de conceptos de análisis, lograr conocer de manera más profunda a la empresa, identificación de las áreas donde existen problemas. Por tanto, son las candidatas para la mejora, establecimiento de objetivos reales y alcanzables, conocimiento con más detalle de la competencia a nivel de mercado, adaptabilidad de las mejores prácticas de mercado, proponer estrategias orientadas a la resolución de los problemas halladas para hacerle frente a los rivales del sector, evolución de la comunicación empresarial y el perfeccionamiento de los procesos con la finalidad de reducir los errores para alcanzar el recorte de los costos (Moreira, Bernardes, De Souza, & Linden, 2017).

Basándose en lo descrito, se complementa el estudio con los tipos de benchmarking más importantes entre los que están los de nivel interno, los enfocados a la competencia, los funcionales y financieros. El primero hace referencia a la revisión inicial que debe de ejecutar toda organización y refiere a la evaluación de las áreas que conforman la empresa con la finalidad de establecer las falencias que tienen las mismas para aplicar acciones al fortalecimiento. Con respecto a la segunda, se destaca que, una vez solucionados los problemas internos, se debe enfocar en los aspectos que está ejecutando en el sector, la competencia; es decir, analizar las fortalezas y debilidades de la competencia en cuanto al producto, servicio, procesos y estrategias que están aplicando para tomar decisiones informadas que aporten a la ampliación del posicionamiento del mercado (Briones, Carvajal, & Sumba, 2021).

El tercer tipo del benchmarking hace referencia al funcional, donde las organizaciones se centran en la innovación de sus modelos de negocios y para ello hacen una evaluación estratégica de otros sectores de la economía con la finalidad de acoplar los procesos específicos de las estrategias realizadas (Alonso & Marqués, 2019). Finalmente, el de tipo financiero revisa las métricas financieras obtenidas de las razones con el objetivo de medir el rendimiento que obtiene el negocio de las inversiones emprendidas en referencia al sector o principales competidores. Los puntos de referencia principales que se toman para evaluar al sector son los indicadores de liquidez, solvencia y beneficio (Redondo, Milanesi, Menna, & Amarilla, 2018).

Con todo lo expuesto dentro del análisis del benchmarking, para su realización se debe de enfocar en ciertos parámetros, entre los que están el conocimiento del negocio para establecer cuáles son las áreas que se deben mejorar en función de las valoraciones realizadas por los clientes, seguido de la selección del examen a implementar del sector, giro de negocio y situación financiera. Posteriormente, se dar paso a la recolección de datos que a nivel financiero se lo realiza por los estados financieros descargados de la Superintendencia de Compañías para analizar los resultados obtenidos y tomar decisiones adecuadas en función de la situación encontrada. Una vez ejecutado todos estos procedimientos se lleva una revisión periódica para la mejora continua (Marciniak, 2017).

2.4 TEORÍA DE DECISIONES

La teoría de decisiones tiene implicaciones en varias áreas, entre las que destacan la administración, psicología y economía. Esta teoría tuvo en sus inicios un enfoque a la administración con la finalidad de establecer de forma adecuada el comportamiento de la conducta humana, ya que las organizaciones se encuentran influidas por un sistema constante de resoluciones por parte de las funciones directivas. Según el autor Herbert, el proceso de toma de decisiones por parte del ser humano normalmente no tiene un vínculo directo con la racionalidad y medioambiente, pero a nivel empresarial lo racional es fundamental debido a que una mala acción directiva afectará de manera importante a los objetivos de la empresa que no pueden ser resueltos por la planificación; es decir, el entorno limita la capacidad de tomar resoluciones satisfactorias (Rodríguez & Pinto, 2018).

Desde el punto de vista empresarial, la toma de decisiones es una de las tareas más relevantes para el cumplimiento de los objetivos, las cuales son ejecutadas por los administradores; para tomar la acción anterior se debe conocer la problemática y la incidencia que pudiera repercutir en su resolución. Por tanto, las decisiones tienen como fin la formulación de un juicio acerca de una variable a través del proceso de análisis y selección para proponer diversas alternativas que lleven a establecer un curso de acción que pueden ser de índole estructurado y no estructurado. Con respecto al primer tipo, la tarea implementada puede ser programada con reglas representadas en forma de procesos para dar solución a una rutina frecuente o repetitiva; es decir, esta no necesita un conocimiento especializado para la aplicación como puede ser a nivel operativo el nivel de inventarios, el control de fijación de precios y la gestión de nuevos productos (Alarcón, 2018).

Con respecto al segundo tipo de decisiones denominadas como no estructuradas, tienen como particularidad no ser programables ni se fundamentan en actividades frecuentes ni rutinarias; por tanto, para su ejecución es indispensable tener un conocimiento especializado para que se puedan tomar decisiones adecuadas, entre las que pueden destacar a nivel operativo la selección de personal, control de una campaña publicitaria y gestión de nuevos mercados. Para que la implementación de toma de decisiones sea realizada adecuadamente, se debe de reconocer la situación de la problemática para posteriormente proponer los objetivos que van a determinar su resolución con alternativas

de acción para escoger la que mejor se adapte (Comunidades Digitales para el Aprendizaje en Educación Superior de México [CODAES], 2018).

2.5 TEORÍA DE VALORACIÓN DE MILLER Y MODIGLIANI

Esta teoría describe que el efecto sobre la valoración de la empresa tiene efecto por las decisiones de inversión implementadas y no sobre la política financiera; es decir, el negocio puede o no repartir dividendos, ya que las vías de obtención de financiamiento a través de accionistas o emisión de deuda no repercuten en el resultado, sino la transformación de esos recursos en beneficios. Dentro de las implicaciones mostradas por Miller y Modigliani, se establece que los mercados son eficientes, por tal razón, la asignación de capital con recursos propios o préstamo financiero sea este a corto o largo plazo, no afecta al valor de la empresa. Esto se fundamenta financieramente con el cálculo del valor empresarial, el cual es la suma de la capitalización bursátil o patrimonio neto con la deuda financiera restando la liquidez (Gutiérrez, Morán, & Posas, 2019).

Dentro de la proposición de la teoría, se establece que la política de dividendos no afecta al valor de la empresa debido a que, si la organización fomenta una repartición creciente de dividendos, esta salida de capital deberá ser compensada con la emisión de nuevas acciones para compensar la política de pago propuesta. Esto da como resultado que la proporción entregada en dividendos sea entregada a los nuevos participantes por la nueva emisión, lo que no afectaría el valor empresarial. Esto se basa en que defiende que el aumento o disminución de valor de una empresa está en función de la capacidad de la directiva para invertir los recursos disponibles y no de la política de dividendos que aplique la organización (Sarmiento, 2017).

Según Huertas (2018) la teoría descrita se fundamenta por medio del cumplimiento de que los mercados de valores a largo plazo son eficientes y que los inversores toman decisiones racionales, seguido de que la política de inversiones se mantiene constante y que los particulares pueden obtener financiamiento a los mismos tipos de interés que las empresas. Este razonamiento se da porque el inversor pone en contexto que las inversiones realizadas en cuanto a la rentabilidad es igual que sea entregada hoy que en el futuro; por tanto, en función de su aversión al riesgo es igual un dividendo actual o lejano.

La proposición de la teoría se basa en la siguiente fórmula donde R_s es el costo de capital de las empresas, R_0 el capital de la empresa sin incluir el apalancamiento, R_b el costo de la deuda y B/S el ratio existente entre la deuda y el capital propio, como se presenta a continuación.

$$R_s = R_0 + \frac{B}{S}(R_0 - R_b)$$

2.6 TEORÍA DE TASA DE RENDIMIENTO DE CAPITAL DE GORDON Y LINTNER

Esta teoría es la opuesta de Miller y Modigliani que establece que la política de dividendos no tiene inferencia en la tasa requerida por el inversor, sino en la capacidad de usar los recursos disponibles; entre tanto que Gordon y Lintner establecen que si se reduce la tasa de reparto de utilidades de las empresas es perjudicial para el accionista, ya que el pago de dividendos es menos riesgoso que el obtenido por la apreciación del capital dentro de la inversión (Feenstra, 2017).

La teoría de Gordon y Lintner se fundamenta en el nivel de riesgo; por tanto, consideran que es más seguro un dividendo actual que futuro, sea este por la misma vía o por ganancia de capital. Este enfoque se da porque el inversor al recibir el dividendo de forma recurrente elimina la incertidumbre, lo que provoca que haga una revisión a la baja de la tasa de descuento, dando como resultado que el costo financiero se reduzca en las organizaciones y aumente el valor de las mismas. Por otro lado, en caso de que la política de dividendos sea reducida, el inversor se verá forzado a realizar una revisión de la tasa exigida, ya que si aumenta la incertidumbre este exigirá mayor compensación en la tasa exigida para disminuir la incertidumbre ocasionada por la política. Es decir, el comportamiento del inversionista está en función de la política de dividendos y si esta es favorable incrementará el valor del negocio, entre tanto que en caso de disminuir el pago este la aumentará y decrecerá el valor empresarial (Bello, Olarinde, & Ibrahim, 2020).

CAPÍTULO III: MARCO CONTEXTUAL

3.1 SITUACIÓN ACTUAL

La empresa Farmadescuento se encuentra clasificada dentro de la actividad G47 de manera general que hace referencia al comercio por mayor y menor y de forma específica G4772.01 que se refiere a ventas al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados. Basándose en lo descrito se analiza la industria del código de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU) específica.

Tomando como punto de partida los estados financieros del 2016 al 2020, se puede denotar que al 2019 el sector tuvo crecimiento en ventas del 13.2%, decreciendo en el 2020 por la pandemia de salud un 6.1%, con respecto a los costos y gastos del 2016 al 2019 tuvieron un incremento del 15.5% el cual es superior a las ventas, pero de igual manera en el 2020 fueron más eficientes en la reducción de costos con el 9.5%. En cuanto a la utilidad operacional, se determinó que el crecimiento fue satisfactorio pasando de \$6'664,111.2 a \$19'562,275.8 equivalente al 193.5%. A continuación, se presenta el comportamiento de los ingresos, costos y gastos y utilidad del sector.

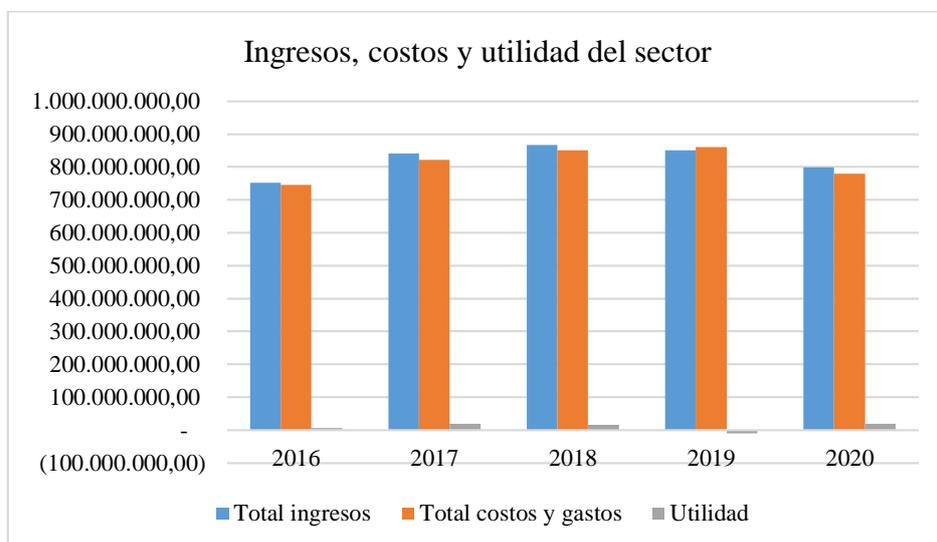


Figura 3. Estado de resultado del sector del 2016 al 2020

En cuanto a la posición financiera del sector, se estableció que los activos aumentaron en un 26.7% en el periodo anteriormente descrito y los pasivos un 37.4%, lo que denota que se encuentran mayormente endeudados con relación al 2016, esto ha provocado que el patrimonio se reduzca en un 25.2%.

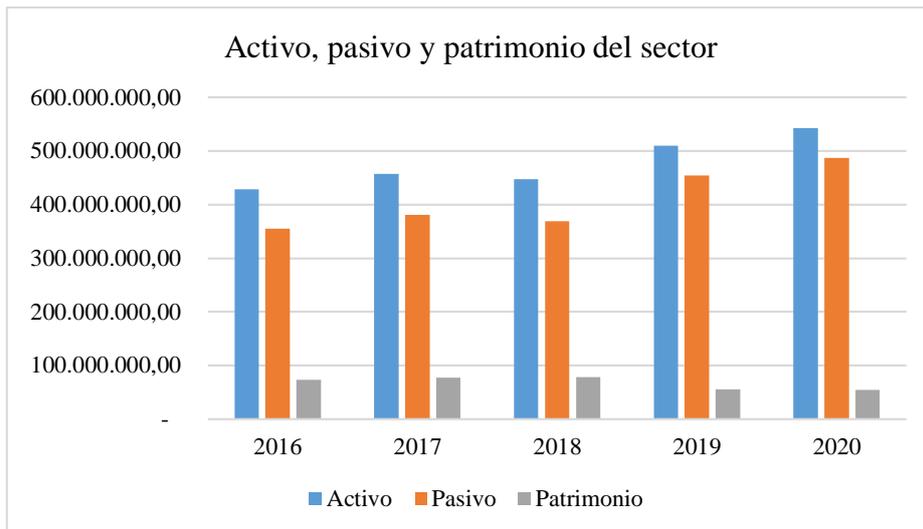


Figura 4. Estado de situación financiera del sector del 2016 al 2020

Basándose en la información descrita, se da como resultado que el sector a pesar de que ha venido creciendo en ingresos y utilidad, la posición financiera no ha gozado de la misma tendencia, lo cual se comprueba con la reducción de la solvencia que ha pasado de 1.21 a 1.11 representando una disminución del 7.8%.

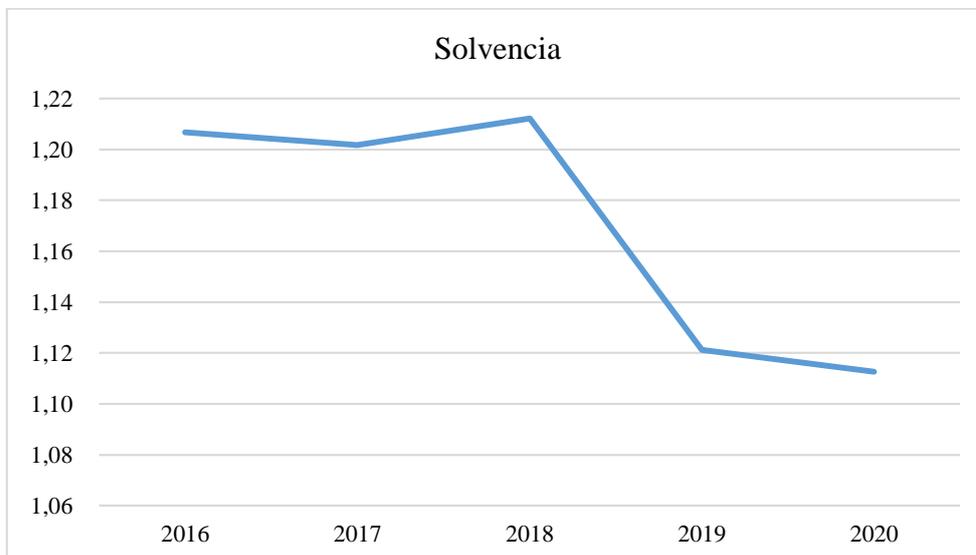


Figura 5. Solvencia

Con respecto al endeudamiento, los niveles han sido elevados desde el 2016 con el 4.8, pero al llegar el 2020 fueron de 8.8 lo que representa un aumento del 83.6%, significando un crecimiento de la deuda con reducidos niveles de solvencia, convirtiéndose en un problema para la industria en su conjunto.

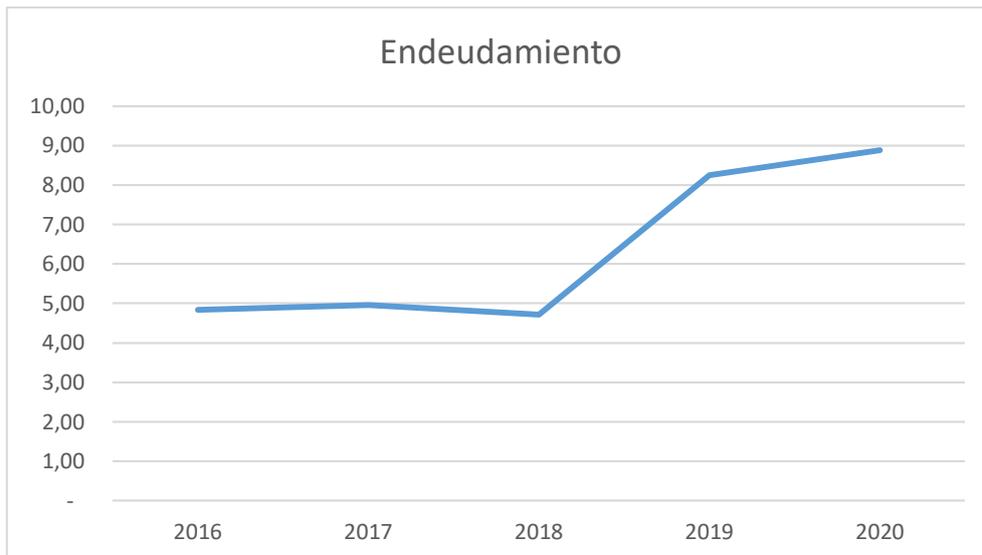


Figura 6. Endeudamiento

A pesar del aumento del endeudamiento y disminución de la solvencia de la industria, la empresa objeto de estudio ha tenido un comportamiento superior; por tanto, la evaluación de la empresa es fundamental para conocer su valor real y tomar acciones que eviten caer en una situación adversa, para ello se aplica un análisis de ratios financieros comparándolos con el benchmarking, para posteriormente aplicar los métodos de valoración para establecer el valor actual y futuro del negocio.

3.2 ANÁLISIS DEL SECTOR

En relación con la liquidez corriente se puede observar que ha tenido un mejoramiento en el periodo de estudio pasando de 0.88 en el 2016 al 1.11 en el 2020 representando un promedio de 0.99. Es decir, al cerrar el año 2020 este indicador puede cubrir las obligaciones a corto plazo con los compromisos dentro del sector.

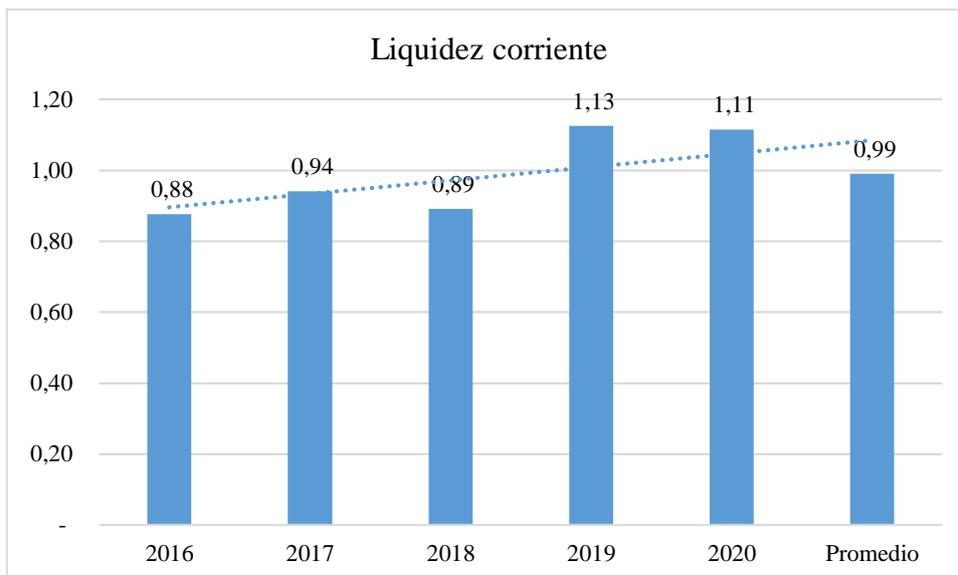


Figura 7. Liquidez corriente sector grandes empresas

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022a).

Con respecto al comportamiento del endeudamiento del activo en el periodo de estudio, el sector denota un aumento importante pasando del 0.84 en el año 2016 a 0.90 en el 2020 marcando una media del 0.86. Es decir, las obligaciones cada vez representan una porción más elevada en los activos totales. Este crecimiento pronunciado se constata por la variación del 7.8% entre los años del 2016 al 2018 de las deudas contraídas en el sector para financiar las operaciones asociadas al giro de negocio, como se puede mostrar en la figura a continuación que describe una tendencia en creciente.

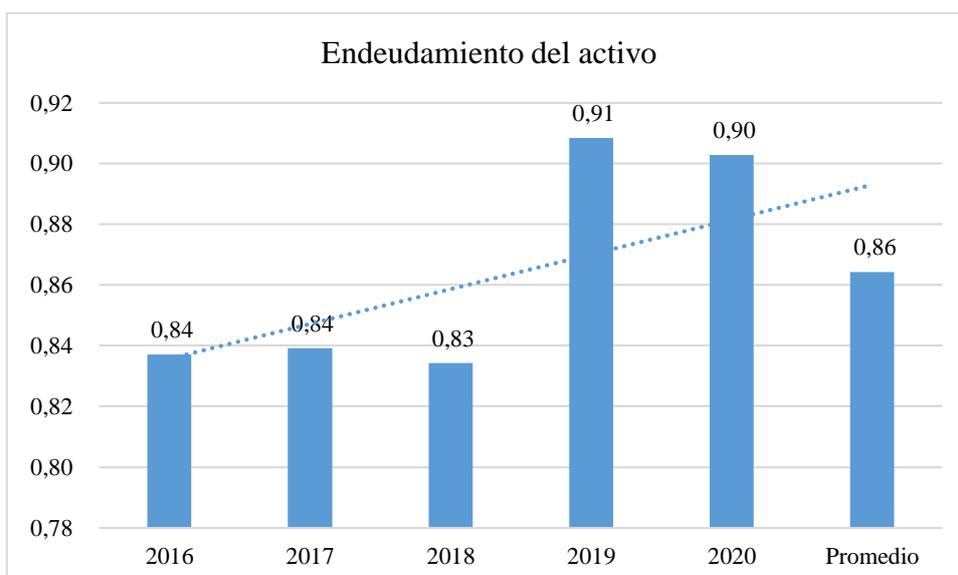


Figura 8. Endeudamiento del activo sector grandes empresas

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022a).

El endeudamiento patrimonial confirma la tendencia del indicador financiero anteriormente mencionado, donde en el 2016 la métrica fue del 5.14 y en el 2020 de 9.29 lo que equivale a un crecimiento del 80.7%; es decir, cada vez la actividad empresarial depende de la deuda para desarrollar su giro de negocio que tiene un promedio de 6.92.

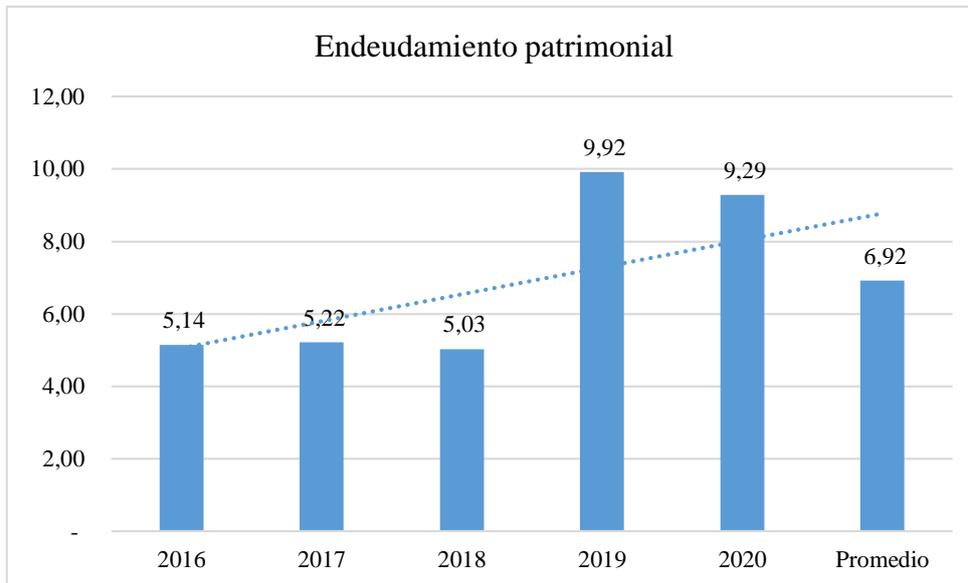


Figura 9. Endeudamiento patrimonial sector grandes empresas

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022).

En cuanto al apalancamiento, se describe la misma figura que los anteriores indicadores de calidad del sector, donde este ha venido creciendo en el tiempo pasando de 6.14 a 10.29 en los años del 2016 al 2020 respectivamente con un promedio de 7.92. Esto quiere decir la aceleración presentada indica un aumento del 67.5%.

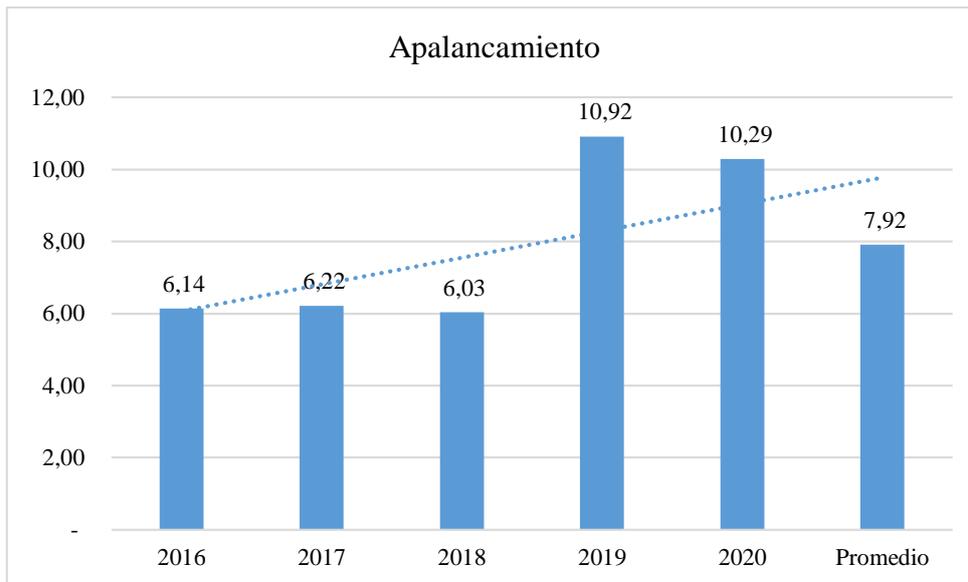


Figura 10. Apalancamiento sector grandes empresas

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022).

Con respecto a la utilidad operacional alcanzada durante el periodo de estudio del 2016 al 2020, se pudo observar que paso del 0.7% al 2.7%, lo que equivale a un promedio del 1.1% con una apreciación del rendimiento del 292.5%. Lo preocupante dentro de esta métrica financiera es que en el 2019 la rentabilidad reflejó una minusvalía importante del 1.7%, lo cual representó en relación con el periodo anterior un decrecimiento del 203.1%.

Este acontecimiento de disminución en la rentabilidad operativa en el sector se pudo haber dado por los aumentos de la deuda que en vez de aportar rentabilidad al giro de negocio se lo quita y por esa razón la industria al darse cuenta de estos efectos adversos redujo la deuda de sus balances. Esto dio como resultado la disminución de los indicadores de apalancamiento y mejoramiento en la rentabilidad subiéndola al 2.7% al terminar el 2020.



Figura 11. Margen operacional sector grandes empresas

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022).

La rentabilidad operacional del activo en líneas generales tuvo una apreciación importante pasando del 1.2% al 4.1% en los periodos del 2016 al 2020, lo que representa una variación del 248.0%. Como se mencionó en la métrica anterior, el año 2019 fue un periodo preocupante por la caída de rentabilidad que se solucionó disminuyendo el peso de la deuda en el balance.

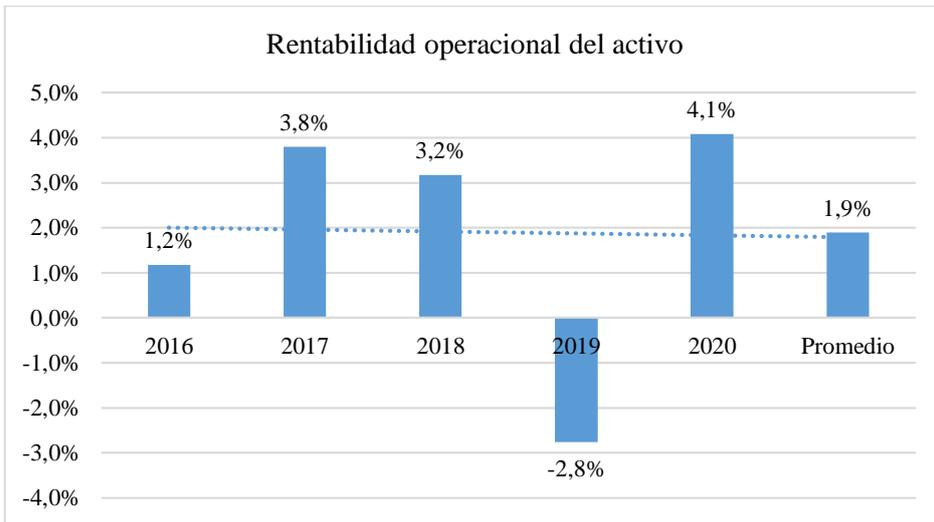


Figura 12. Rentabilidad operacional del activo sector grandes empresas

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022).

La rentabilidad operacional del patrimonio tuvo similar comportamiento que el del activo con la diferencia que el rendimiento tuvo una explosión más pronunciada pasando del 7.2% al 42% lo que equivale al 483%. Esto se dio principalmente por el aumento de la deuda, pero al darse cuenta de que el peso de estas obligaciones redujo el rendimiento en el 2019 tomaron acciones para su reducción recuperando de esta manera las ganancias en el 2020.

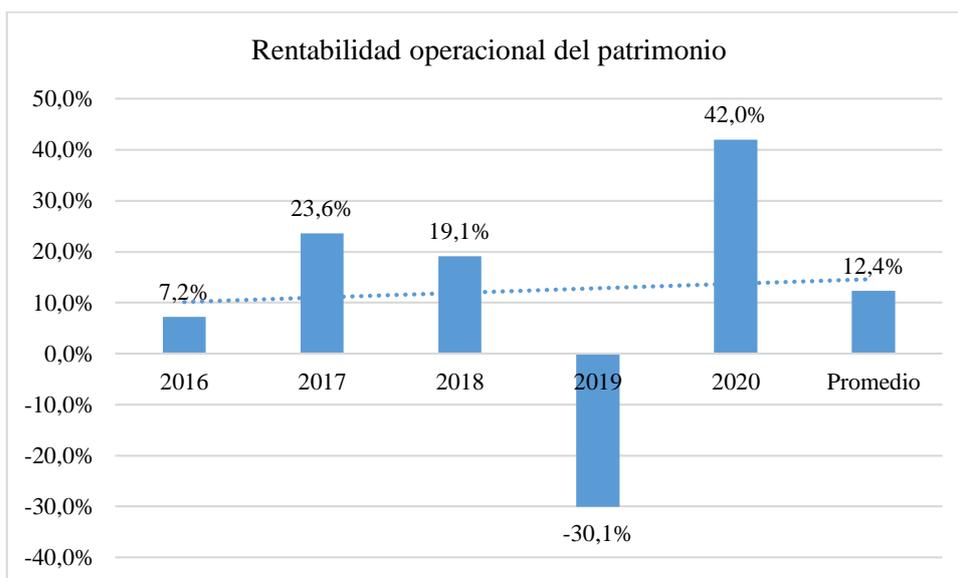


Figura 13. Rentabilidad operacional del patrimonio sector grandes empresas
 Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022).

En resumen, el sector de empresas grandes de venta al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados tuvieron un comportamiento donde mejoraron la liquidez corriente para poder afrontar de forma adecuada los compromisos a corto plazo, para ello tuvieron una estrategia de aumento de la deuda reduciendo de esta manera la solvencia y con respecto a la rentabilidad apoyada por la financiación externa tuvo una mejoría notable en las métricas de ganancias a nivel operacional, de activos y patrimonio.

El problema principal del sector lo denotaron al obtener rendimientos negativos en el 2019 ocasionados por la fuerte deuda dentro de sus balances. Esto provocó la reducción de esta para recuperar la tendencia positiva de ganancias que venían teniendo durante el periodo de estudio. Es decir, las organizaciones deben de tener muy en cuenta el nivel de

deuda adecuada, ya que cuando la rentabilidad alcanzada por los activos es menor al costo de la financiación de terceros da como resultado la pérdida de valor.

3.3 ANÁLISIS FARMADESCUENTO

Con respecto al comportamiento de la liquidez corriente, se puede observar que ha tenido un crecimiento adecuado pasando del 0.79 al 0.85 en los periodos del 2016 al 2020 respectivamente, lo que quiere decir un aumento del 7.2% representado por una media del 0.82. Lo preocupante dentro de esta métrica es que esta es inferior a uno; por tanto, la empresa no puede cubrir de forma satisfactoria las obligaciones a corto plazo al cerrar el 2020, aunque el comportamiento que ha tenido es adecuado para inferir que en los próximos años alcanzará este objetivo.

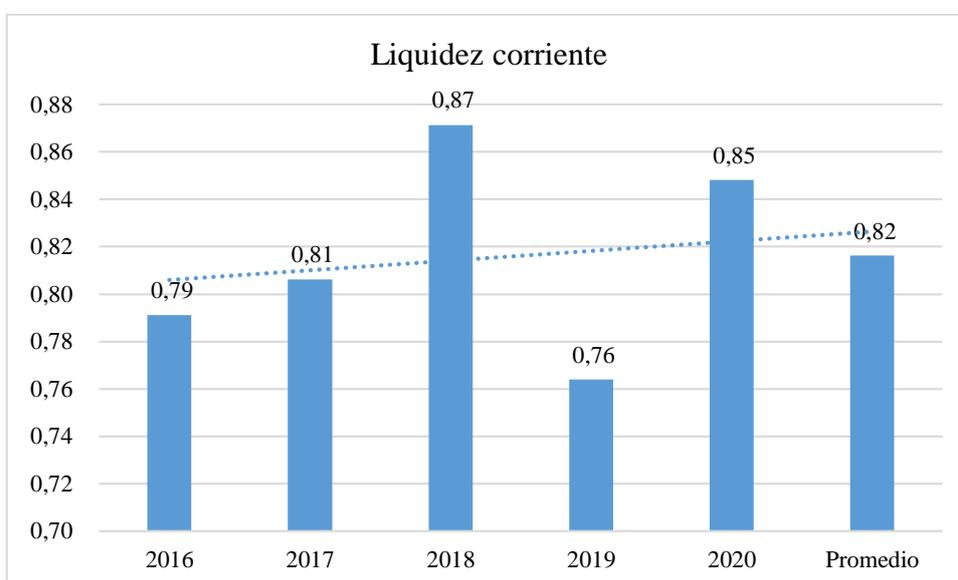


Figura 14. Liquidez corriente Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

En cuanto al endeudamiento del activo, se puede establecer una tendencia decreciente como se puede apreciar en la figura pasando de 0.81 en el año 2016 a 0.76 en el 2020, lo que indica una disminución del 5.9% con una media del 0.78. Es decir, la empresa ha tomado una acción orientada a la reducción del endeudamiento dentro de su balance con la finalidad de mejorar la solvencia y salud financiera.

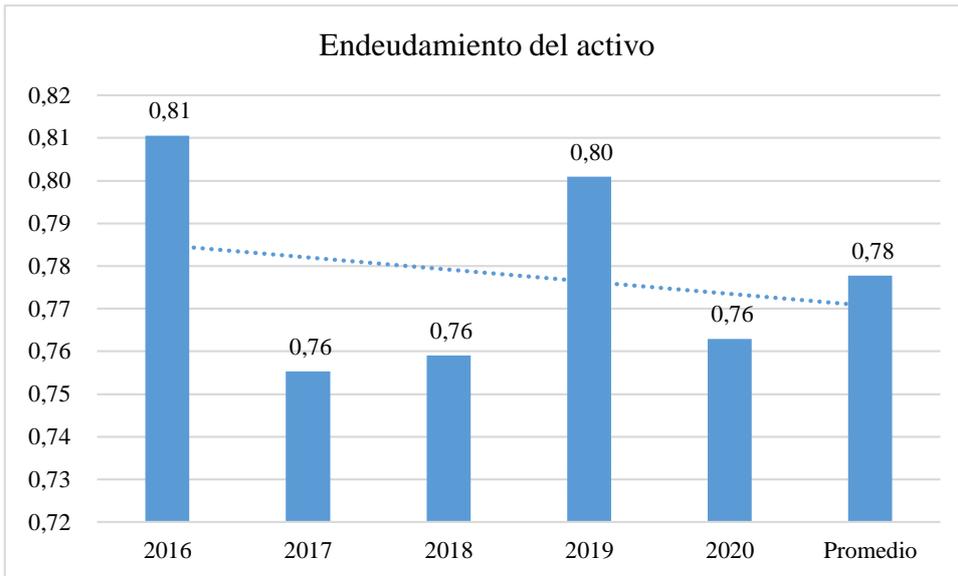


Figura 15. Endeudamiento del activo Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

El plan de reducción de deuda se denota de igual manera en la métrica endeudamiento patrimonial donde el comportamiento del indicador ha pasado de 4.28 en el 2016 a 3.22 en el 2020 representando un decremento del 24.8%. Es decir, la deuda dentro del balance ha disminuido, lo que da como resultado mayor valor al patrimonio neto.

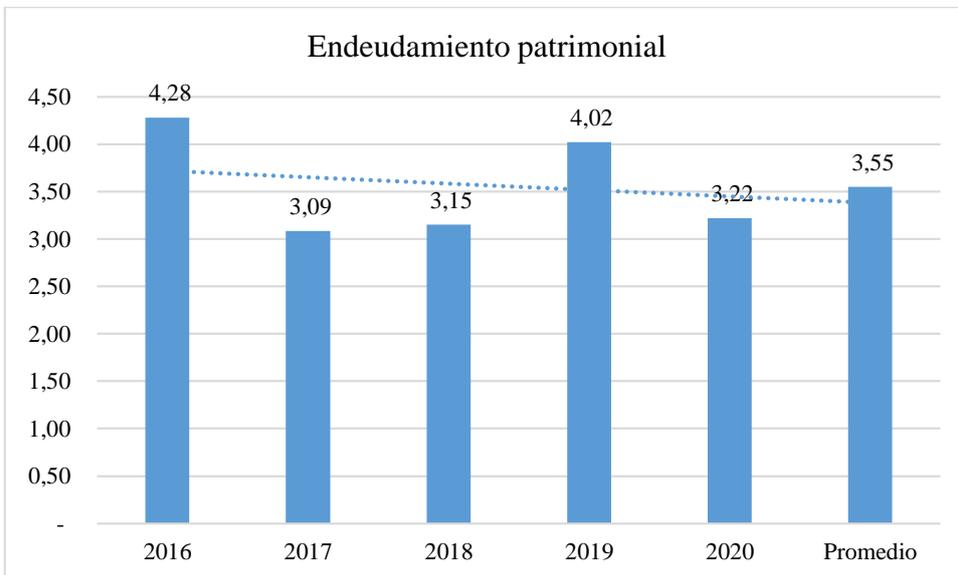


Figura 16. Endeudamiento patrimonial Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

Con respecto al apalancamiento, la métrica tuvo una tendencia decreciente pasando del 5.28 al 4.22 en el periodo de estudio del 2016 al 2020 lo que equivale a la reducción del 20.1%, lo que quiere decir aumento de la solvencia y calidad del negocio teniendo como media del indicador un valor de 4.55

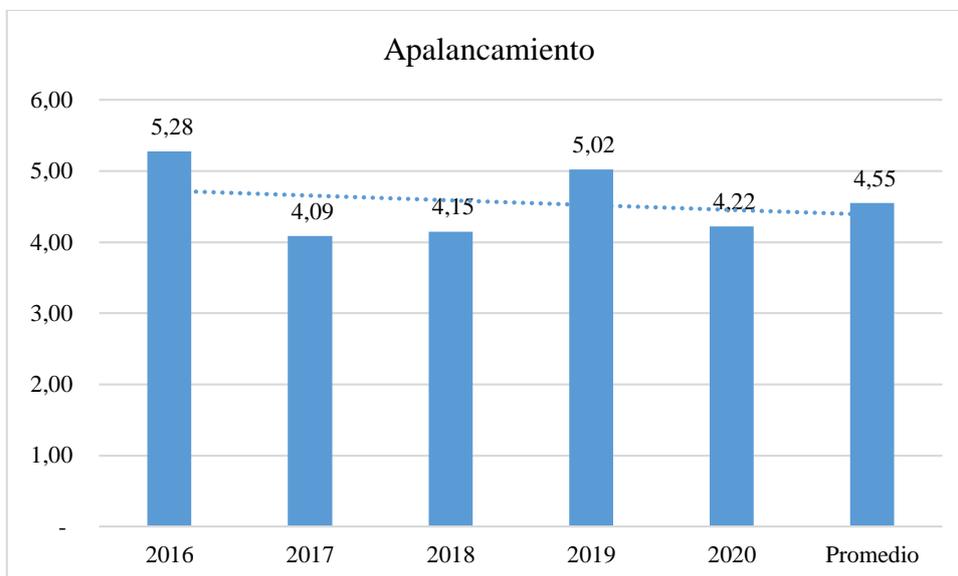


Figura 17. Apalancamiento Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

Con respecto a la rentabilidad operacional, se puede observar que se ha mantenido estable en relación con la métrica alcanzada en el 2016 del 3.4% y el promedio del periodo de estudio de 3.3%. Sumado a lo descrito si obtuvo apreciación en el periodo de estudio del 2016 al 2020 de un 12.2%.

El único aspecto para resaltar es que tuvo una leve reducción en la rentabilidad operativa en el año 2018, lo cual fue ocasionado por el programa de reducción de tamaño de la deuda que fue superada posteriormente por la eficiencia operativa de la organización. Es decir, la empresa enfocó esfuerzo a mejorar el giro de negocio optimizando recursos sin la necesidad de aplicar grandes cantidades de deuda para obtener rentabilidades satisfactorias en el margen operacional.



Figura 18. Margen operacional Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

En relación con la rentabilidad operacional obtenida por el activo tuvo una leve reducción pasando del 15.1% en el año 2016 al 14.3% en el 2020, lo que equivale a una minusvalía del 5.6%. Esta reducción de la rentabilidad es leve en comparación del decrecimiento de las métricas de apalancamiento; por tanto, se concluye como adecuada.

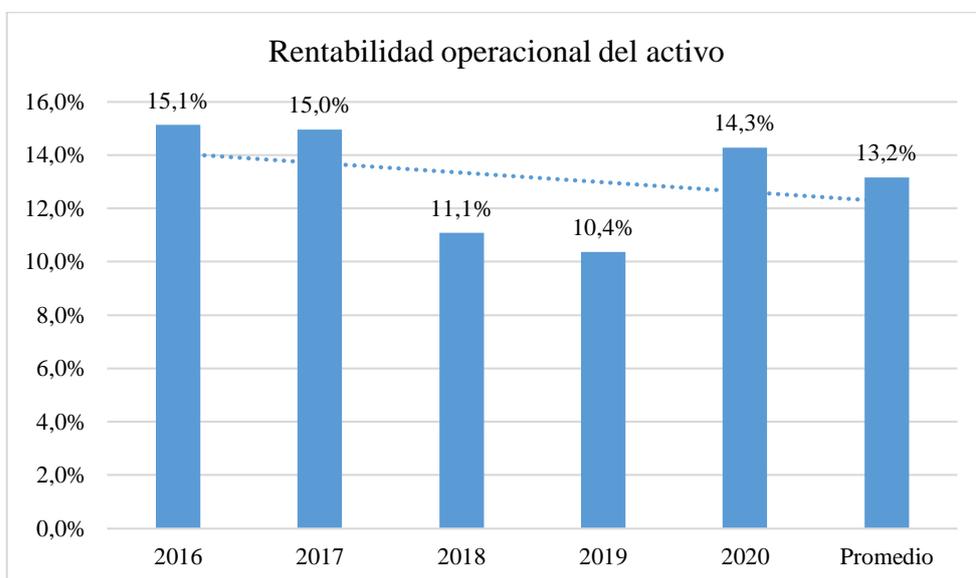


Figura 19. Rentabilidad operacional del activo Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

En cuanto a la rentabilidad operacional del patrimonio, se pudo constatar que de igual manera tuvo una reducción pasando del 79.8% en el 2016 al 60.2% en el 2020 representando un decrecimiento del 24.6% y una media de rentabilidad al patrimonio de 59.9%.

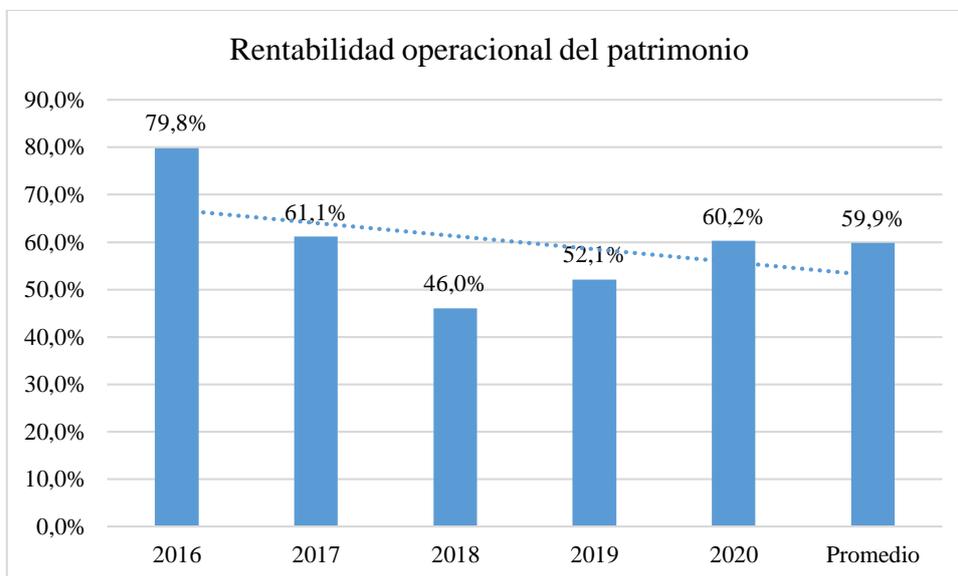


Figura 20. Rentabilidad operacional del patrimonio Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

Con los datos descritos en la evaluación del negocio objeto de estudio y el sector de empresas grandes dedicadas a la venta al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados, se analizó siete puntos con la finalidad de establecer la calidad del negocio Farmadescuento en función de la industria delimitada por empresas grandes. Con respecto al indicador de liquidez corriente, se denota que la organización tiene por mejorar, debido a que el sector tiene un promedio del 1.0 entre tanto que el negocio de 0.80 lo que quiere decir una diferencia del 17.5% desfavorable.

Con respecto a los indicadores de solvencia, se pudo denotar que tanto en el endeudamiento del activo, patrimonio y apalancamiento Farmadescuento tiene mayor calidad en su balance con menor peso de deuda y con relación a la rentabilidad de igual manera es superior en las métricas de margen operacional y beneficio del activo y patrimonio, lo que en su conjunto le proporciona una ventaja del 85.7% a diferencia de la media del sector como se puede apreciar en la figura a continuación.

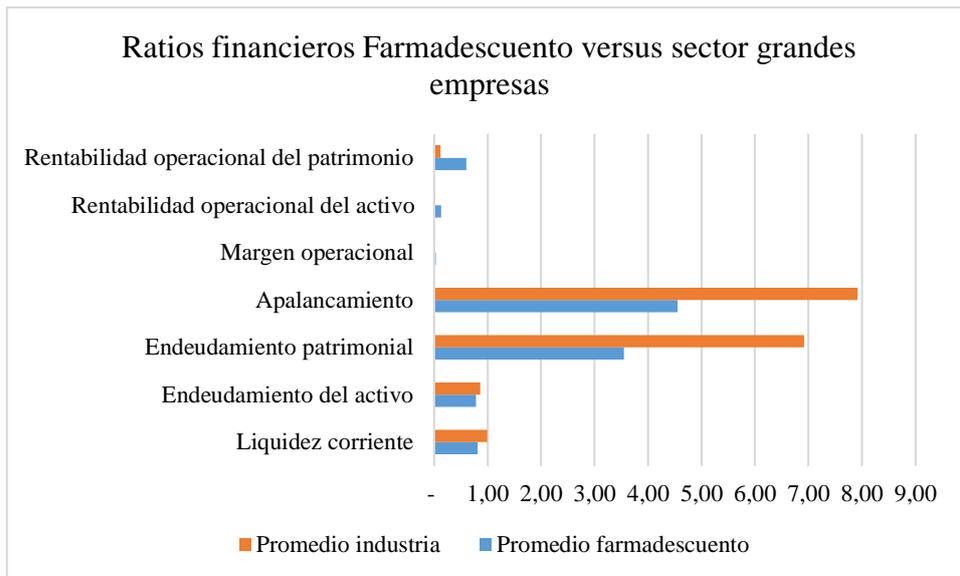


Figura 21. Relación de ratios financieros entre sector grandes empresas y Farmadescuento

Nota. Adaptado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2022b).

CAPÍTULO IV: VALORACIÓN FINANCIERA

Conociendo los aspectos diferenciadores que tiene Farmadescuento con relación a la media del sector de grandes empresas, se concluye que la misma es mejor que el promedio del mercado; por tanto, se procede a la valoración financiera con la finalidad de conocer su valor intrínseco al 2021 para posteriormente realizar una proyección del valor empresarial al 2025.

Para la valoración de la empresa Farmadescuento se tomó como método al valor empresa dividido por el beneficio operativo, debido a que el valor empresarial representa una aproximación más real, dado que incluye la deuda y no solo toma como referencia al patrimonio neto como lo hacen los métodos contables.

Dentro de las particularidades de este método está que al patrimonio neto se le suma la deuda financiera y se resta los excedentes de liquidez, lo que da como resultado presentar en la ecuación la deuda neta. Este indicador proporciona una vista más real del valor empresarial al aplicar las obligaciones financieras que erosiona el valor de los activos netos y se lo compara con el beneficio operativo, el cual representa la capacidad operativa de la organización para generar beneficios futuros sin contemplar los efectos fiscales. Esta métrica al ser neutral en relación con la estructura de capital no está distorsionada por el peso de los compromisos que tiene la organización en el balance, demostrando el retorno operativo que obtiene en el giro de negocio y la eficiencia que tiene en el mismo.

Basándose en lo descrito se procede a la descomposición de las partidas que conforman este indicador partiendo del beneficio operativo, el cual ha tenido una tendencia sostenida del año 2016 al 2020 pasando de \$537,723.7 a 1'311,072.7, lo que representa un aumento del 143.8%. En relación con el patrimonio neto se denota de igual forma un crecimiento importante pasando de \$673,423.7 en el 2016 a \$2'176,748.7 representando una apreciación del 223.2% que se complementa con el efectivo de \$369,719.0 a \$904,167.7 que es igual al 144.6%. Todas las partidas descritas han tendido un crecimiento sostenido y estas son consecuencia de la adecuada generación de beneficio del negocio teniendo una correlación con el patrimonio de 0.92 y con el valor empresarial de 0.99.

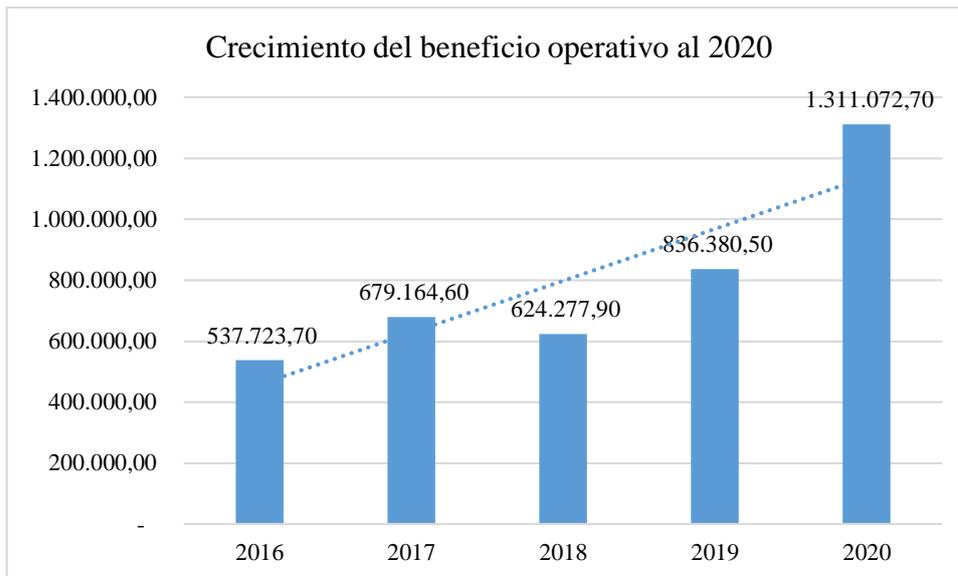


Figura 22. Beneficio operativo del 2016 al 2020

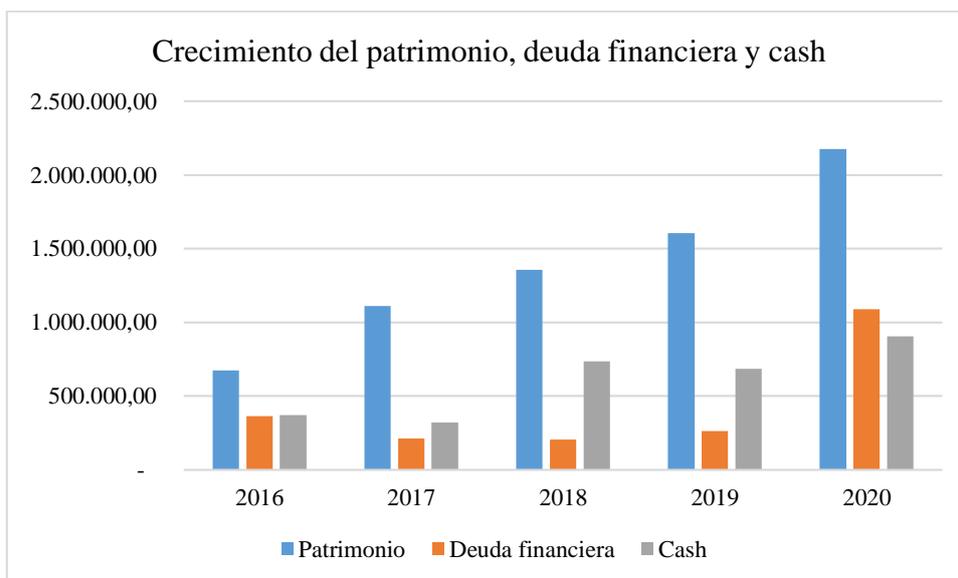


Figura 23. Evolución del patrimonio, deuda financiera y cash del 2016 al 2020

Tabla 3

Correlación del beneficio operativo con el patrimonio y valor empresarial

	Beneficio operativo	Patrimonio	Valor empresarial
Beneficio operativo	1		
Patrimonio	0,926057604	1	
Valor empresarial	0,995406293	0,9007003	1

Nota. Valores con $P < 0.01$.

La deuda financiera se fue reduciendo de manera sostenible por parte de la empresa, pero al llegar los efectos de la pandemia de salud se vio en la necesidad de apalancarse para sostener la actividad comercial de la organización y aprovecharse de las tasas bajas de financiación otorgadas por el gobierno nacional teniendo un costo financiero en el 2016 del 10.1% pasando al 2020 de 6.1% y como la eficacia de la rentabilidad de los activos era del 14.3% se concluye que la deuda aportaba valor al ciclo del negocio. Esto se apoya por el aumento de beneficio que obtuvieron los accionistas pasando del 52.1% en el 2019 al 60.2% en el 2020.

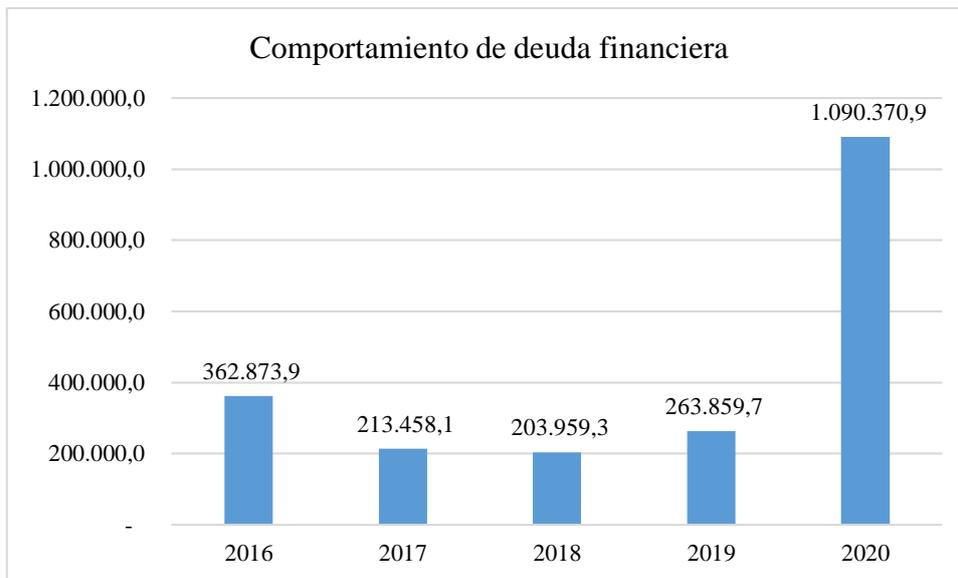


Figura 24. Deuda financiera

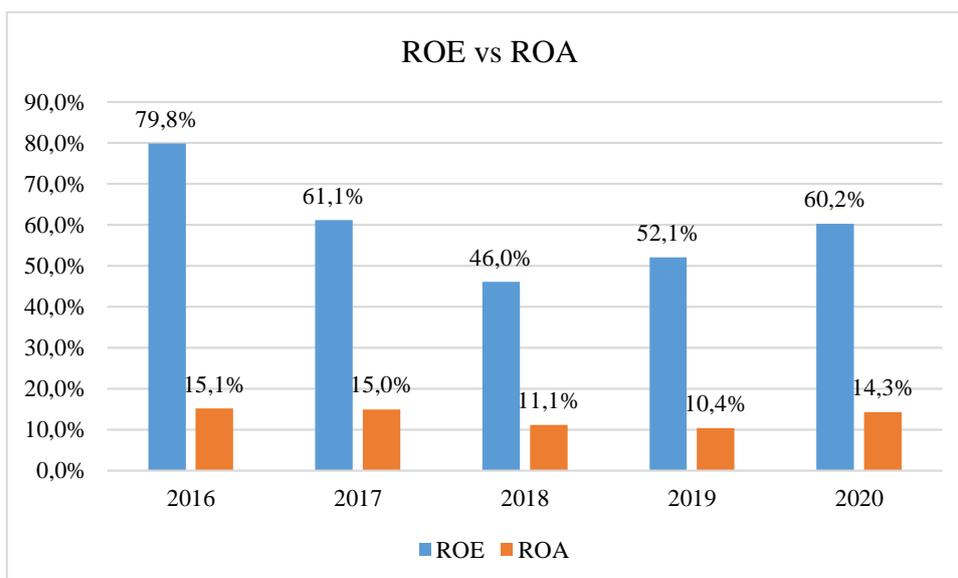


Figura 25. Rentabilidad del patrimonio versus la del activo

Con los aspectos descritos, se pudo concluir que el valor empresarial de Farmadescuento ha tenido un crecimiento sostenido en el periodo de estudio lo que le ha permitido pasar de \$666,578.5 en el 2016 a \$2'362,951.8 en el 2020 lo que equivale a un aumento del 254.5% con un ratio de valoración medio del 2016 al 2019 del 1.36 y al 2020 de 1.45.

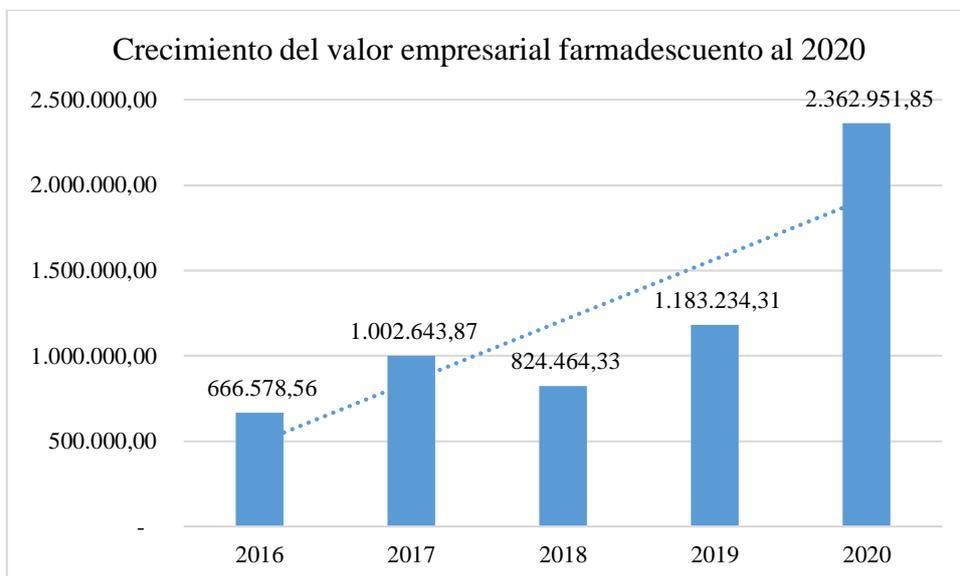


Figura 26. Valor empresarial 2016 al 2020

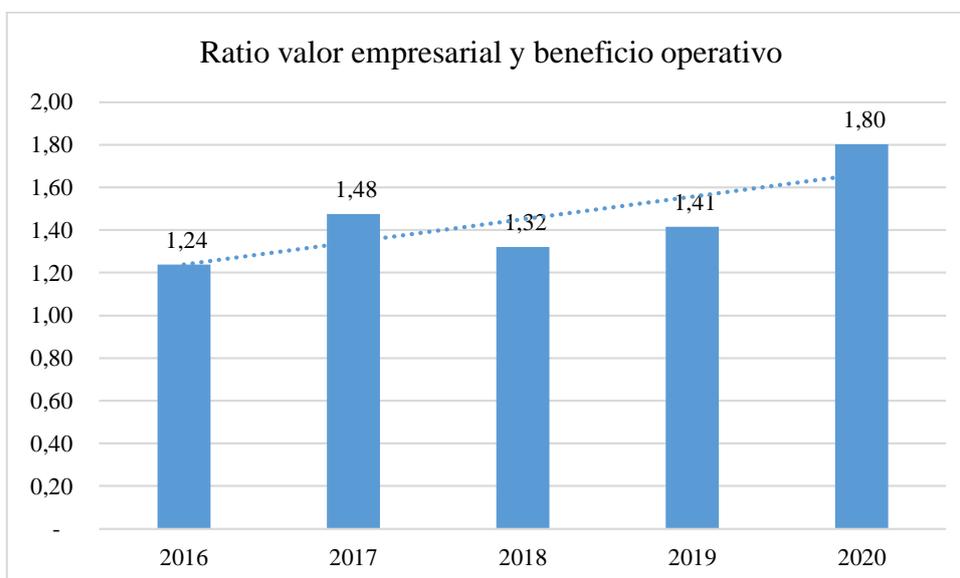


Figura 27. Evolución del ratio valor empresarial y beneficio operativo

Basándose en la información proporcionada se llega a la valoración de Farmadescuento al 2021 donde se aplica el crecimiento medio de la empresa de 17.4% valor que es la media del 2016 al 2019 eliminando al 2020 que obtuvo una rentabilidad atípica del 56.8% dado por la inyección de deuda y aumento desmedido de fármacos por la pandemia. A esta medida promedio se le aplica una tasa de descuento del 15% con la finalidad de corregir cualquier error de valoración quedando en el 15% lo que da una valoración en el 2021 de \$2'054,775.9.

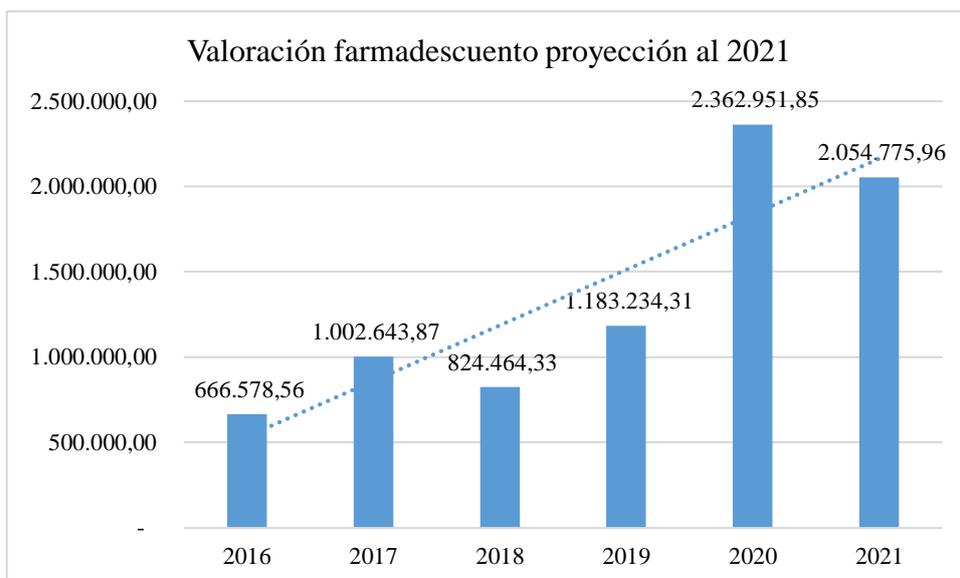


Figura 28. Valoración de Farmadescuento al 2021

Bajo estos antecedentes planteados se procede a la proyección futura del valor empresarial de Farmadescuento teniendo como supuestos que la empresa crece su beneficio operativo al 11% el cual es la media alcanzada por el sector de grandes empresas y se le aplica un rango de valoración del valor empresarial con el beneficio operativo de 1.36 el cual es el obtenido del 2016 al 2019. Con estos supuestos conservadores se llega a la conclusión que el valor de la empresa al llegar el 2025 sería de \$3'119,294.5.

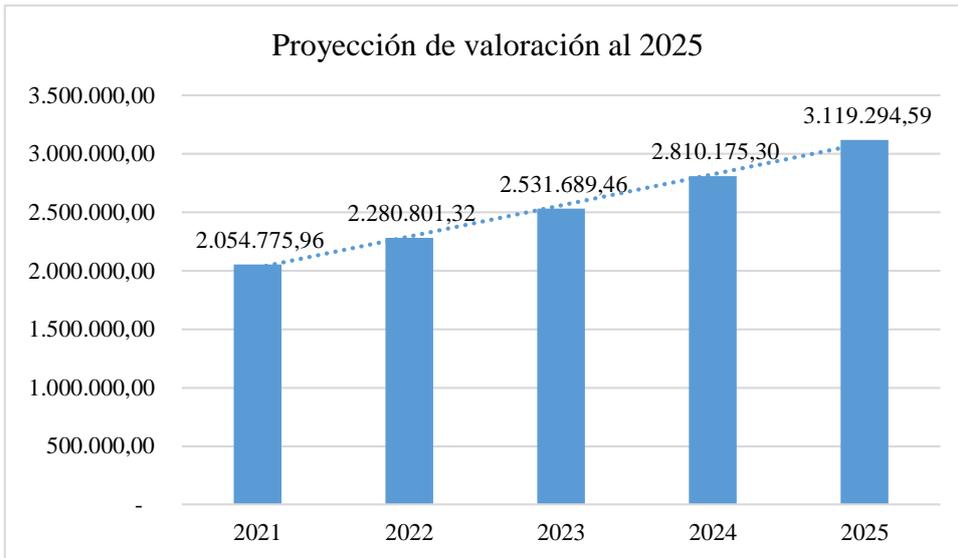


Figura 29. Proyección de valoración al 2025

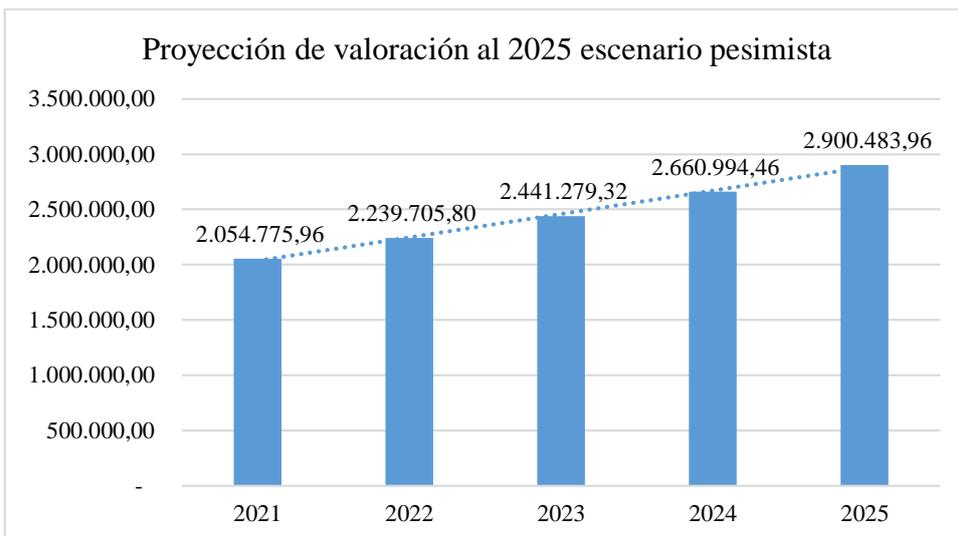


Figura 30. Proyección de valoración al 2025 escenario pesimista

En relación con el escenario pesimista se tiene como supuesto un crecimiento del 9%, el cual es el resultado de que a la proyección promedio se aplica una tasa de descuento del 20% y posteriormente se redondea, dando como resultado un valor empresarial al llegar al 2025 de \$2,900,483.9.

Finalmente, se presenta la proyección del escenario optimista donde se tiene como supuesto que Farmadescuento tiene la capacidad de mantener el crecimiento promedio de

los beneficios operativos en un 15% lo que daría como resultado alcanzar un valor empresarial de \$3,593,816.0

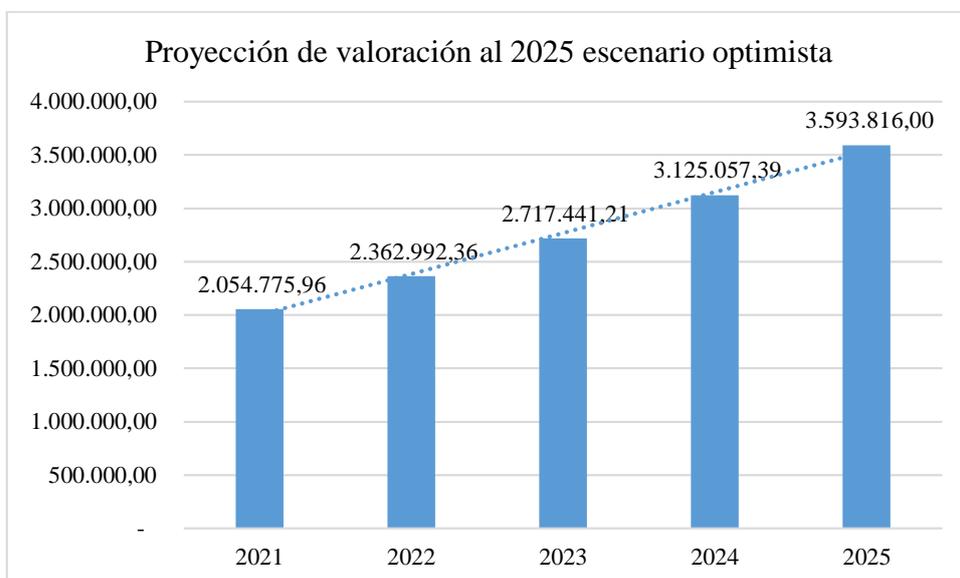


Figura 31. Proyección de valoración al 2025 escenario optimista

CAPÍTULO V

5.1 CONCLUSIONES

Los ratios financieros tienen como finalidad aportar información a las organizaciones para la toma de decisiones a partir del estudio de los estados financieros permitiendo conocer la posición financiera del negocio a nivel de liquidez, solvencia, rentabilidad y gestión operativa para tomar acción en la corrección de la mala administración, lo cual se complementa con la valoración de empresa que es una herramienta que aporta información a la alta directiva sobre el valor real o intrínseco que tiene una empresa en el tiempo a partir de la mezcla del análisis de partidas contables de resultado y balance.

En el análisis de los ratios financieros realizados al sector de venta al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados y a la empresa Farmadescuento se tuvo como resultado que la organización se encuentra bien gestionada en función de los resultados determinados en las métricas de solvencia y rentabilidad donde superó en cada uno de las mismas. Es decir, tiene baja deuda y en el proceso del giro de negocio obtiene rendimientos satisfactorios que superan a la industria, pero se pudo observar que con relación a la liquidez corriente esta estuvo por debajo del sector, pero al denotar el comportamiento que ha tenido en el tiempo y la adecuada posición financiera se prevé que mejore al benchmarking en el cumplimiento de los compromisos a corto plazo.

En la aplicación de la valoración de la empresa Farmadescuento se seleccionó como técnica el múltiplo valor empresarial con el beneficio operativo, debido a que el primer componente de esta es neutral en relación con la composición de capital de la organización y la segunda demuestra la rentabilidad real del giro de negocios sin las afectaciones asociadas por los impuestos. Por tanto, al aplicar el estudio histórico se pudo deducir que la media del 2016 al 2019 fue de 1.36, excluyendo el 2020 por ser un año atípico y al beneficio operativo se le aplicó un crecimiento del 15% al 2021 y del 11% del 2022 al 2025 que va acorde al mercado a pesar de ser un negocio de mejor calidad y posición financiera, dando como resultado un valor empresarial al llegar el 2021 de \$2,054,775.9 y al 2025 de \$3,119,294.5.

5.2 RECOMENDACIONES

Se recomienda profundizar y aplicar otros modelos de valoración disponibles combinándolo con análisis discriminante múltiple con la finalidad de disminuir desviaciones en la determinación del valor de la empresa Farmadescuento.

Se aconseja tomar la presente investigación como base para futuros trabajos de valoración para empresas del mismo sector o inclusive para otras, ya que las técnicas de valoración son universales a diferencia de la industria bancaria donde los valores presentados en las partidas contables son ajustados.

A la valoración empresarial aplicada al negocio de venta al por menor de productos farmacéuticos en establecimientos especializados Farmadescuento, aplicar un modelo de predicción de quiebras y falsificación de información contable, con la finalidad de proporcionar información con seguridad razonable para la toma de decisiones.

Referencias

- Alarcón, D. (2018). Aplicación para la toma de decisiones mediante el Proceso de Jerarquía Analítica. *Revista de Difusión cultural y científica de la Universidad La Salle en Bolivia*, 15, 87-109. Obtenido de http://www.scielo.org.bo/pdf/rfer/v15n15/v15n15_a07.pdf
- Alonso, A., & Marqués, M. (2019). *Innovación financiera para una economía sostenible*. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3463030
- Anthony, P., Behnoee, B., Hassanpour, M., & Pamucar, D. (2019). Evaluación del desempeño financiero de siete empresas químicas indias. *Toma de decisiones: aplicaciones en administración e ingeniería*, 2(2), 81-99. doi:<https://doi.org/10.31181/dmame1902021a>
- Banco Pichincha. (2021). *Ratios de solvencia y endeudamiento que debes calcular para tu empresa*. Obtenido de <https://www.pichincha.com/portal/blog/post/ratios-solvencia-endeudamiento>
- Bello, A., Olarinde, O., & Ibrahim, G. (2020). Dividend Preference Theory and the Dividend Irrelevance paradigm in maximising shareholders wealth in Nigeria: A Theoretical Comparison. *Journal of Economics and Finance*, 11(3), 17-24. Obtenido de <https://www.iosrjournals.org/iosr-jef/papers/Vol11-Issue3/Series-6/C1103061724.pdf>
- Briones, T., Carvajal, D., & Sumba, R. (2021). Utilidad del benchmarking como estrategia de mejora empresarial. *Polo del Conocimiento*, 6(3), 2026-2044. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7926897>
- Bruner, R., & Miller, S. (2019). The Great Crash of 1929: A Look Back After 90 Years. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(4), 43-58. doi:<https://doi.org/10.1111/jacf.12374>
- Brusov, P., Filatova, T., Orekhova, N., Kulik, V., Chang, S., & Lin, G. (2021). Generalization of the Modigliani–Miller Theory for the Case of Variable Profit. *Mathematics*, 9(11). doi:<https://doi.org/10.3390/math9111286>

- Carchi, K., Crespo, M., González, S., & Romero, E. (2020). Índices financieros, la clave de la finanza administrativa aplicada a una empresa manufacturera. *INNOVA Research Journal*, 5(2), 26-50. Obtenido de <https://revistas.uide.edu.ec/index.php/innova/article/download/1193/1682/>
- Cevallos, G., & Mejía, H. (2020). *El Sector Farmacéutico en el Ecuador*. Obtenido de <https://perspectiva.ide.edu.ec/investiga/2020/04/22/el-sector-farmaceutico-en-el-ecuador/>
- Climent, S., Bustos, E., & Serer, L. (2018). Importance of balance sheet composition in stress test estimates. *Journal of Economic Science Research*, 1(1), 1-4. doi:<https://doi.org/10.30564/jesr.v1i1.310>
- CODAES. (2018). *Introducción a la Teoría de toma de decisiones*. Obtenido de http://academica.uaslp.mx/oa/decisiones/conceptos_bsicos.html
- Czerwińska, D., Florek, J., Staniszewski, R., & Kayzer, D. (2021). Application of Canonical Variate Analysis to Compare Different Groups of Food Industry Companies in Terms of Financial Liquidity and Profitability. *Energies*, 14(15), 1-16. doi:<https://doi.org/10.3390/en14154701>
- Feenstra, R. (2017). *Investigating the predictive power of Lintner's dividend model in South Africa*. Obtenido de <https://thesis.eur.nl/pub/39247/Feenstra-R.-382911-.pdf>
- Fernández, P. (2021). *176 errores en valoraciones de empresas*. Obtenido de <https://revistas.laley.es/content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEA MtMSbF1CTEAAiMTCwsLE7Wy1KLizPw8WyMDQ3MDM0OwQGZapUt-ckhlQaptWmJOcapabmJJSWqRbVBqmXN-HpTnnVppG-Qa5hkc4qiWmpSfn41ibjzMPABi0MB2cQAAAA%253d%253dWKE#I106>
- García, S., & Montes, L. (2018). Modelo de valoración financiera para una pequeña y mediana empresa (PYME) en Colombia. *Espacios*, 39(42), 1-13. Obtenido de <http://www.revistaespacios.com/a18v39n42/a18v39n42p02.pdf>

- García, S., & Montes, L. (2018). Modelo de valoración financiera para una pequeña y mediana empresa (PYME) en Colombia. *Espacios*, 39(42), 1-13. Obtenido de <http://w.revistaespacios.com/a18v39n42/a18v39n42p02.pdf>
- Garzozzi, R., Perero, J., Rangel, E., & Vera, J. (2017). Análisis de los indicadores financieros de los principales bancos privados del Ecuador. *Revista de Negocios & PyMES*, 3(9), 1-16. Obtenido de https://www.ecorfan.org/spain/researchjournals/Negocios_y_PyMES/vol3num9/Revista_de_Negocios_&_PYMES_V3_N9_1.pdf
- Gutiérrez, H., Morán, C., & Posas, R. (2019). Determinantes de la estructura de capital: un estudio empírico del sector manufacturero en Ecuador. *Contaduría y administración*, 64(2), 1-19. doi:<https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1848>
- Hernández, C., & Cano, M. (2017). La importancia del benchmarking como herramienta para incrementar la calidad en el servicio en las organizaciones. *Instituto de Investigaciones y Estudios Superiores de las Ciencias Administrativas de la Universidad Veracruzana*, 31-42. Obtenido de http://biblioteca.udgvirtual.udg.mx/jspui/bitstream/123456789/3577/1/Importancia_benchmarking_como_herramienta.pdf
- Herrera, L. (2020). Access to medicines in Costa Rica and the rest of Latin America. *Revista Cubana de Salud Pública*, 45(4), 1-20. Obtenido de http://scielo.sld.cu/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0864-34662019000400008
- Huertas, J. (2018). Determinantes de la estructura de capital de las empresas comercializadoras de autopartes de Bogotá, para el periodo 2008-2015. *ODEON*, 43-63. Obtenido de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/odeon/article/view/5635/7450>
- Iglesias, M. (2021). *Metodología de la investigación científica: Diseño y elaboración de protocolos y proyectos*. Buenos Aires: Noveduc.

- INEC. (2020). *Directorio de empresas 2020*. Obtenido de <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/directoriodeempresas/>
- Lungu, M., Brad, I., Urlica, A., & Milin, I. (2021). Adam Smith: About capitalism and the ethics that makes it possible. *Agricultural Management*, 23(2), 130-134.
- Marciniak, R. (2017). El benchmarking como herramienta de mejora de la calidad de la educación universitaria virtual. Ejemplo de una experiencia polaca. *Educar*, 53(1), 171-207. Obtenido de <https://www.redalyc.org/pdf/3421/342149105010.pdf>
- McKay, D., & Peters, D. (2019). Ascribing Value: How Do You Price a Share Using the Price to Earnings Ratio? *Plastic Surgery*, 27(3), 280-282. doi:<https://doi.org/10.1177/2292550319869724>
- Medina, A., Nogueira, D., Hernández, A., & Comas, R. (2019). Procedimiento para la gestión por procesos: métodos y herramientas de apoyo. *Ingeniare. Revista chilena de ingeniería*, 27(2), 328-342. Obtenido de https://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-33052019000200328&lang=pt
- Merricks, J., & Kitchin, R. (2021). For or Against ‘The Business of Benchmarking’? *International Journal of Urban and Regional Research*, 45(2), 385-388. doi:<https://doi.org/10.1111/1468-2427.12978>
- Miller, T., & Mejía, I. (2020). *El envejecimiento de la población en Ecuador: la revolución silenciosa*. Obtenido de https://www.igualdad.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2020/05/el_envejecimiento_poblacion_ecuador.pdf
- Moreira, M., Bernardes, S., De Souza, J., & Linden, V. (2017). Análise do processo de desenvolvimento de gráficos instrucionais para material didático. *Design em Pesquisa*, 416–433. Obtenido de https://www.researchgate.net/profile/Bruna-Moreira-2/publication/316323102_Gestao_do_design_na_pratica_framework_para_implimentacao_em_empresas/links/58fa4fe80f7e9ba3ba500e50/Gestao-do-design-na-pratica-framework-para-implimentacao-em-empresas.pdf#page=11

- Párraga, S., Pinargote, N., García, C., & Zamora, J. (2021). Indicadores de gestión financiera en pequeñas y medianas empresas en Iberoamérica: una revisión sistemática. *Dilemas contemporáneos: educación, política y valores*, 1-24. doi:<https://doi.org/10.46377/dilemas.v8i.2610>
- Pérez, E., & Vernengo, M. (2016). Raúl Prebisch y la dinámica económica: crecimiento cíclico e interacción entre el centro y la periferia. *Revista Cepal*, 10-25. Obtenido de https://www.cepal.org/sites/default/files/publication/files/40012/RVE118_PerezCaldentey.pdf
- Pérez, J. (2019). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid: ECOBOOK.
- Pérez, K., & Romero, Y. (2016). Valoración de Empresa Transportadora en el Meta: Estudio de Caso. *El Conuco*, 3(1), 1-12. Obtenido de <https://revistas.unillanos.edu.co/index.php/conuco/article/view/531/485>
- Puerta, F., Vergara, J., & Huertas, N. (2018). Análisis financiero: enfoques en su evolución. *Criterio Libre*, 16(28), 85-104. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/6676021.pdf>
- Pulido, W., & Espitia, Ó. (2020). *Valoración de empresas - caso Safratec holding*. Obtenido de <http://repository.unipiloto.edu.co/bitstream/handle/20.500.12277/9551/Valoraci%C3%B3n%20SAFRATEC%20HOLDING%202020.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Quirama, U., & Sepúlveda, J. (2018). Un acercamiento a las metodologías de valoración de activos intangibles para la búsqueda del valor razonable. *Espacios*, 39(41), 1-8. Obtenido de <http://www.revistaespacios.com/a18v39n41/a18v39n41p07.pdf>
- Redondo, J., Milanesi, G., Menna, J., & Amarilla, R. (2018). Índice multifactorial para la evaluación del desempeño financiero de fondos comunes. *Estudios Gerenciales*, 200-215. Obtenido de http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232018000200200

- Rodríguez, Y., & Pinto, M. (2018). Modelo de uso de información para la toma de decisiones estratégicas en organizaciones de información. *Transinformação*, 30(1), 51-64. Obtenido de <https://www.scielo.br/j/tinf/a/LHnv8vL7bN5GFcs mrb98qqM/?lang=es&format=pdf>
- Rugel, N. (2020). Valor de las empresas en fase recesiva. *Cofin Habana*, 14(1), 1-7. Obtenido de http://scielo.sld.cu/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2073-60612020000100009
- Sarmiento, G. (2017). Fiscalidad y estructura de capital de las empresas manufactureras ecuatorianas, en el periodo 2012 –2015. *Revista Publicando*, 4(13), 294-314. Obtenido de https://revistapublicando.org/revista/index.php/crv/article/view/791/pdf_575
- Silverio, G. (2017). Valuación de empresas: enfoque integral para mercados emergentes e inflacionarios Company valuation: integral approach for emerging and inflationary markets Avaliação de empresas: abordagem integral para mercados emergentes e inflacionários. *Estudios Gerenciales*, 33(145), 377-390. doi:<https://doi.org/10.1016/j.estger.2017.10.001>
- Smith, G., & Xu, A. (2017). Stocks Should Be Valued with a Term Structure of Required Returns. *The Journal of Investing Summer*, 26(2), 61-68. doi:<https://doi.org/10.3905/joi.2017.26.2.061>
- Stern, J., Stewart, B., & Chew, D. (1998). *The Eva Financial Management System*. Obtenido de <https://ssrn.com/abstract=6704>
- Supercias. (2021). *Tabla de indicadores*. Obtenido de https://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/ss/20111028102451.pdf
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2021a). *Farmadescuento S.A.* Obtenido de https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portaldeinformacion/consulta_cia_menu.zul?expediente=131056&tipo=1

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2021b). *Portal de Información / Sector Societario*. Obtenido de https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/portalInformacion/sector_societario.zul

Téllez, H. (2020). Historia de los métodos de valoración de compañías. *Revista Investigación y Negocios*, 13(22), 111-117. Obtenido de http://www.scielo.org.bo/scielo.php?pid=S2521-27372020000200011&script=sci_arttext

Téllez, H. (2020). Historia de los métodos de valoración de compañías. *Revista Investigación y Negocios*, 13(22), 111-117. doi:<https://doi.org/10.38147/invneg.v13i22.105>

Tovar, M., & Muñoz, I. (2018). Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo. *Ciencias Sociales y Humanas*, 18(35), 139-162. Obtenido de <http://www.scielo.org.co/pdf/ccso/v18n35/1657-8953-ccso-18-35-00139.pdf>

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo. (2019). *Historia II Crisis económica de 1929*. Obtenido de https://www.uaeh.edu.mx/docencia/P_Presentaciones/prepa3/2019/Crisis-economica-1929.pdf

Vidal, R., Ribal, J., & Blasco, A. (2019). Valoración de empresas con múltiples comparables. *Revista de métodos cuantitativos para la economía y la empresa*(15), 46-54. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6786946>