

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



Facultad de
**Ciencias Sociales
y Humanísticas**



**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
KINO S.A.”**

MATERIA INTEGRADORA

Previa a la obtención del Título de:

**ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN
EMPRESARIAL**

Presentado por:

LOURDES KATHERINE CRESPO CEVALLOS

PAOLA JANETH POZO PILAY

Guayaquil – Ecuador

2015

DEDICATORIA

Dedico el presente trabajo a Dios, por ser mi roca, guía y fortaleza en cada paso dado
para culminar con éxito mi carrera universitaria.

A mis amados padres Joffre y Glenda, ya que sin su apoyo incondicional y confianza no
hubiese llegado hasta aquí.

A Joffre, mi hermano mayor, que aún en la distancia siempre he contado con su apoyo.

A mi hermano menor Elvis, que es una de las razones que me motivó a seguir, para ser
siempre un ejemplo en su vida.

A mi pequeña sobrina y ahijada Ashley Crespo, que con su llegada alegró más mis días
y mi vida entera.

A mis demás familiares y amigos que de una u otra manera me han dado fuerzas,
respaldo y consejos en este valioso porvenir.

LOURDES KATHERINE CRESPO CEVALLOS

El presente trabajo es dedicado al esfuerzo de mis queridos padres: Julia y Roberto, por su apoyo incondicional y la confianza depositada en mí de permitirme estudiar en otra ciudad con el propósito desarrollarme profesionalmente.

A María José y Roberto, mis hermanos por su ayuda constante a la vez demostrando que con esfuerzo y dedicación todo es posible, valiendo de ejemplo en sus vidas universitarias.

A mis abuelitos y demás familiares, por sus consejos continuos impartidos en mí y siendo de gran ayuda para culminar mi carrera universitaria.

PAOLA JANETH POZO PILAY

AGRADECIMIENTO

Agradezco infinitamente a nuestro padre celestial, que si bien es cierto nada hubiese sido posible sin Él en mi vida.

A mis padres, hermanos y a mi familia en general por cada palabra de aliento en el momento indicado durante este proceso.

A mis amigas María Isabel, Sarita y Estefanía que más que amigas las considero mis hermanas, gracias por hacer de mi vida universitaria una magnífica experiencia.

A Gabriel, que es un gran apoyo en mi vida, siempre presto a brindarme su ayuda.

A mi compañera de lucha en este último peldaño hacia la meta Paola Pozo, con quien formamos un buen equipo para culminar con éxito el presente trabajo.

A mis profesores de la ESPOL que impartieron sus conocimientos durante mis años de estudio, en especial a nuestro director de materia MSc. Washington Macías por compartir sus conocimientos y orientarnos en el desarrollo del trabajo de titulación.

LOURDES KATHERINE CRESPO CEVALLOS

Agradezco a Dios por el don de la vida, por ser ese amigo incondicional y fortalecerme en los momentos difíciles; y por la sabiduría impartida en mí en cada semestre para terminar con éxito esta meta establecida.

A mis padres que son ejemplo de lucha, por sus consejos ante todo por enseñarme que en la vida uno debe luchar y saber ganarse las cosas para así lograr los objetivos planteados.

A Lourdes Crespo por su comprensión y organización ante todo por ser una excelente compañera para así lograr este paso tan importante para ambas

A Washington Macías Rendón, nuestro tutor académico por su ayuda brindada en cualquier momento para terminar el trabajo de titulación.

A Clemencia Pilay, mi tía por ser la segunda madre que me regalo la vida, por tus enseñanzas impartidas desde infancia.

A ESPOL por la oportunidad de instruirme y conocer excelentes profesores - compañeros en esta etapa de mi vida.

A mis hermanos y demás familiares por su apoyos incondicional para culminar la universidad.

PAOLA JANETH POZO PILAY

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

MSc. Washington Macías Rendón
DIRECTOR DE MATERIA INTEGRADORA

Mgs. Manuel Zambrano
VOCAL

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

Lourdes Katherine Crespo Cevallos

Paola Janeth Pozo Pilay

ÍNDICE GENERAL

PORTADA	I
DEDICATORIA	II
AGRADECIMIENTO	IV
TRIBUNAL DE TITULACIÓN.....	VI
DECLARACIÓN EXPRESA	VII
ÍNDICE GENERAL	VIII
ÍNDICE DE CUADROS	XI
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	XII
RESUMEN.....	XIII
ABREVIATURAS	XIV
CAPÍTULO 1.....	1
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Antecedentes	1
1.2. Definición del problema	1
1.3. Objetivos	2
1.3.1. Objetivo general.....	2
1.3.2. Objetivos específicos	2
1.4. Justificación	2
CAPÍTULO 2.....	3
2. REVISIÓN DE LITERATURA	3
2.1. Definición y conceptos básicos de la valoración de empresas.....	3
2.1.1. Definición de valoración.....	3
2.1.2. Objetivos de la valoración.....	4
2.2. Métodos de valoración de empresas	5
2.2.1. Métodos basados en el balance	5
2.2.1.1. Valor contable de las acciones	5
2.2.1.2. Valor contable ajustado	5
2.2.1.3. Valor de liquidación	5
2.2.1.4. Valor sustancial.....	6
2.2.2. Método de múltiplos o comparables.....	6
2.2.2.1. Múltiplo PER.....	6
2.2.2.2. Múltiplo EBITDA.....	7

2.2.2.3. Múltiplo de ventas	7
2.2.3. Métodos mixtos	8
2.2.3.1. Método valor medio o indirecto	8
2.2.4. Métodos de descuento de flujo de fondos.....	9
2.2.4.1. Valor actual ajustado - APV “Adjusted Present Value”	9
2.2.4.2. Flujo de caja libre - FCF “Free Cash Flow”	10
2.2.5. Métodos de opciones reales	11
2.3. Ventajas y desventajas de los diferentes métodos de valoración de empresa.....	12
CAPÍTULO 3.....	13
3. METODOLOGÍA	13
3.1. Justificación del método de valoración seleccionado	13
3.2. Descripción del modelo de valoración seleccionado	13
3.2.1. Flujos de caja esperados.....	14
3.2.2. Ahorros fiscales por intereses	14
3.2.3. Tasas de descuento	15
3.3. Fuentes de información.....	16
CAPÍTULO 4.....	17
4. ANÁLISIS DE KINO S.A.	17
4.1. Análisis externo	17
4.1.1. Contexto macroeconómico	17
4.1.1.1. Producto Interno Bruto - PIB	18
4.1.1.2. Inflación	20
4.1.1.3. Empleo y desempleo	21
4.1.1.4. Balanza comercial	22
4.1.1.5. Petróleo.....	23
4.1.1.6. Medidas arancelarias	24
4.1.2. Sector comercio	25
4.2. Análisis interno.....	26
4.2.1. Actividades y productos	27
4.2.1.1. Participación de las ventas por línea de producto	28
4.2.2. Mercados y competencia	29
4.2.3. Operaciones	31
4.2.4. Análisis estratégico de la empresa	32
4.2.4.1. Misión	32

4.2.4.2. Visión	32
4.2.4.3. Valores organizacionales.....	32
4.2.4.4. Cinco fuerzas de Porter	33
4.2.4.5. Intangibles.....	34
4.2.4.6. Análisis FODA	35
4.2.5. Análisis de los estados financieros	36
4.2.5.1. Ingresos operativos.....	36
4.2.5.2. Costo de ventas	36
4.2.5.3. Gastos operativos.....	37
4.2.5.4. Gastos financieros	38
4.2.5.5. Utilidad neta	38
4.2.5.5.1. Estructura de activos.....	39
4.2.5.6. Estructura de pasivos.....	41
4.2.5.7. Estructura del patrimonio	42
4.2.5.8. Estructura de capital.....	43
4.2.5.9. Endeudamiento financiero.....	43
4.2.6. Análisis de indicadores	44
4.3. Estimación de flujos de caja proyectados.....	46
4.4. Estimación de las tasas de descuento.....	49
4.5. Estimación de los valores residuales	51
CAPÍTULO 5.....	52
5. VALORACIÓN FINANCIERA DE KINO S.A.....	52
5.1. Simulación de Montecarlo	52
CONCLUSIONES.....	55
REFERENCIAS.....	56
ANEXOS	

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 2.1	Objetivos de la valoración.	4
Cuadro 2.2	Ejemplo del método valor actual ajustado.....	10
Cuadro 2.3	Ejemplo del método flujo de caja libre.....	11
Cuadro 2.4	Ventajas y desventajas de los diferentes métodos de valoración.....	12
Cuadro 4.5	Supuestos para la proyección del flujo de caja.	47
Cuadro 4.6	Flujo de caja proyectado a 5 años.....	48
Cuadro 4.7	Ahorros fiscales proyectados a 5 años.	48
Cuadro 4.8	Inflación pronosticada.	49
Cuadro 4.9	Cálculo de la tasa de la deuda.	50
Cuadro 4.10	Cálculo del valor residual de los flujos.....	51
Cuadro 4.11	Cálculo del valor residual de los ahorros fiscales.	51
Cuadro 5.12	Cálculo del valor financiero de KINO S.A.....	52
Cuadro 5.13	Variables seleccionadas para simulación.	53
Cuadro 5.14	Matriz de correlaciones entre variables	54
Cuadro 5.15	Reporte de simulación.....	54

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1 Desarrollo del PIB trimestral.....	18
Gráfico 4.2 PIB de los países latinoamericanos (variación porcentual inter-anual).....	19
Gráfico 4.3 Proyecciones del PIB.....	19
Gráfico 4.4 Inflación anual: mes de junio.....	20
Gráfico 4.5 Proyecciones de la inflación.....	21
Gráfico 4.6 Distribución de la PEA	22
Gráfico 4.7 Exportaciones totales: enero – junio.	22
Gráfico 4.8 Exportaciones de petróleo de empresas públicas y compañías privadas.	24
Gráfico 4.9 Precios del crudo Oriente y Napo (USD/Barril).....	24
Gráfico 4.10 VAB del comercio	25
Gráfico 4.11 PIB del comercio.....	26
Gráfico 4.12 Evolución de ventas por línea de producto	28
Gráfico 4.13 Principales tiendas por departamentos	30
Gráfico 4.14 Participación de importaciones sobre ventas (millones US\$).....	31
Gráfico 4.15 Desarrollo de los ingresos por ventas.	36
Gráfico 4.16 Desarrollo del costo de venta.....	37
Gráfico 4.17 Desarrollo de los gastos operativos.	37
Gráfico 4.18 Desarrollo de los gastos financieros.....	38
Gráfico 4.19 Desarrollo de la utilidad neta.	38
Gráfico 4.20 Desarrollo y estructura de los activos (millones US\$).....	39
Gráfico 4.21 Desarrollo y estructura de los activos corrientes (millones US\$).....	39
Gráfico 4.22 Desarrollo de propiedad y equipos.	40
Gráfico 4.23 Desarrollo y estructura de los activos no corrientes (millones US\$).....	40
Gráfico 4.24 Desarrollo y estructura de los pasivos (millones US\$).	41
Gráfico 4.25 Desarrollo y estructura de pasivos corrientes (millones US\$).....	41
Gráfico 4.26 Desarrollo y estructura de los pasivos no corrientes (millones US\$).....	42
Gráfico 4.27 Desarrollo y estructura del patrimonio (millones US\$).....	42
Gráfico 4.28 Desarrollo y estructura del capital (millones US\$).	43
Gráfico 4.29 Desarrollo del endeudamiento financiero (millones de US\$).	44
Gráfico 4.30 Desarrollo del EBITDA (millones de US\$).....	44
Gráfico 4.31 Desarrollo del capital del trabajo.	45
Gráfico 4.32 Desarrollo de los índices de rentabilidad.	45
Gráfico 4.33 Desarrollo de los índices de solvencia, liquidez y endeudamiento.	46
Gráfico 5.34 Sensibilidad – valor de la empresa.....	54

RESUMEN

Para el presente trabajo el objetivo principal es obtener el valor financiero de KINO S.A., empresa ecuatoriana del sector comercio. Para lo cual se usaron los instrumentos adecuados y necesarios para realizar un análisis efectivo en lo que a materia de valoración se refiere, logrando de esta manera alcanzar los objetivos propuestos mediante la metodología de valoración que más se acopla a la empresa.

Para una mejor comprensión y orden, se ha dividido en cinco capítulos. En el capítulo uno se presenta la trayectoria de la empresa, los objetivos a cumplir y la razón del por qué se realiza la valoración. En el segundo capítulo se estudian a detalle los diferentes métodos de valoración que existen, además se observan sus ventajas y desventajas. El capítulo tres comprende la justificación, estudio y forma de cálculo de la metodología seleccionada para la valoración que fue el método de descuento de flujo de fondos bajo el enfoque APV. En el capítulo cuatro se efectuó un análisis macroeconómico, sectorial e interno de la empresa KINO S.A., proyecciones del flujo de caja desapalancado y flujo de ahorros fiscales a cinco años adecuado a los supuestos establecidos. Se calculó la tasa de descuentos y valores residuales para cada flujo. Para finalizar, en el capítulo cinco se calculó el valor de la empresa aplicando el método APV, además se incluyó la simulación de Montecarlo que es una técnica que asocia el riesgo con la realidad con la muestra establecida.

Encontrando así que el valor financiero de KINO S.A. mediante el método APV es \$153.165.823, mientras que al aplicar la simulación de Montecarlo se obtiene que el valor esperado de la empresa es de \$152.325.876.

ABREVIATURAS

APV	Adjusted Present Value.
BCE	Banco Central de Ecuador.
BM	Banco Mundial.
BPA	Beneficio por acción.
C/P	Corto Plazo.
CAPEX	Capital Expenditures.
CAPM	Capital Asset Pricing Model.
CKD	Completely Knock Down.
CT	Capital de Trabajo.
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations.
EIU	Economist Intelligence Unit.
FCF	Free Cash Flow.
FMI	Fondo Monetario Internacional.
INEC	Instituto nacional de Estadísticas y Censos.
IPP	Índice de Precios al Productor.
Kd	Tasa del costo de endeudamiento.
L/P	Largo Plazo.
PEA	Población Económicamente Activa.
PER	Ratio precio beneficio.
PIB	Producto Interno Bruto.
PPA	Precio por acción.
ROA	Retorno sobre Activos.
ROE	Retorno sobre el patrimonio.
ROS	Retorno sobre Ventas.
SIC	Superintendencia de Compañías.
SRI	Servicio de Rentas Internas.
Tc	Tasa de cambio.
UODI	Costo del patrimonio después de impuestos.
VAB	Valor Agregado Bruto.
Var	Variación.
VR	Valor Residual.
WACC	Weighted Average Cost of Capital.
WTI	West Texas Intermediate.

CAPÍTULO 1

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

KINO S.A. es una sociedad ecuatoriana que fue creada en Guayaquil en septiembre de 1967. La actividad principal de la empresa es la venta al por menor y mayor de productos para el hogar, cuenta con una extensa cobertura en las principales ciudades del país, con 13 locales en Guayaquil, 5 en Quito y 11 en varias ciudades del país, los que se encuentran situados en los principales centros comerciales y en locales propios.

En los últimos años decide incursionar en la venta en línea a través de su página web, donde los clientes pueden acceder a visualizar la variedad de artículos que se ofertan con sus respectivos precios y características.

Por el historial significativo de la empresa, ha desarrollado su reconocimiento en el mercado con su marca, calidad, variedad, innovación y servicio al cliente, registrando variaciones positivas en sus ingresos en los últimos años.

La empresa posee un nivel de endeudamiento razonable con las instituciones financieras, cumple sus obligaciones a tiempo debido a que no ha tenido eventos negativos. En el 2013 realizó la primera emisión de obligaciones en el mercado de valores por USD \$5 millones.

De acuerdo a la revista Ekos, KINO S.A. mantiene una buena posición entre las 100 principales empresas del país, por sus diferentes estrategias de negocios como: ofertar productos diferenciados en empaque, diseño a precios competitivos, etc.

1.2. Definición del problema

El problema que conlleva a la realización de la valoración financiera a la empresa es la necesidad de cubrir diferentes inquietudes que suelen tener los accionistas, como por ejemplo: ¿Cuál es el valor de la empresa? o si el precio de sus acciones es normal en la bolsa de valores. Este análisis puede ayudar en la toma de decisiones con respecto a la fusión o en la compra-venta de acciones. Dichas incógnitas pueden ser contestadas mediante una investigación de las cualidades económicas de la empresa, que pueden condicionar o no su desempeño, para luego estimar su valor (Villa Pérez & Alonso Sebastián, 2007) (Fernández, 2008).

Se estudiará los diferentes métodos de valoración, con la finalidad de seleccionar un método que se asemeje a las condiciones de la empresa, debido que en la actualidad los accionistas suelen tener diferentes problemas en el momento de establecer un valor a la empresa.

Por lo expuesto anteriormente, se obtiene el valor financiero de KINO S.A. en base a los supuestos que sirven para tomar decisiones futuras para el crecimiento de la empresa.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo general

Obtener el valor financiero de la empresa: KINO S.A.

1.3.2. Objetivos específicos

- Conocer la finalidad y utilidad de la valoración de la empresa.
- Definir el método a utilizar, explicando los detalles del proceso a seguir y los diferentes factores a intervenir.
- Analizar el entorno macroeconómico, sectorial e interno de KINO S.A.
- Emplear el método seleccionado para determinar el valor de KINO S.A.

1.4. Justificación

Realizar la valoración de empresas es importante porque se efectúa el análisis financiero que sirve de guía para los administradores, en las decisiones financieras relacionadas con adquisición de activos fijos, financiamiento y reinversión de capital (De Luna & López, 2001).

KINO S.A. es una empresa posesionada en el mercado con una participación alta por la calidad de sus servicios y productos, son características que han logrado que la empresa se mantenga en constante crecimiento. Invirtiendo no solo en infraestructura sino también en tecnología con el fin de brindar una mejor calidad de servicio y seguir conservando la aceptación en el mercado.

La valoración financiera es un proceso en el que se analiza a la empresa en base a la información existente con el fin de seleccionar el mejor método de evaluación.

CAPÍTULO 2

2. REVISIÓN DE LITERATURA

2.1. Definición y conceptos básicos de la valoración de empresas

Para proceder a determinar el valor de una empresa es importante saber qué es una valoración, cuáles son sus objetivos o fines que se deben tomar en cuenta a la hora de emitir recomendaciones.

2.1.1. Definición de valoración

La valoración es un proceso que determina el valor de las empresas en base a supuestos establecidos, donde sus cifras no suelen ser exactas y únicas porque usan algunos criterios subjetivos y estimaciones de ciertas variables con un margen de error.

No se debe confundir el valor con el precio, porque el precio es determinado por el mercado por una transacción, mientras el valor necesita un estudio complejo para así obtenerlo y proceder a la negociación entre vendedor-comprador (Fernández, 2000, pág. 24 cita a Machado, 1914).

Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores.

En un estudio reciente, García (2013, pág.18) define la valoración “como el proceso por medio del cual buscamos la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica susceptible de ser valorada”.

Fernández (2008) en su libro manifiesta que “la valoración de una organización es una actividad sencilla que requiere de conocimientos técnicos básicos que irán mejorando con la práctica”.

Se debe manejar diferentes aspectos de la empresa a valorar como información histórica contable, variables, entorno económico y situación actual para así fortalecer el criterio a la hora de formular supuestos que sean cuantificables.

Existen dos razones por la cual resulta difícil la valoración de empresas en un mundo globalizado de alta incertidumbre y riesgo, caracterizado por el cambio permanente, la discontinuidad y sorpresa.

Primero las empresas se desenvuelven dentro del fenómeno de la globalización, donde los bienes y servicios se trasladan cada vez con mayor libertad de

una nación a otra, apoyados por los avances tecnológicos que muestran un desarrollo vertiginoso.

En segundo lugar, las empresas se desarrollan en un ambiente tecnológico que permanentemente cambia a una velocidad tan rápida que genera que de modo constante productos y servicios se vuelvan obsoletos en menor tiempo (Amaya, 2010).

2.1.2. Objetivos de la valoración

Existen algunos objetivos de la valoración. Según Fernández (2008), los principales son los siguientes:

Cuadro 2.1 Objetivos de la valoración.

Operaciones de Compra – Venta. <ul style="list-style-type: none"> • Indica el precio máximo a pagar para el comprador; y un precio mínimo para el vendedor.
Valoración de empresas cotizadas en bolsa. <ul style="list-style-type: none"> • Sirve para comparar el valor obtenido con la cotización en el mercado y tomar una decisión de vender, comprar o mantener sus acciones. • Sirve para establecer comparaciones entre empresas valoradas.
Salidas a bolsa. <ul style="list-style-type: none"> • Sirve para justificar el precio de las acciones al público.
Herencias y testamentos. <ul style="list-style-type: none"> • Sirve para comparar el valor de las acciones con otros bienes.
Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa. <ul style="list-style-type: none"> • Valorar una empresa no sólo sirve para determinar una fusión o adquisición, mantener el negocio, clientes sino también para identificar los determinantes principales de su valor.
Planificación estratégica. <ul style="list-style-type: none"> • Tener una mejor visión futura en base a las relaciones que mantiene o abandona con proveedores, competidores, clientes. • Medir el impacto en el negocio de posibles políticas y estrategias de la empresa.

Fuente: Elaborado por autores.

2.2. Métodos de valoración de empresas

El proceso de valoración de empresas lleva a concluir numerosos objetivos, como los señalados anteriormente, para lo cual se han desarrollado varios métodos de valoración que se explican brevemente a continuación.

2.2.1. Métodos basados en el balance

Los métodos basados en el balance surgen de la situación actual de la empresa (vista estática), por lo cual no se considera la evolución o rentabilidad futura de la empresa. En este método se considera que el valor de una empresa radica esencialmente en el balance o activos de la misma (Fernández, 2008).

2.2.1.1. Valor contable de las acciones

El valor contable de las acciones es el costo de los recursos que posee la empresa y se muestran en el balance. Este método tiene la ventaja de fácil uso de análisis, aunque como desventaja en ciertas ocasiones estima valores contables que no son fáciles de liquidar (Romero, 2013).

2.2.1.2. Valor contable ajustado

Este método resulta de los ajustes realizados a los activos y pasivos al precio del mercado. Una de las ventajas es que permite reconocer el motivo del origen o quebranto del valor, como por ejemplo: marcas reconocidas, tecnología, conocimiento del mercado, localización ventajosa, reputación, acceso a recursos escasos, etc. Una de las desventajas es que requiere costos adicionales por peritajes técnicos (Romero, 2013).

2.2.1.3. Valor de liquidación

Es el precio de la organización en el caso de que la gestión sea interrumpida y se decida liquidar. Se procede a la venta de sus activos, pago de pasivos y los diferentes rubros que deben asumir por gastos de liquidación como honorarios a los liquidadores, indemnizaciones, etc., estos gastos se deben descontar del patrimonio neto para así obtener el valor de la empresa.

2.2.1.4. Valor sustancial

Está representado por los precios que la organización debería de incurrir para la creación de la misma con una infraestructura productiva en la situación en la que se está estimando.

2.2.2. Método de múltiplos o comparables

El método de múltiplos o comparables se basa en la búsqueda de ratios específicos que se obtienen de empresas similares. Su inconveniente está en encontrar a organizaciones con características apropiadas, como: clase de producto o servicio, tamaño, modelo de negocio, etc.

Se trata de un método enfocado en conceptos dinámicos, para lo cual se utilizan cuentas del estado de resultados de una empresa y se los ajusta por los denominados múltiplos.

Este método se clasifica de acuerdo a Arranz (2012) en:

2.2.2.1. Múltiplo PER

La relación Precio Beneficio (PER) es un procedimiento de valoración en función de los beneficios que obtiene la empresa, en este caso el principal indicador empleado es la capacidad de adquisición de beneficio (utilidad). La forma de calcular dicha relación es de la siguiente:

Valor de la empresa: Para las organizaciones que cotizan es el precio de capitalización bursátil en un periodo.

Beneficio: Es el beneficio neto alcanzado en un periodo, aunque se sugiere realizar el cálculo del beneficio medio en diversos periodos, ya que este resultado se acerca a la capacidad real que tiene la empresa para generar beneficios.

En consecuencia, el resultado muestra cuantos años se debe tener de beneficios para poder recuperar el valor pagado por la organización.

El cálculo que se tiene que hacer para lograr obtener el múltiplo PER es el siguiente:

Si una empresa tiene un precio por acción (PPA) de \$45 y en el último año se registraba un Beneficio por Acción (BPA) de \$1.90, la relación de P/E en cuanto a la población general sería de 23.68.

$$\text{PER} = \frac{\text{PPA}}{\text{BPA}}$$

Ejemplo de Múltiplo PER

EMPRESA	EMPRESAS COMPARABLES			EMPRESA OBJETIVO	
	PPA	BPA	PER		
A	100	5	20,0	BENEFICIO	7
B	320	17	18,8	*PER	20,7
C	280	12	23,3		
		Promedio	20,7	Valor	145,03

2.2.2.2. Múltiplo EBITDA

El EBITDA (Relación antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) tiene como objetivo determinar la capacidad de la organización en producir beneficios relacionados solo en su actividad.

Mayormente se hace uso del análisis Enterprise Value / EBITDA, se utiliza el valor de la empresa para compararlo con el EBITDA. Para definir el Enterprise Value se suma el endeudamiento financiero neto a la capitalización financiera de la empresa, se consideran únicamente para el cálculo las deudas que cobran intereses y se sustraen cuentas que no crean valor a la empresa como inversiones temporarias (Neffa, 2014).

$$\text{EV}_B = \text{EBITDA}_B \frac{\text{EV}_V}{\text{EBITDA}_V}$$

2.2.2.3. Múltiplo de ventas

Este método mide el valor de la empresa en función de sus ventas (ventas anuales* un numero). Es normal valorar a una pequeña empresa multiplicando por 2 las ventas o por un número distinto dependiendo del valor de mercado. Este método sólo compara empresas de la misma rama industrial. Se puede hacer uso de la siguiente fórmula para el cálculo.

$$\text{sm} = \frac{\text{P}}{\text{S}}$$

Dónde: P= precio por acción en el mercado y S= volumen de venta/número de acciones vigentes.

Luego para determinar el valor V de la entidad, se obtiene el múltiplo medio de ventas de la empresa estudiada hacia la industria correspondiente a la empresa (sm_i) y

se aplica al volumen de ventas de la empresa con la fórmula siguiente, donde sm_i = múltiplo de ventas para la industria y S = volumen de venta/número de acciones vigentes.

$$V = \frac{S}{sm_i}$$

2.2.3. Métodos mixtos

Estos métodos son clásicos, son el primer experimento que permite reflejar y hacer intervenir en la valoración de la empresa el fondo de comercio, que es el valor que tiene la compañía por encima de su valor contable o valor contable ajustado.

La experiencia de los empleados, los contratos y la marca son algunos de los componentes dinámicos conocidos como fondo de comercio. Utilizan el fundamento de la igualdad, donde el valor de la empresa es igual a su valor sustancial más el valor del negocio Arranz (2012).

En la clasificación de los métodos mixtos, el más utilizado es:

2.2.3.1. Método valor medio o indirecto

También conocido como práctico o de Schmalenbach esta trata de incorporar la incertidumbre aproximando el valor de rendimiento al valor sustancial, que es el valor mínimo de la empresa. Se calcula el valor de la empresa por medio de la media aritmética de ambos valores.

Los tipos de incertidumbre son: la pérdida del patrimonio y disminución de beneficios por influencia de las empresas competidoras (Fernández, 2000); (Villa Pérez & Alonso Sebastián, 2007).

Ejemplo: La empresa Brillante S.A. tiene un A = valor de activo neto de \$145, con un B = beneficio neto \$35, y un i = tipo de interés del 12% aproximado, valores en millones.

$$V = \frac{A + B - (iA)}{(2i)}$$

$$V = \frac{[145 + 35 - (12\% * 145)]}{(2 * 12\%)}$$

$$V = \$218.33 \text{ m}$$

2.2.4. Métodos de descuento de flujo de fondos

Son métodos dinámicos, que determinan el valor de la empresa en base a la estimación de los flujos de dinero que genera la compañía en el futuro, para así descontarlos a una tasa de interés adecuada.

Se determina una tasa de descuento para cada tipo de flujo de fondos, donde la tasa es uno de los puntos importantes, porque se asume con riesgos, volatilidades históricas, y en la práctica el descuento mínimo lo fijan las partes interesadas. Es un método que a la hora de realizar una valoración se caracteriza por combinar información contable, como información del mercado de capitales (Fernández, 2000).

El método de descuento de flujo de fondos se clasifica en: Valor actual ajustado (APV) y Flujo de caja libre (FCF).

2.2.4.1. Valor actual ajustado - APV “Adjusted Present Value”

El método APV permite calcular el valor de la empresa sumando: el valor del proyecto sin apalancamiento financiero más el valor presente neto de los ahorros fiscales.

El valor de la empresa sin apalancamiento se obtiene mediante el descuento de los flujos de caja libre, utilizando una tasa de rentabilidad para los accionistas sin deuda, también conocida como “no apalancada”, siendo menor a la tasa de rentabilidad que exigen los accionistas que tienen deuda, debido que éstos últimos asumen riesgo financiero.

Mientras el valor actual de los ahorros fiscales se produce del hecho de financiar a la empresa con deuda, y así realizar un menor pago de impuestos por los intereses correspondientes a la deuda en cada periodo. Para obtener este valor se debe calcular primero el ahorro de los intereses para luego descontarlos a una tasa apropiada (Lacarte, 2012).

Cuadro 2.2 Ejemplo del método APV.

APV SIN CRECIMIENTO PARA LA DEUDA	
Criterio M&M	
Monto de la Deuda	15.7
Tasa de Impuestos	35%
Valor Presente Ahorro de Impuestos	5.5
Vr Presente del FCL Período Relevante	50.3
Vr Presente del Vr de Continuidad	63.4
Valor Presente Ahorro de Impuestos	5.5
VR. OPERACIONES	119.2
Más Inversiones Permanentes	0.7
Más Deudores Largo Plazo	12.8
Menos Pasivos Financieros	(15.7)
Menos Cuentas por Pagar Largo Plazo	(3.3)
Menos Obligaciones Laborales Largo Plazo	(0.4)
VALOR DEL PATRIMONIO	113.3

Fuente: Ejercicio Oscar León, 2001

2.2.4.2. Flujo de caja libre - FCF “Free Cash Flow”

Se obtiene de las actividades operativas sin tener en cuenta la deuda financiera después de los impuestos. Es el dinero que continuaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda es decir no hay cargas financieras.

La razón principal por la cual no se toma en cuenta el efecto deductivo de los intereses en el cálculo de los impuestos para el flujo de caja libre, es para evitar una doble contabilización del apalancamiento financiero, lo cual conduce a una sobreestimación del valor de la empresa, debido que ya fue considerado en el cálculo de la tasa de descuento.

Para obtener el valor de la empresa se descuentan los flujos de caja libres utilizando el coste medio ponderado de capital o “WACC” que es, el promedio entre el coste de la deuda y la rentabilidad exigida de las acciones en base a la estructura financiera de la empresa (Fernández, 2000).

Cuadro 2.3 Ejemplo del método flujo de caja libre

LEONISA S.A.						
VALORACION POR FLUJO DE CAJA LIBRE.						
(Miles de Millones)						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	192.3	209.7	229.5	251.7	276.0	304.3
Costos y Gastos Desembolsables	(156.1)	(170.3)	(186.3)	(204.3)	(224.1)	(247.1)
EBITDA	36.1	39.4	43.1	47.3	51.9	57.2
Menos Depreciaciones	5.1	5.6	6.2	6.8	7.5	8.2
UTILIDAD OPERATIVA	31.0	33.8	37.0	40.5	44.4	49.0
Impuestos aplicados (35%)	(10.9)	(11.8)	(12.9)	(14.2)	(15.5)	(17.1)
UODI	20.2	22.0	24.0	26.3	28.9	31.8
Más Depreciaciones	5.1	5.6	6.2	6.8	7.5	8.2
Más Beneficio Tributario Pérdidas por Inflación	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	3.0
F.CAJA BRUTO	27.2	29.7	32.5	35.6	39.1	43.1
Inversión en Capital de Trabajo	(6.5)	(7.3)	(8.2)	(9.0)	(10.5)	(6.8)
Inversión en Activos Fijos	(5.2)	(5.7)	(6.2)	(6.8)	(7.5)	(8.2)
FLUJO DE CAJA LIBRE	15.5	16.7	18.1	19.8	21.2	28.1

Fuente: Ejercicio Oscar León, 2001.

2.2.5. Métodos de opciones reales

La valoración de opciones es uno de los últimos métodos con relación a valorar a los activos, conocido también como un contrato, que confiere el derecho más no la obligación en el momento de compra o venta del activo.

Existen dos tipos de opciones: las opciones financieras que permiten la negociación en mercados organizados y las opciones reales, que son utilizadas en proyectos de inversión.

Ejemplos de los tipos de proyectos que aplican opciones reales son: materia prima, biotecnología, farmacia y energía. Estos proyectos están sujetos a la incertidumbre tanto del mercado como a la técnica al momento de la inversión del proyecto.

La estimación del valor de las opciones, tanto reales como financieras se puede realizar con el método Black & Scholes o métodos binomiales (Fernández, 2000) y (Lamothe Fernández & Méndez Suárez, 2013).

2.3. Ventajas y desventajas de los diferentes métodos de valoración de empresa

Cuadro 2.4 Ventajas y desventajas de los diferentes métodos de valoración

Métodos	Ventajas	Desventajas
Métodos basados en el Balance	<ul style="list-style-type: none"> • Fácil de emplear. • Documentos justificables • Rápido valor de referencia 	<ul style="list-style-type: none"> • No se considera la evolución o rentabilidad futura de la empresa, de la empresa u otros elementos importantes no contenidos en los estados contables.
Método de múltiplos o comparables	<ul style="list-style-type: none"> • Los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversores. • Útil herramienta para comprobar el valor obtenido mediante el descuento de flujos de fondos. • El mercado rara vez se equivoca. • El valor obtenido es un indicador fiable del valor de una empresa. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dificultad para encontrar compañías 100% comparables. • Diferentes sistemas contables en las naciones. • Distintos grados de información según los requisitos nacionales del mercado de valores. • Pequeñas compañías que no son profundamente analizadas pueden no reflejar el verdadero valor.
Métodos mixtos	<ul style="list-style-type: none"> • Son métodos híbridos que combina información contable. • Recogen el presente y el futuro. • Sirven para valorar el fondo de comercio. • Tienen ventajas competitivas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Son estáticos. • No son muy usados. • No existe unanimidad metodológica para su cálculo.
Métodos de descuento de flujo de fondos	<ul style="list-style-type: none"> • Son dinámicos. • Se utiliza información del balance y flujo de caja. • Se visualiza mejor los componentes. • Flujo de caja libre debería ser la herramienta para determinar el reparto de utilidades. • Su estimación es más realistas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Incorpora componentes subjetivos. • Son sensibles a la tasa descuento. • Sus cálculos son complejos. • Pueden incorporar sesgos en sus proyecciones.
Métodos de opciones reales	<ul style="list-style-type: none"> • Proporciona flexibilidad futura. • Utiliza altas volatilidades en sus variables. • Es recomendable en empresas con situaciones con dificultades. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tienen mucho error en su estimación a corto plazo. • No se realiza con técnicas tradicionales VAN o TIR.

Fuente: (Fernández, 2000); (Villa Pérez & Alonso Sebastián, 2007)

Elaborado por los autores

CAPÍTULO 3

3. METODOLOGÍA

Previo a realizar el análisis financiero de la empresa se procederá a analizar el entorno en el que se desenvuelve la empresa, macroeconómico y sectorial, para de esta forma tener un claro panorama sobre la misma. Con este análisis lo que se busca es tener una base para plantear supuestos para la proyección de flujos de caja.

3.1. Justificación del método de valoración seleccionado

Según lo expuesto en el capítulo anterior, se concluye que el método más adecuado conceptualmente para realizar la valoración de KINO S.A. es el método de descuento de flujo de fondos, el mismo que se centra en las expectativas futuras de la empresa teniendo en cuenta su pasado y su situación presente, este modelo considera el valor del dinero al transcurrir el tiempo, además de la estructura de capital y riesgos a los que se podría exponer la compañía. Dentro del descuento de flujo de fondos el presente trabajo se va a enfocar en el Valor Presente Ajustado (APV). No está de más mencionar que mediante cualquiera de los métodos de descuento de flujo de fondos que se utilice el resultado para el valor de la empresa será el mismo, la diferencia radica en la forma en que se calcula cada uno de ellos.

Este método (APV) posibilita la división del valor formado por las decisiones de financiamiento y el coste producido por la operación de la empresa, además de tomar en consideración el Ahorro Fiscal, esto debido a un menor pago de impuestos ya que considera la deuda financiera. Debido a que la empresa mantiene un nivel de deuda que es creciente en el tiempo, los intereses también crecerán, razón por la cual se asume que la empresa está tomando una política de endeudamiento de que si vence una deuda contrata otra por similar monto.

3.2. Descripción del modelo de valoración seleccionado

Para llevar a efecto la implementación del modelo de descuento de flujo de fondos enfocado en el APV, en esta sección se explicará brevemente los componentes a utilizar.

3.2.1. Flujos de caja esperados

Para obtener los flujos de caja desapalancados, en primer lugar se toma el Beneficio operativo después de aplicar los impuestos y a este resultado se suman las amortizaciones, luego se restan los incrementos en activos fijos (CAPEX) para finalmente y según sea el caso, adicionar o sustraer las variaciones del fondo de rotación. Con esto se puede concluir que el flujo de caja desapalancado es el exceso de flujo de caja que genera una firma después de impuestos, el cual se encuentra disponible para todos aquellos que suministran capital a la empresa por ejemplo accionistas y acreedores. Este componente debe ser cuidadosamente tratado, ya que representa el flujo de fondos que genera la empresa independientemente de cómo esté financiada, además se considera después de impuestos por lo cual la tasa a la que se descuenta no siempre es similar a la tasa que se paga, debido a que el cálculo de esta última tasa es obtenida a partir del resultado operativo.

Para una mejor presentación, los flujos de caja esperados se los separa en dos partes como son el periodo de planificación, que es donde se toma un periodo de 4 o 5 años consecutivos para realizar proyecciones claras y detalladas de los flujos de caja de la empresa. La segunda parte contiene la estimación del valor residual, que es el valor del flujo de caja esperado por la firma luego de realizar la proyección. Para estimar dicho valor residual se puede hacer uso del modelo de crecimiento de Gordon, el cual se calcula con el flujo de caja esperado de la organización en el periodo n con el supuesto de que va a continuar creciendo a un cierto ritmo indefinidamente, de esta manera el valor residual viene dado por el valor presente de la serie de flujos de caja.

3.2.2. Ahorros fiscales por intereses

Este componente se genera concretamente por el menor pago de impuestos que efectúa la empresa por concepto de los intereses correspondientes a la deuda en cada periodo. Los ahorros fiscales por intereses se derivan del hecho de financiar la empresa con deuda, el cálculo consiste en el producto de los intereses de la deuda por la tasa impositiva, el cálculo se debe realizar para las dos partes mencionadas en el inciso anterior (periodo de planificación y valor residual).

3.2.3. Tasas de descuento

Existe un gran número de tasas de descuento, la diferencia radica en aplicar este componente dependiendo del tipo de flujo que se vaya a actualizar. A continuación se muestran las tasas a aplicar en los dos componentes estudiados anteriormente:

Para descontar los flujos de caja desapalancados se utiliza la tasa de rentabilidad exigida para la empresa (por los accionistas), esto previo a suponer que la empresa no posee deudas, la tasa se denomina no apalancada cuyo resultante es menor a la rentabilidad que los accionistas exigirían en caso de existir deuda en la estructura de capital de la empresa. Una opción para calcular esta tasa es mediante el modelo de valoración de activos financieros (CAPM), para lo cual se plantea una ecuación sencilla que consiste en sumar el producto de una prima por el riesgo al que se expone la inversión en el activo más el rendimiento libre de riesgo, dependiendo de la beta desapalancada de la firma se debe variar la prima de riesgo.

Los ahorros fiscales por intereses son descontados de acuerdo a la tasa del costo de endeudamiento (K_d), se efectúan realizando una media ponderada del costo de todas las obligaciones financieras que posea la compañía.

Una vez detallados los componentes a tener en consideración para el cálculo de la valoración de la empresa basado en el modelo de descuento de flujos de fondos orientado al valor presente ajustado APV, se enlista una serie de pasos para obtener dicho cálculo.

1. Analizar el macro y micro entorno de la compañía para estimar de mejor manera las diferentes variables y rubros que incidan en el desenvolvimiento de la misma, tales como: tasas de crecimiento, flujos de caja proyectados y los diferentes escenarios.
2. Determinar los flujos de fondos desapalancados y los ahorros fiscales.
3. Establecer el valor residual para los flujos y ahorros fiscales.
4. Con la tasa de recursos propios desapalancados, se descuenta los flujos de fondo y el valor residual.
5. Con la tasa de costo de endeudamiento, se descuenta los ahorros fiscales de acuerdo a la tasa de costo de endeudamiento.
6. Realizar la suma de los valores actuales calculados del flujo de caja desapalancado, valor residual y ahorros fiscales.

Finalmente se realizará la simulación de Montecarlo que consiste en trabajar con una serie de números aleatorios a través de una o más distribuciones de probabilidad para utilizarlas en una simulación y así predecir el comportamiento de una variable aleatoria de interés, que en este caso será el valor de la empresa.

Lo que se busca con este cálculo es obtener una distribución de probabilidad para el valor de la empresa, con intervalos de confianza y análisis de sensibilidad con respecto a las variables de entrada.

3.3. Fuentes de información

Las fuentes de información a utilizar en la aplicación de este método serán las siguientes:

En lo referente al análisis externo de la compañía, se consultará información contenida en la web de varias entidades como: Banco Mundial (BM), Fondo Monetario internacional (FMI), Servicio de Rentas Internas (SRI), Banco Central de Ecuador (BCE), Instituto nacional de Estadísticas y Censos (INEC), Economist Intelligence Unit (EIU). En tanto para el cálculo de las tasas de descuento, se hará uso de información propagada en diversos sitios web para consultas de tasas y primas de riesgo y betas referenciales de la industria.

Mientras que, para el análisis cuantitativo de la empresa, se recurrirá a la información contable de carácter público correspondiente a los últimos cinco ejercicios a través de la información recopilada de las bases de datos de la Superintendencia de Compañías (SIC) y de la Bolsa de Valores.

CAPÍTULO 4

4. ANÁLISIS DE KINO S.A.

4.1. Análisis externo

De acuerdo con el Banco Mundial, luego de recuperarse de la crisis global del 2008-2009, la economía ecuatoriana ha registrado una desaceleración en las tasas de crecimiento en los siguientes años: 2012, 2013 y 2014, sus tasas de crecimiento son: 5.2%, el 4.6% y el 3.8%, respectivamente. Se pronosticó que en el 2015 será un 1.7%.

La caída significativa del precio del petróleo en los últimos meses, reduce a su vez la producción petrolera, por otro lado la apreciación del dólar ha afectado gravemente a la balanza comercial y a la financiación de la inversión pública, la competencia de las exportaciones ecuatorianas.

Esta situación conllevó a desautorizar el incremento salarial al sector público y ampliar la deuda con China para así mantener las políticas fiscales expansivas y reducir el riesgo sobre las reservas del Banco Central de Ecuador. Mientras en el sector laboral se observa una mejora, pero la inflación continúa en ascenso por los diferentes factores que afectan a la economía.

4.1.1. Contexto macroeconómico

El Fondo Monetario Internacional pronosticó un crecimiento económico global de 3.5% para el 2015, mientras que América Latina alcanzará el 0.9% aproximadamente este año. La Reserva Federal en enero del 2014 señaló que los mercados financieros mejorarían frente al estímulo monetario y así las economías más desarrolladas evolucionarán favorablemente.

Mientras el Banco Mundial manifiesta que tras este débil progreso mundial se encuentran tendencias cada vez más divergentes con una importante participación para el crecimiento global. En Estados Unidos y Reino Unido el mercado laboral mejora y su política monetaria sigue muy flexible. La zona del euro y Japón está experimentando una desaceleración, pero con un crecimiento lento pero a la vez robusto del 7.1% para este año.

Se consideran cuatro factores como riesgo en las perspectivas que no conllevan al crecimiento, son: la debilidad en el comercio mundial, la volatilidad del mercado

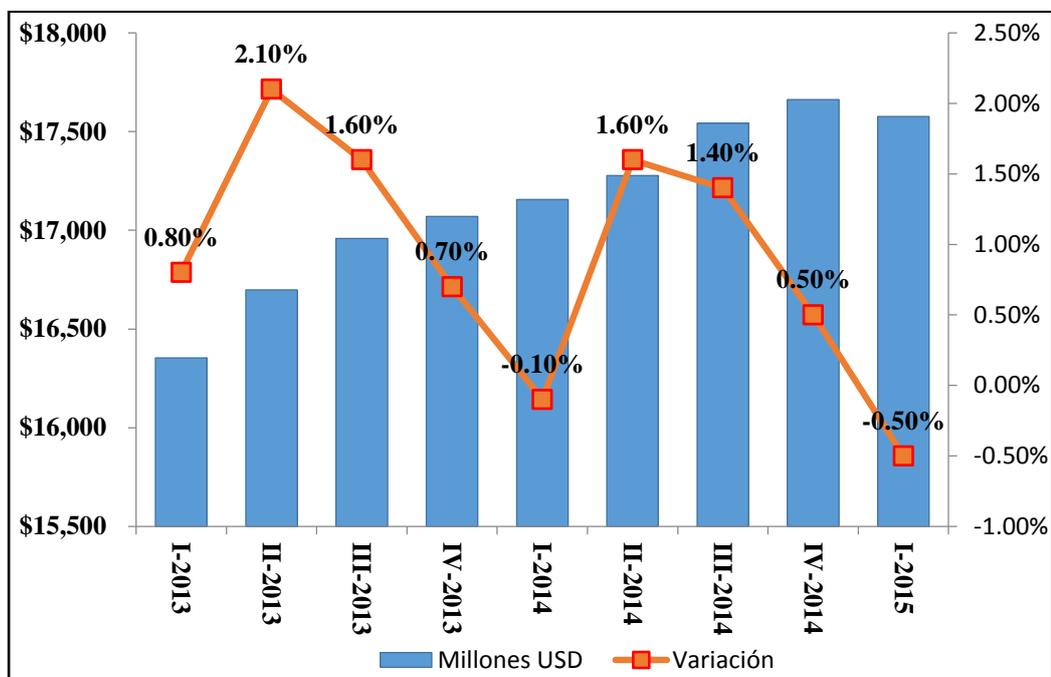
financiero en relación a cambios en las tasas de interés, los precios bajos del petróleo en los países productores y la deflación en la zona Euro o en Japón.

Mientras la economía local e internacional depende de manera directa de la evolución del precio del petróleo, en especial los países exportadores como Ecuador.

4.1.1.1. Producto Interno Bruto - PIB

Durante el año 2015, en el primer trimestre la economía ecuatoriana presentó un decrecimiento económico del -0.50 % en relación al trimestre anterior, explicado por el comportamiento del VAB no petrolero que registra un decrecimiento de -0.6% y por el aumento del VAB petrolero en 1.5%.

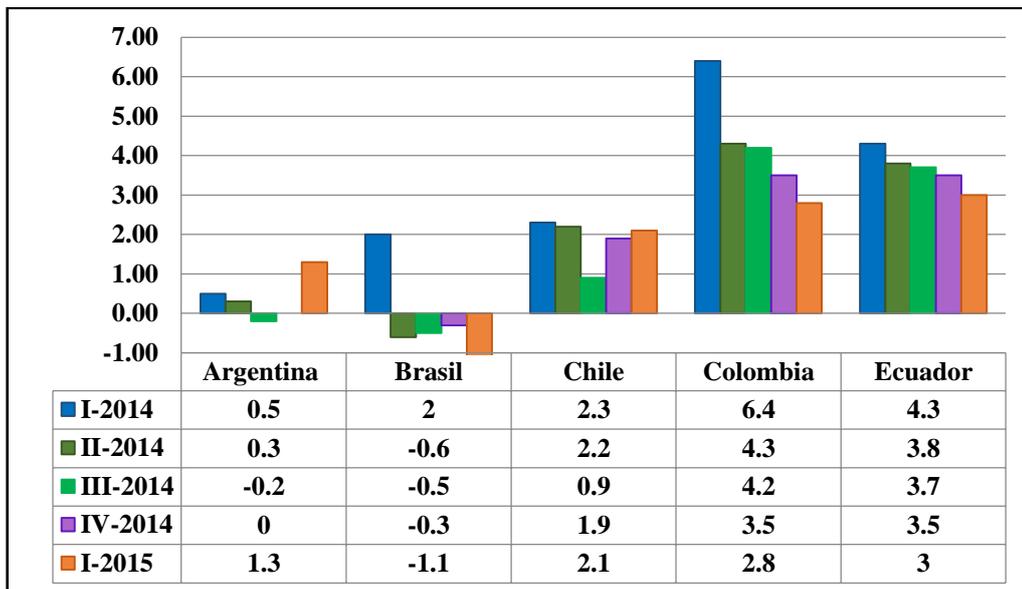
Gráfico 4.1 Desarrollo del PIB trimestral.



Fuente: Banco Central del Ecuador.

Durante el primer trimestre del 2015 el PIB del Ecuador en comparación con países latinoamericanos se ha mantenido en relación a Colombia y ha superado a Argentina, Chile y Brasil.

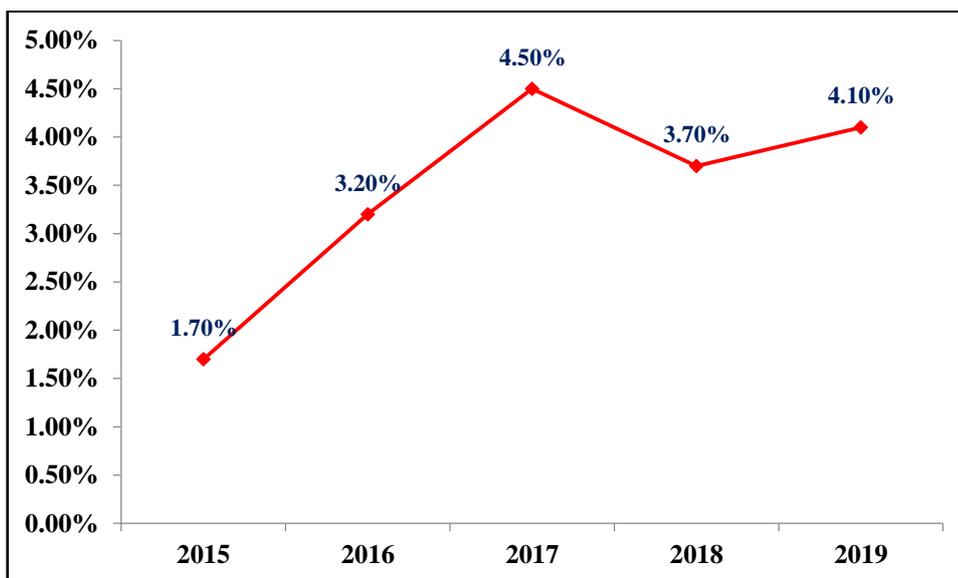
Gráfico 4.2 PIB de los países latinoamericanos (variación porcentual inter-anual)



Fuente: Banco Central del Ecuador

En un estudio reciente Economist Intelligence Unit, se estima que el crecimiento del Ecuador será débil en el 2015 por la caída del precio del petróleo, debido a que este rubro representa alrededor de la mitad de los ingresos para el país y un tercio para los ingresos fiscales.

Gráfico 4.3 Proyecciones del PIB



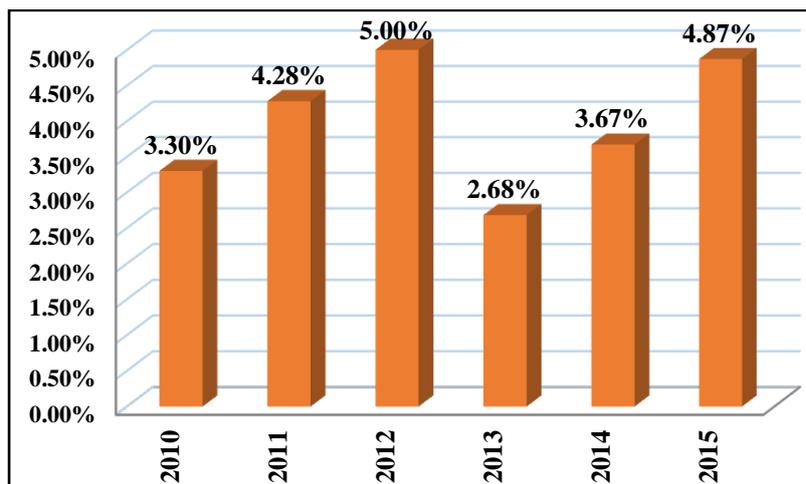
Fuente: Economist Intelligence Unit

4.1.1.2. Inflación

En el reporte de junio del 2015, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), registro la inflación mensual en 0.41% y en el mismo mes del 2014 (0.10%).

La inflación anual se registra en 4.87% en el 2015 y la acumulada en 3.08%, mientras en el mismo mes del 2014 la anual en 3.67% y la acumulada 1.90%.

Gráfico 4.4 Inflación anual: mes de junio.



Fuente: INEC

Las ciudades con una menor inflación mensual son: Santo Domingo con 0.32%, Manta con 0.28%, Machala con 0.20%, Cuenca con 0.18%, Esmeraldas con 0.07% y Loja con -0.05%, mientras que las ciudades de Ambato con 1.08%, Guayaquil con 0.49% y Quito con 0.44% superan la inflación nacional de 0.41%.

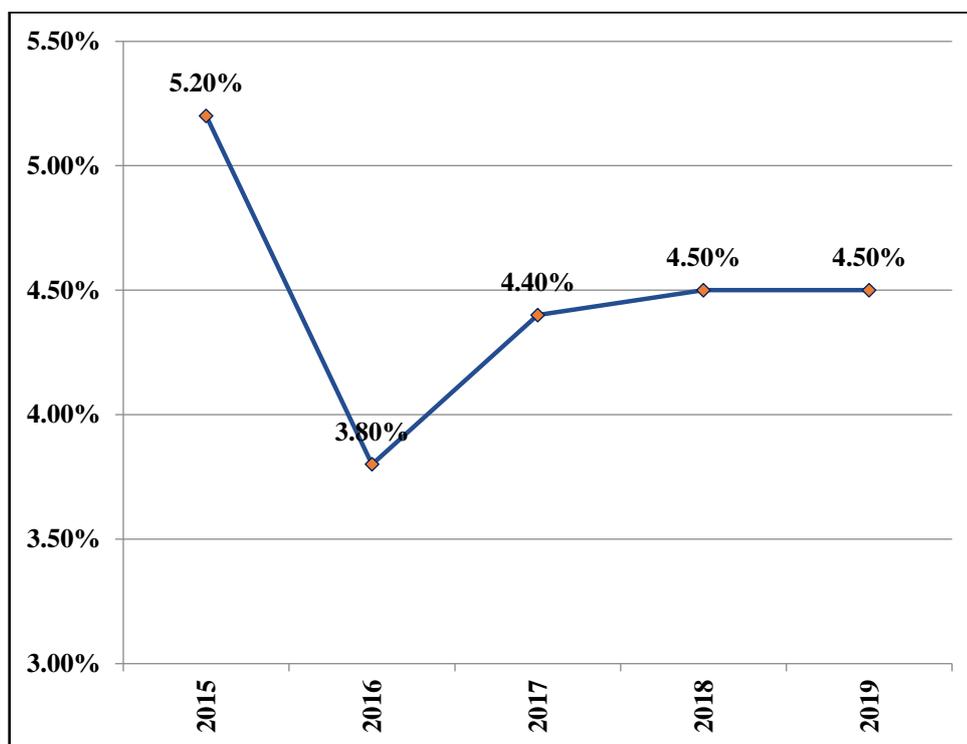
Se analizaron un grupo de 16 países siendo la mayoría de América Latina donde el promedio de la inflación es 4.06%, Paraguay con 3.60%, Perú con 3.56%, Honduras con 3.20% ubicándose debajo del promedio, sucede lo contrario con Colombia con 4.46%, Chile con 4.60% y Ecuador con 4.87% que se encuentran por encima del promedio.

Actualmente la canasta básica alcanza un valor de \$666.92 y el ingreso familiar (1,6 perceptores) es de \$660.80, con una cobertura del presupuesto familiar del 99.08%.

El Índice de Precios al Productor (IPP) en junio del 2015 alcanzó un valor de \$1,795.93 con una variación anual de 3.75%, proporción superior en relación al año 2014 (USD \$1,730.97), con una variación anual de 2.57%, debido a la mayor variación en agricultura, silvicultura y pesca (5.47%).

En el reporte realizado por Economist Intelligence Unit proyectan que la inflación aumentara en un 40.54%, por las salvaguardias establecidas en el país, afectando al consumo de la canasta básica.

Gráfico 4.5 Proyecciones de la inflación



Fuente: Economist Intelligence Unit

4.1.1.3. Empleo y desempleo

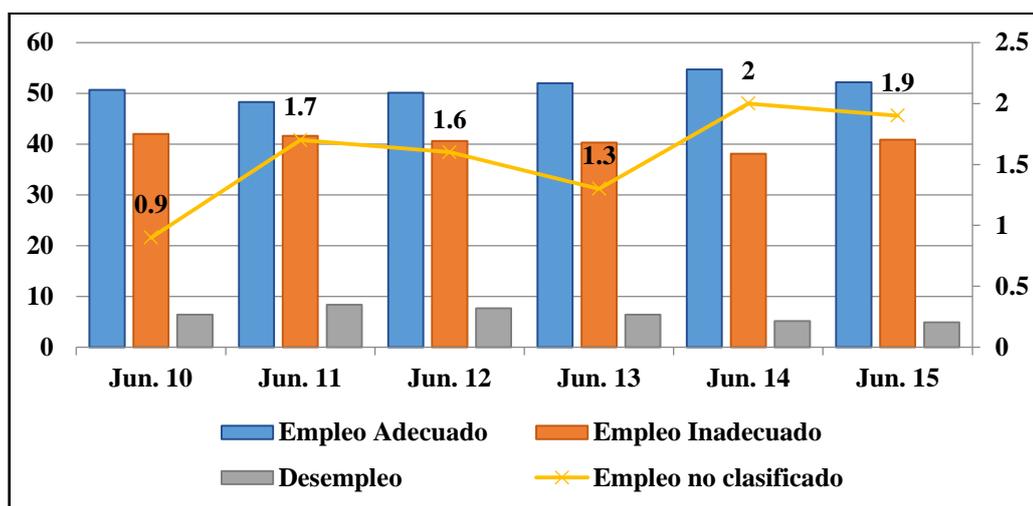
El INEC en el mes de junio del 2015 determina que, el 69.30% de la población total está en edad de trabajar y el restante son menores de 15 años. De la Población Económicamente Activa (PEA), el 95.53% se encuentra con empleo y el 3.47% está desempleado.

La tasa de empleo adecuado para Guayaquil se incrementó en 1.24% puntos en relación al año anterior. Mientras en Cuenca y Machala hubo una disminución de 5.84% y 2.22% respectivamente en comparación al año 2014.

El INEC analiza que la tasa de empleo global disminuye en 0.01 puntos porcentuales para las mujeres y aumenta en 0.38 puntos porcentuales para los hombres. El ingreso laboral promedio de un hombre con trabajo es de \$519.61 mientras para una mujer es de \$418.17 USD. El desempleo entre junio del 2014 y 2015, registró una disminución en 0.38 % en los hombres y aumento en 0.01% en las mujeres.

Al analizar la estructura de la PEA urbana, se puede observar que en junio del 2015, la tasa de empleo adecuado representó el 52.2%, la tasa de empleo inadecuado el 40.9%, la tasa de desempleo el 4.9% y finalmente, en mínimo porcentaje los empleados no clasificados (1.9%).

Gráfico 4.6 Distribución de la PEA

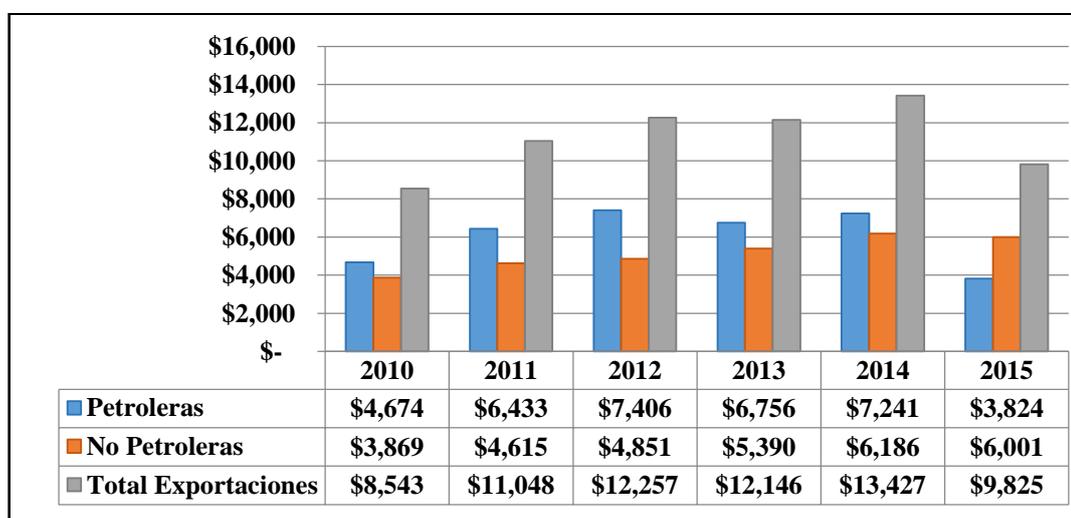


Fuente: INEC

4.1.1.4. Balanza comercial

En el primer trimestre del 2015 se registró un saldo de USD -1,217 millones de déficit y en el 2014 fue de USD 669 millones de superávit en la balanza comercial. Mientras la balanza comercial total en junio del 2015 registró un déficit de USD -118 millones, 215.4% comparado en marzo del 2014 que fue de USD 161 millones.

Gráfico 4.7 Exportaciones totales: enero – junio.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Las exportaciones de productos primarios decrecieron un 30.84% al compararlos en los meses de enero a junio de 2015 vs 2014, mientras los industrializados decrecieron un 5.59%, y las exportaciones petroleras decrecieron en 47.18%, alcanzaron USD 3,824 millones, representado 11,092 miles de toneladas en el mismo periodo.

Las exportaciones no petroleras crecieron un 2.99% en el periodo de enero a junio de 2015, el país exportó USD 6,001 millones que representan 4,832 miles de toneladas, mientras la exportación de productos tradicionales creció un 1.85% y los productos no tradicionales decreció un 7.92%.

El sector banano y plátano fue considerado como el principal sector de exportación con un 24.66%, seguido de la acuicultura con un 18.91%, mientras la pesca y flores con el 11.80% y 8.03% respectivamente. Sumando este grupo el 63.40% de las exportaciones no petroleras.

Mientras las importaciones por uso o destino económico, de enero a junio del 2015, muestran una disminución en el siguiente grupo: productos diversos en -30.6%; bienes de consumo en -9.4%; combustible y lubricantes en -8.2%, materia prima en -7.2% y bienes de capital en -6.1%.

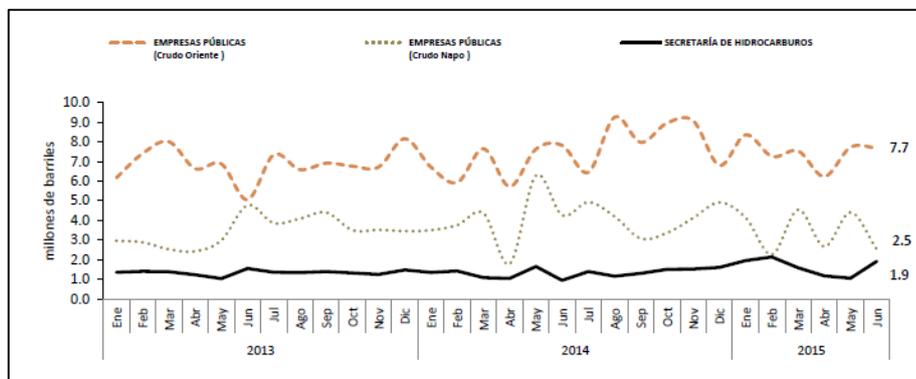
4.1.1.5. Petróleo

La producción nacional de crudo entre enero y junio del 2015 decreció en -1.0% en comparación con el año 2014 y las exportaciones de crudo en junio fueron 12.2 millones de barriles, 6.8% menos en relación con el 2014.

La producción diaria de crudo para las empresas públicas alcanzó un promedio de 421.9 mil barriles siendo el 82,6% perteneciente a la producción de Petroamazonas EP y el 17,4% restante a la operadora Río Napo.

En las compañías privadas la producción fue de 119.1 mil barriles siendo menor en relación al 2014 donde la producción fue de 119.6 mil barriles diarios.

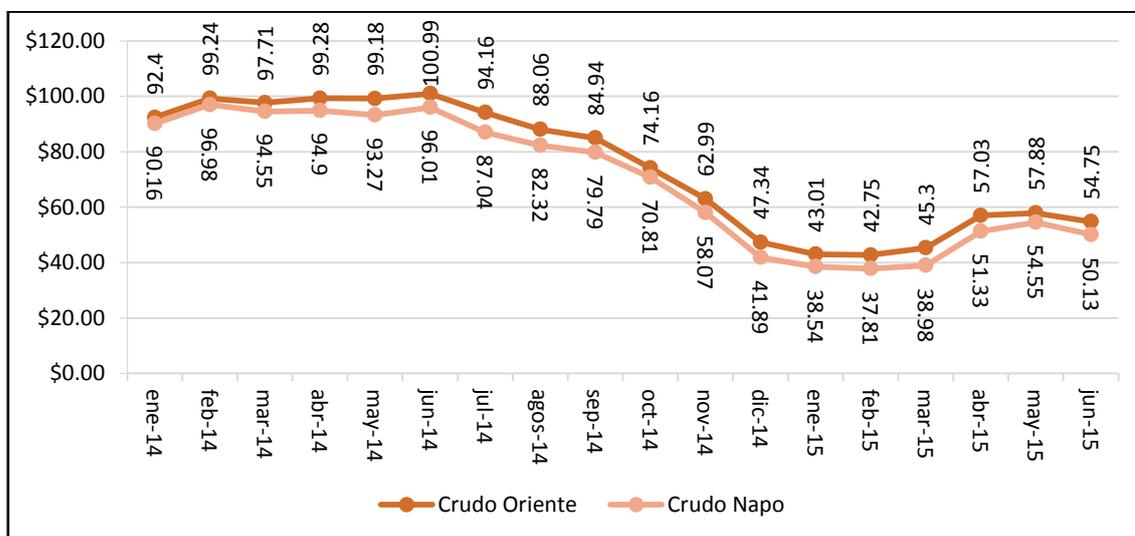
Gráfico 4.8 Exportaciones de petróleo de empresas públicas y compañías privadas. Millones de barriles.



Fuente: EP Petroecuador

El West Texas Intermediate (WTI) en el mes de junio alcanzó un valor promedio de 59.8 USD/barril, mostrando un reducción del -43.2% con relación al 2014. Los precios del crudo Oriente y Napo registraron un decrecimiento de -45.8% y -47.8% respectivamente, en comparación a junio del 2014.

Gráfico 4.9 Precios del crudo Oriente y Napo (USD/Barril).



Fuente: Banco Central del Ecuador.

4.1.1.6. Medidas arancelarias

El país al ser afectado por la crisis petrolera busca alternativas para mejorar dicha situación, adopta un modelo con salvaguardias para desincentivar las importaciones, evitar la salida de divisas y generar ingresos al fisco.

Es un modelo de aranceles que apunta a dar una estabilidad al sistema financiero con una expectativa de 15 meses para contribuir a tener nuevamente un superávit en la balanza de pagos pero con un efecto secundario con respecto al nivel inflacionario.

Los montos de los aranceles son del 5%, se aplican a bienes de capital y materias primas no esenciales; el 15% para bienes que tengan una sensibilidad intermedia; un 25% a llantas, cerámica, CKD de televisores y motos y un 45% para bienes de consumo final.

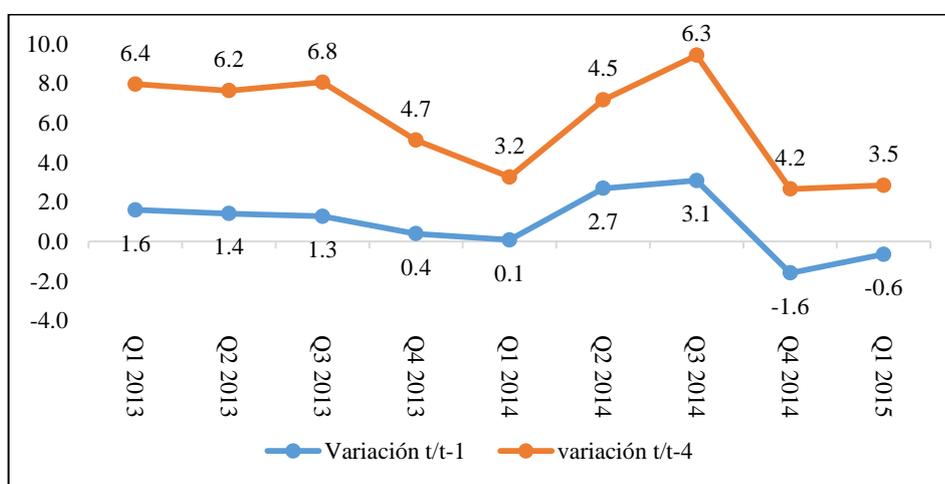
4.1.2. Sector comercio

El informe del Banco Central del Ecuador no considera al “comercio (al por mayor y menor)” como una de las principales actividades que contribuye al crecimiento del país debido que su participación en el Producto Interno Bruto (PIB) decreció en -0.6% en el primer trimestre del 2015, y mostrando un comportamiento variable acorde a los efectos de la economía total en un crecimiento promedio del 3,0%.

En el año 2013 el PIB tuvo un crecimiento económico de 4.64% mientras en el 2014 decreció en 3.8%, la variación real en el sector comercio fue del 6.02% y 4.57% respectivamente, siendo unas de las principales actividades en la economía ecuatoriana.

El Valor Agregado Bruto del comercio (VAB) (al por mayor y menor) mostró un decrecimiento trimestral de -0.6% con respecto al trimestre del año anterior y una variación interanual de 3.5%.

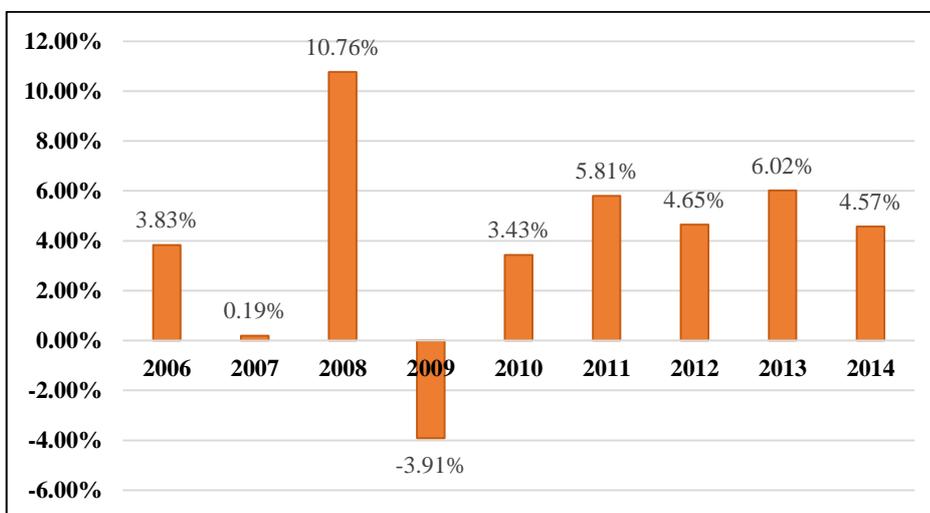
Gráfico 4.10 VAB del comercio
Precios de 2007, tasas de variación.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Gráfico 4.11 PIB del comercio

Precios de 2007, tasas de variación anual.



Fuente: Banco Central del Ecuador

En el sector comercio, el PIB denota un leve crecimiento debido a la variación del precio del petróleo, esperando que a partir del 2016 todo se estabilice debido a que algunas empresas fueron afectadas por medidas establecidas ante esta situación.

Siendo el comercio unas de las principales actividades que aporta al crecimiento económico, donde el mercado se ha expandido por los diferentes avances tecnológicos, provocando que la producción nacional se fortalezca para captar parte del mercado y competir en el exterior para así mejorar la balanza de pagos.

Una de la medidas son las salvaguardias que afectan directamente a ciertos productos importados de otros países, la empresa a evaluar se dedica a la venta de productos en su mayoría importados de muebles y decoración, pero también fabricados en Ecuador. Esta medida ha provocado una variación en el precio de venta al consumidor y por ende a las ventas de la compañía e inflación.

4.2. Análisis interno

La compañía KINO S.A. se estableció en Guayaquil en el mes de septiembre de 1967 con el nombre de Kino Cía. Ltda., el mismo que se modificó en noviembre de 1991 a su presente denominación. Se dedica principalmente a la comercialización de productos para el hogar al por mayor y menor.

4.2.1. Actividades y productos

Kino S.A. se dedica a comercializar mercadería al por mayor y menor, cuenta con una amplia experiencia en el mercado gracias a su dedicación por más de tres décadas, años en los cuales ha logrado estabilizarse en el mercado; con grandes locales individuales y otros ubicados en centros comerciales que permiten ofertar sus productos a los clientes y afianzarse a los distintos estratos socioeconómicos.

El amplio portafolio de productos con los que cuenta la empresa, se encuentran divididos de la siguiente manera:

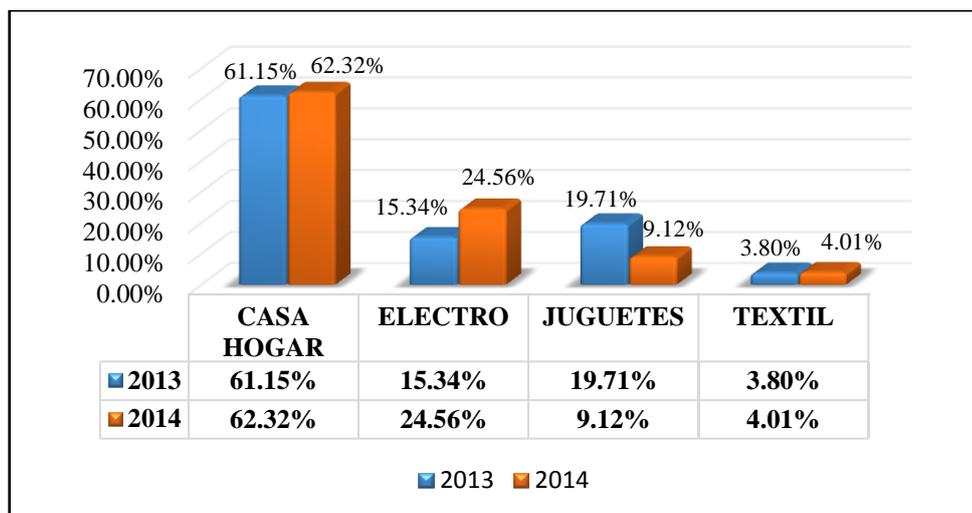
- **Casa Hogar**, compuesto por una gran gama de artículos para el hogar, por ejemplo:
 - Adornos de decoración.
 - Utensilios de baño, cocina y comedor.
 - Productos para limpieza y mascotas.
 - Máquinas y equipamiento para ejercitarse.
 - Plásticos, que contiene diversos artículos fabricados en plástico para emplear en el hogar como: vajillas, bandejas, viandas, etc.
 - Plásticos industriales, abarca productos fabricados empresarialmente como: botas, gavetas, pallets, baldes, etc. Además de muebles plásticos como: mesas, sillas, cajoneras, bancos, etc.
 - Artículos de ferretería, entre otros.
- **Juguetes**, se forma por una gran cantidad de objetos como:
 - Muñecos
 - Carros
 - Bicicletas
 - Pistas de autos.
 - Juegos educativos.
 - Instrumentos de música.
 - Para el aire libre, playa, a batería y más.
- **Electro**, abarca:
 - Electrodomésticos línea blanca.
 - Audio: equipos de sonido, parlantes, etc.

- Video: TV, dvd, etc.
 - Aire acondicionado.
 - Celulares, tablets.
 - Aparatos tecnológicos, entre otros.
- **Textil**, que incluye:
- Prendas de vestir
 - Edredones y sábanas
 - Mantelería
 - Cojines
 - Toallas
 - Alfombras y más.

4.2.1.1. Participación de las ventas por línea de producto

En el cuadro 4.12 se presenta el desarrollo de las ventas de KINO S.A. durante los años 2013 y 2014 clasificado por línea de producto. Claramente se puede observar la gran diferencia porcentual en la demanda de la línea casa hogar 62,32% de las ventas totales del año 2014, siguiendo una tendencia creciente con respecto al año 2013 (61,15%), de la misma manera la línea Electro y Textil crecieron en participación en este periodo (a 24,56% y 4,01%, respectivamente en 2014), mientras que disminuye de manera considerable la participación de la línea juguetes (de 19,71% a 9,12%).

Gráfico 4.12 Evolución de ventas por línea de producto



Fuente: Informe de ventas por sublínea de la empresa

4.2.2. Mercados y competencia

Kino S.A. cuenta con una amplia cobertura en las mayores ciudades del país, incluyendo 13 locales en Guayaquil, 1 en Durán, 5 en Quito y 10 en diferentes localidades de diversas provincias del país, muchos de los cuales se encuentran ubicados en centros comerciales de las ciudades. En la actualidad, la empresa también realiza ventas vía telefónica con entrega a domicilio inclusive y mediante su web.

La compañía cuenta con una importante diversificación en su cartera de clientes, debido a la actividad comercial a la que se dedica que primordialmente es venta al detalle y atención al público objetivo. A causa de la regulación que actualmente impide la emisión de tarjetas de crédito por parte de casas comerciales, KINO suspendió la circulación de su tarjeta, ahora ofrece crédito a sus clientes por medio del crédito directo, el mismo que en el último año representó más del 50% de las ventas. En la actualidad la empresa cuenta con más de 180,000 clientes vigentes (con línea de crédito aprobada) en la rama personal de los cuales más de la mitad se encuentran activos y aproximadamente 250 clientes vigentes en el área empresarial (30% con compra). Dentro de la cartera de clientes empresariales de la firma se puede encontrar diferentes empresas dedicadas a diversas actividades económicas como por ejemplo: Omnibus BB S.A., Corporación el Rosado S.A., Junta de Beneficencia de Guayaquil, Galapesca S.A., Corporación Farmayala S.A., entre otros.

Competencia

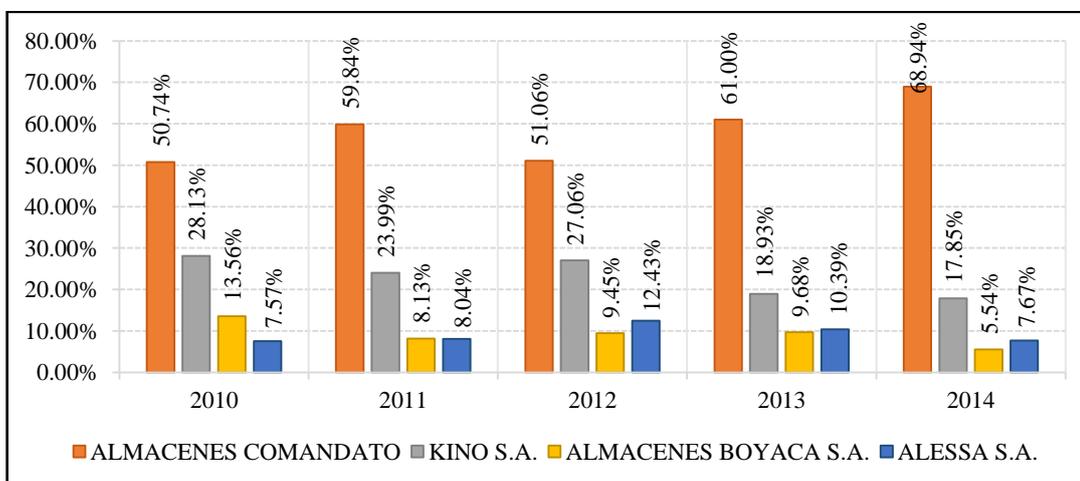
Al momento de analizar la competencia se torna un tanto confuso, debido a que realmente no existe competencia que se desenvuelva exactamente en las mismas líneas de KINO, por lo cual, para de alguna manera realizar el estudio de la competencia se toma en consideración una característica común entre varias empresas que será tomar como competencia a las empresas que se destaquen por ofrecer a los consumidores principalmente productos para el hogar a consecuencia de que, según se mostró anteriormente es la línea en la que la compañía destaca sus ventas. A nivel general esta línea (hogar) se ha modernizado y desarrollado progresivamente lo cual ha sido aprovechado por las empresas que cuentan credibilidad y fuerte posición financiera para ganar participación en el mercado.

En los últimos años la economía en general ha evolucionado de forma positiva, lo cual ha incidido para que el mercado de tiendas por departamento muestre un

considerable desarrollo, así mismo el sector comercio que según un estudio realizado por la revista EKOS ha tenido un próspero crecimiento en los últimos años siendo el resultado de la mayor capacidad de compra de los hogares y el Gobierno. La demanda en el mercado de tiendas por departamento ha incrementado, lo que ha provocado que los competidores en este segmento aumenten sus estrategias de competencia, con el fin de tener cobertura en la mayoría de centros comerciales de las principales ciudades del país como Guayaquil, Quito o Cuenca. Basado en información publicada por el SRI de los últimos cinco periodos fiscales, se obtuvo el impuesto a la renta causado de los principales competidores de este sector, con este indicador se tratará de deducir aproximadamente el nivel de ventas que cada una ha tenido en el sector. Se evidencia que la Compañía General de Comercio y Mandato S.A. (Almacenes Comandato) tiene una ventaja muy notoria en todos los periodos de análisis, frente a sus tres competidores dados por Almacenes Boyacá S.A., Alessa S.A. (Almacenes Estuardo Sánchez) y KINO S.A.

Gráfico 4.13 Principales tiendas por departamentos

Impuesto a la renta causado 2010 - 2014



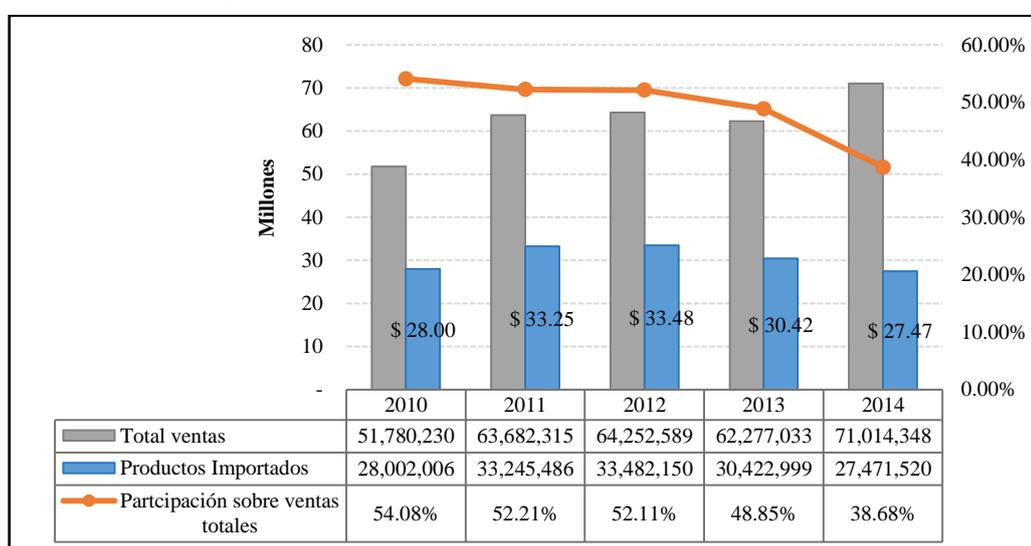
Fuente: Servicio de Rentas Internas

Según indicación previa, KINO S.A. conserva un buen posicionamiento en lo que a tiendas por departamento se refiere, es así que se ubica a nivel nacional entre las doscientos cincuenta mejores empresas en capacidad de ventas.

4.2.3. Operaciones

La oferta de KINO S.A. comprende la venta de productos nacionales e importados. Como se muestra en el gráfico 4.14, la participación de productos importados sobre las ventas totales refleja una tendencia decreciente al transcurrir el tiempo, en el año 2014 estos productos tuvieron una participación del 38,68% disminuyendo en más de diez puntos porcentuales con respecto al año 2013 (48,85%). Entre las principales firmas proveedoras del exterior se encuentran: Twin International Corp., Cheapside Limited, General Appliances and Electronics, May's Zona Libre, entre otros, los cuales son provenientes de países como Estados Unidos, Panamá, China, etc.

Gráfico 4.14 Participación de importaciones sobre ventas (millones US\$)



Fuente: Informe de ventas de la empresa

La compañía mantiene una extensa diversidad de artículos tratando de esta manera de cubrir las necesidades del mercado local, para lo cual mediante el área de compras se efectúan las correspondientes transacciones con adecuada anticipación teniendo siempre en cuenta la satisfacción de los clientes. La empresa brinda a sus clientes facilidad de pago a través del uso de crédito directo, para ello existen ciertas políticas establecidas tanto para personas jurídicas como naturales a las cuales se deben acoger para obtener dicho crédito. El monto de crédito asignado a cada cliente se estima mediante tablas establecidas en el sistema de scoring. Con el fin de conservar una cartera sana se han fijado procedimientos internos a seguir por parte de las diferentes áreas del departamento de crédito directo.

La empresa ha conseguido su posición actual gracias a que en los últimos años ha incursionado en ofrecer productos que se diferencien por su empaque y diseño, esto como una estrategia de negocios, además de fijar precios que puedan competir en el mercado y proponiendo a sus clientes el uso del crédito directo. Gracias a la historia que mantiene la compañía, principalmente en la ciudad de Guayaquil, en el mercado en que se desenvuelve es muy reconocida y su marca ha logrado tomar posicionamiento en la mente de las personas además de aprovechar la variación positiva que ha presentado el sector comercial para ejecutar planes de crecimiento.

KINO S.A. cuenta con suficiencia para la distribución, entrega y comercialización de sus productos y se respalda en su fortaleza, ya que dispone de procesos que van acorde a estándares de calidad, originalidad y diversidad en los productos y atención al cliente.

4.2.4. Análisis estratégico de la empresa

4.2.4.1. Misión

Ser reconocidos por nuestros clientes como la mejor tienda por departamentos de artículos para el hogar, por su variedad, calidad, precios y excelente nivel de servicios al cliente.

4.2.4.2. Visión

Ser líderes como tiendas por departamentos en la comercialización de artículos para el hogar.

4.2.4.3. Valores organizacionales

- **Honestidad:** Siempre la verdad, velar por custodia y buen uso, de bienes y mercaderías de la compañía y tener coherencia entre el discurso y la acción, dentro de los principios y normas establecidas por la organización.

- **Respeto:** Reconocer e integrar las diferencias individuales en el logro de un objetivo común, sin imponer las decisiones sobre otros, aceptando la diversidad y la diferencia, pero sobre todo entendiendo que por el hecho de ser humanos merecemos respeto.

- **Confianza:** Es lo que la organización inspira a sus empleados, a través de la conducta de sus jefes y directivos. Se funda en la consistencia entre lo que se dice y se hace. Esto se transforma en una actitud de servicio al cliente.

- **Lealtad:** Ser leal y solidario con la empresa, cumpliendo los principios y valores que orientan nuestra actividad comercial.

- **Puntualidad:** Respeto al tiempo personal y al de los demás. Esto significa que se debe estar a tiempo para la llegada al trabajo, entrega de requerimientos, cita con clientes, realización de reuniones, salidas, etc.

- **Servicio al cliente:** Todos los que conforman la empresa deben atender con vocación las necesidades del cliente y satisfacer sus expectativas. Se entiende por “cliente” tanto a los externos como los internos.

4.2.4.4. Cinco fuerzas de Porter

- **Poder de negociación de los clientes**

Moderado poder de negociación debido al posicionamiento en el mercado que mantiene la empresa lo cual influye en la decisión de compra en determinado almacén.

El costo monetario de cambio para el cliente es bajo, sin embargo existe un factor psicológico asociado a la familiaridad y confianza que hace que los clientes desarrollen lealtad cuando son bien tratados en todo los aspectos como un buen trato, ofertas especiales, productos de calidad, etc.

- **Poder de negociación de los proveedores**

El poder de negociación de los proveedores en general es baja, ya que la industria de almacenes por departamentos representa una gran demanda, por lo cual son ellas las que ponen las condiciones en el negocio, clasifican y eligen con que proveedor trabajar.

Aunque hay casos donde el poder de negociación con el proveedor es moderado, debido a que existe una dependencia implícita. Por ejemplo en el caso de KINO S.A. con el proveedor Pica Plásticos Industriales, ya que un gran porcentaje de las compras se las realiza a esta empresa, cabe indicar que estas dos empresas pertenecen al mismo grupo económico.

- **Amenaza de nuevos competidores**

A pesar de no existir muchas barreras de entrada para montar un negocio similar, las que hay son significativas para incursionar en el mercado lo cual dificulta la entrada de nuevos competidores, por ejemplo la resolución 450 del Comité de Comercio Exterior (COMEX), mediante la cual se fijan licencias de importación para ciertas partidas arancelarias.

Para establecer un negocio del tipo al que pertenece la compañía, la inversión de capital inicial ocasiona que la amenaza de nuevos competidores directos sea baja puesto que la mayoría de costos son fijos.

- **Amenaza de productos sustitutos**

La amenaza de productos sustitutos se considera alta, debido a que por ser una tienda con varias líneas de producto será fácil que otras empresas que se dedican a una sola línea (lo cual incurre costos de inversión menos elevados) puedan diferenciarse por varios factores como: calidad de productos, marcas y líneas especializadas.

- **Rivalidad entre competidores**

En el sector que se desarrolla la empresa, la competencia entre rivales es muy alta, las empresas pueden competir agresivamente en precios, calidad, campañas publicitarias, introducción de nuevos productos, incrementos en el servicio al cliente, entre otros.

Una de las ventajas que presenta la empresa es que tiene buena imagen de la marca esto se sustenta con una publicación en la web Vistazo.com sobre las 100 marcas más recordadas para el consumidor donde la empresa ocupa el puesto número 77, entre tanto los principales competidores de la compañía no se muestran en este ranking, esto genera que se diferencie de sus rivales.

4.2.4.5. Intangibles

Los recursos intangibles en la empresa aportan a tener una mayor ventaja competitiva, motivo por el cual representan un tema de gran interés en la organización, como recursos intangibles se muestran los siguientes:

- Marca posicionada en la mente del consumidor.
- Conocimiento del mercado, gracias a muchos años de experiencia en el negocio.

- Clima socio-laboral agradable para sus colaboradores.
- Buena imagen como empresa de productos para el hogar.
- Favorable reputación ante los clientes.

4.2.4.6. Análisis FODA

FORTALEZAS:

- Posicionamiento de marca en el mercado.
- Calidad a bajo costo.
- Principal comercializador de Pica Plásticos Industriales.
- Cobertura en provincias y ciudades más importantes del país.
- Sistema de crédito directo bien establecido.
- Producto Súper crédito.
- Infraestructura adecuada.

OPORTUNIDADES:

- Mayor margen de ganancia por ser importador directo.
- Demanda de productos todo el año por su diversidad de líneas de producto.
- Mayor venta de producción nacional en juguetes por limitación de importaciones.
- Mercado meta extenso.

DEBILIDADES:

- Poca variedad de productos plásticos.
- Aumento de capacidad de negociación por parte de Hipermercados.
- Tiene muchas líneas y sublíneas de producto, pierde participación.

AMENAZAS:

- Restricción de las importaciones de productos muchos productos ofertados.
- Entrada de nuevos competidores de industria plástica.
- Agresividad en precios por parte de la competencia.

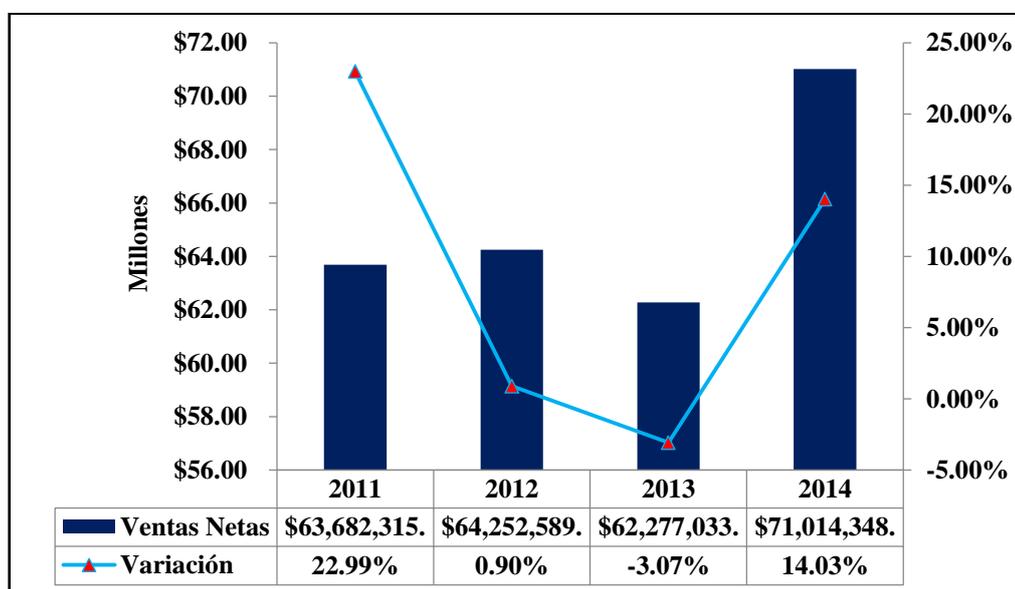
4.2.5. Análisis de los estados financieros

4.2.5.1. Ingresos operativos

Los ingresos obtenidos por la actividad económica de KINO S.A. en diciembre del 2014 son de US\$ 71.01 millones, con un crecimiento del 14.03% en relación al año 2013 (US\$ 62.28 millones) representando el menor margen de ventas dentro de los años de estudio, teniendo una variación de -3.07% con respecto al año anterior (2012: US \$64.25 millones) y un crecimiento promedio de 8.71 % en los últimos 5 años.

Los ingresos provienen de las ventas de su amplia gama de productos como son: plásticos, línea del hogar, infantil, muebles, juguetes, deportes, entre otros.

Gráfico 4.15 Desarrollo de los ingresos por ventas.



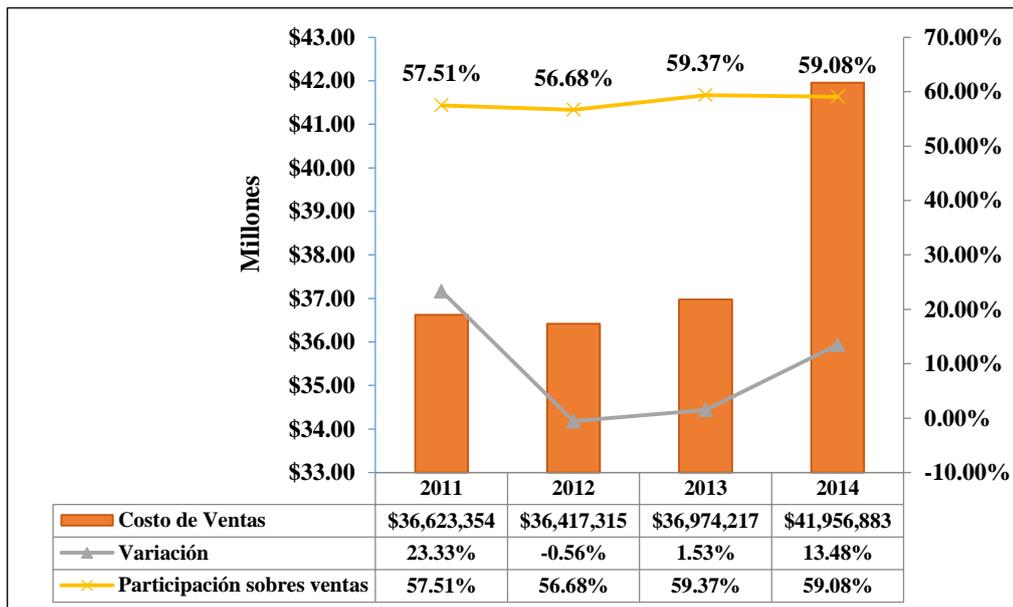
Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.2. Costo de ventas

El costo de ventas a finales del 2014 es de \$41,96 millones y en el 2013 de \$36.97 millones. Además presentó un incremento del 13.48% en comparación al año anterior, debido al aumento de compras locales de bienes no producidos por la empresa en \$21.30 millones en el 2013 y \$32,32 millones en el 2014.

Aunque con relación a las ventas cerró en 59.37%, manteniendo un porcentaje similar al de años anteriores.

Gráfico 4.16 Desarrollo del costo de venta.

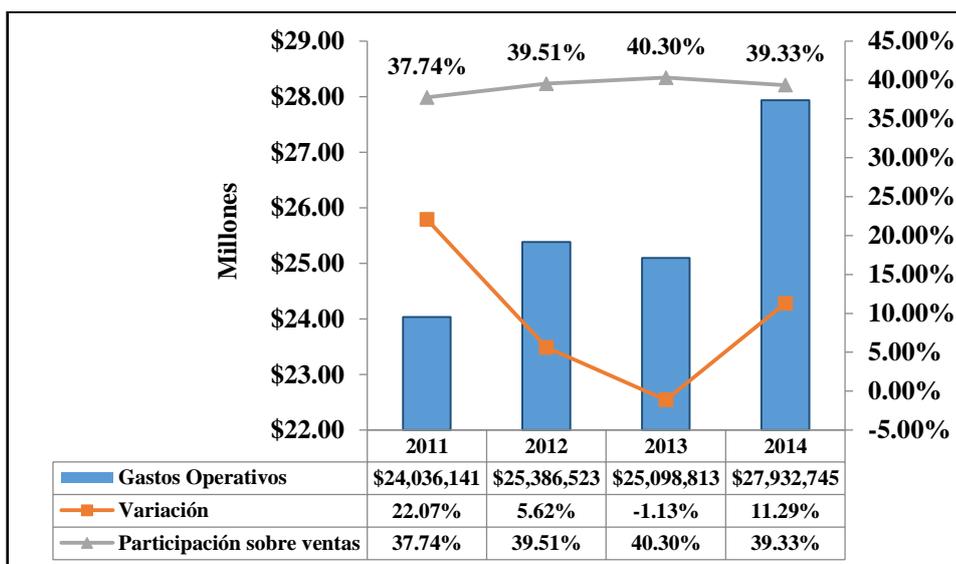


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.3. Gastos operativos

A diciembre del 2014, los gastos operativos fueron de \$27.93 millones, con un crecimiento del 11.29% en comparación con el año 2013 y absorbiendo el 39.33% de las ventas de la compañía. El año 2013 se evidencia menores gastos con respecto a los anteriores años debido a la reducción de gastos de ventas.

Gráfico 4.17 Desarrollo de los gastos operativos.

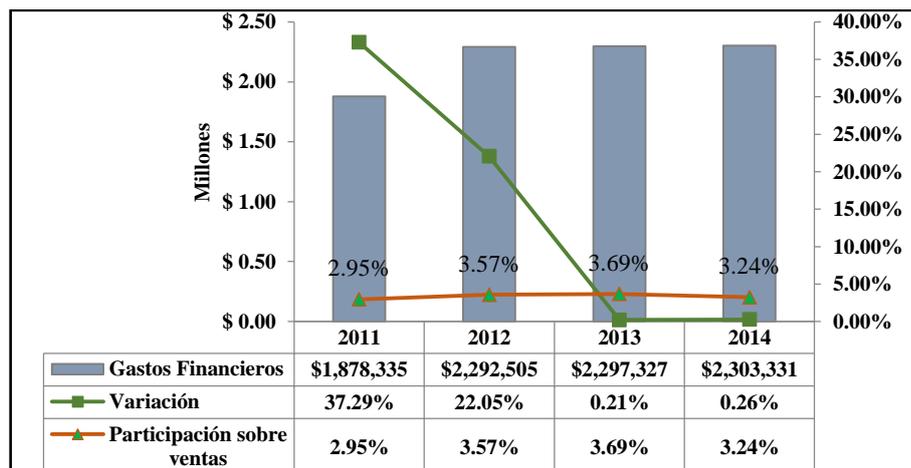


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.4. Gastos financieros

Los gastos financieros en el año 2014 se registraron en \$2.297 millones, monto que mostro un aumento ligero en 0.26% con respecto al 2013 de \$2.30 millones, donde parte de los prestamos fueron invertidos para la remodelación de su tienda en Ambato. Mientras la participación sobre ventas decrece de 3.69% a 3.24% en este periodo.

Gráfico 4.18 Desarrollo de los gastos financieros.

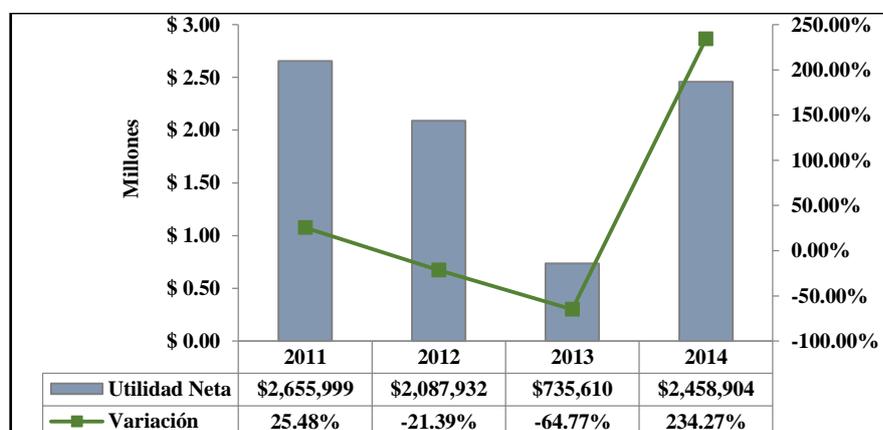


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.5. Utilidad neta

Posterior al registro de los diferentes rubros y del impuesto a la renta causado, la utilidad neta al cierre del 2014 es de \$2.46 millones. Monto significativo mayor en 234.27 % con respecto al 2013 que cerró en \$0.73 millones, por la ganancia en la venta de propiedades en \$8,503.49, mientras en el 2013 es el año con menor utilidad debido a los bajos ingresos que tuvo la empresa.

Gráfico 4.19 Desarrollo de la utilidad neta.



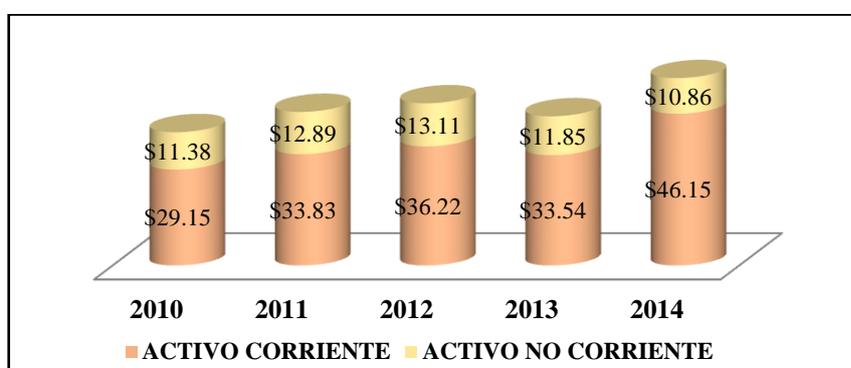
Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.5.1. Estructura de activos

KINO S.A. a finales de diciembre del 2014 registra un valor de activos de \$57,00 millones y una variación del 25.60% en relación al año 2013 (US \$45.39 millones) de activos totales.

Los activos se clasifican en: activos corrientes que representan un 80.95% compuestos principalmente de la cartera de clientes e inventarios; y activos no corrientes que representan el 19.05% compuestos principalmente de activos intangibles neto como marcas, patentes entre otros; del total de la inversión.

Gráfico 4.20 Desarrollo y estructura de los activos (millones US\$)

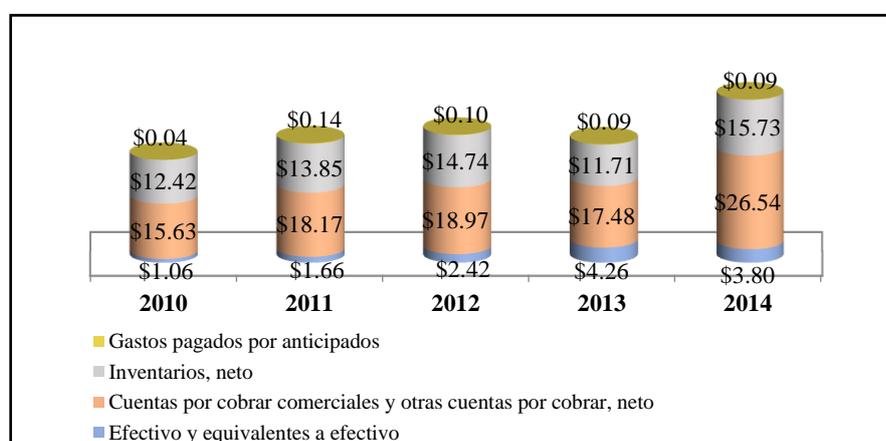


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

Las cuentas por cobrar clientes ascendieron a US\$25.61 millones en el 2014 (2013: US\$16.96 millones). La rotación de la cartera fue de 132 días (2013: 99 días) encontrándose dentro de las políticas de plazos de crédito.

Los inventarios en el 2014 ascendieron a US\$15.73 millones con una rotación de 135 días y en el año 2013 en US\$11.71 millones con una rotación de 116 días.

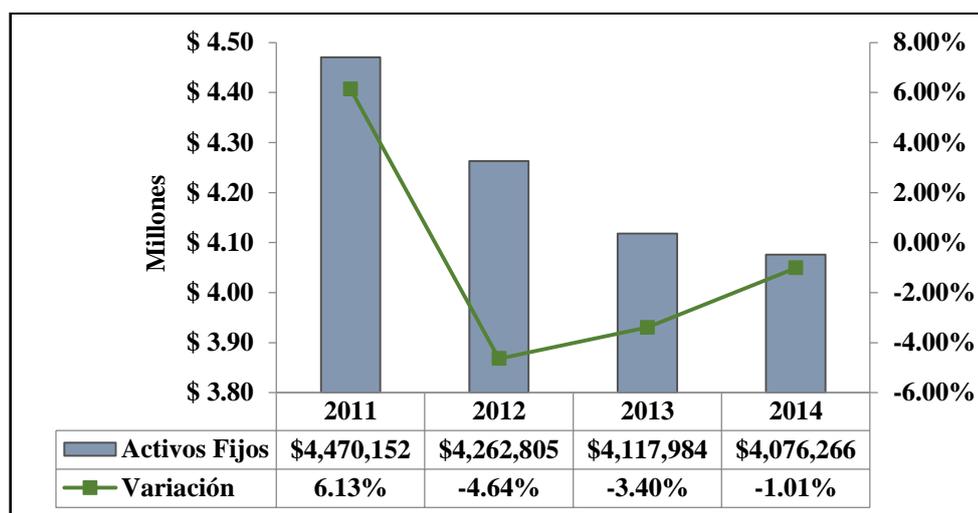
Gráfico 4.21 Desarrollo y estructura de los activos corrientes (millones US\$)



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

La propiedad y equipos obtienen un valor de US\$ 4.08 millones al cierre del año 2014, representa una variación de -1.01% con respecto al 2013 (US\$4.12 millones), debido a la depreciación que ha variado en los últimos años. Representan el 7.15% de los activos totales en el 2014.

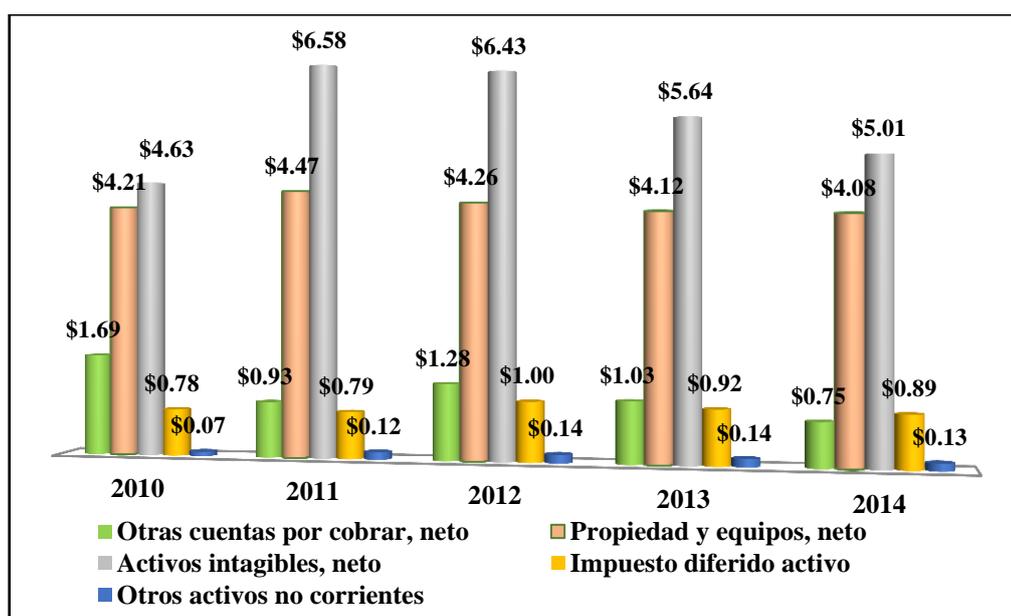
Gráfico 4.22 Desarrollo de propiedad y equipos.



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

Mientras sus activos intangibles que son: marcas, patentes, derechos de llave, cuotas patrimoniales y otros similares muestran un mayor aporte, seguido de sus propiedades llamadas también activos fijos; y otros activos no corrientes.

Gráfico 4.23 Desarrollo y estructura de los activos no corrientes (millones US\$).

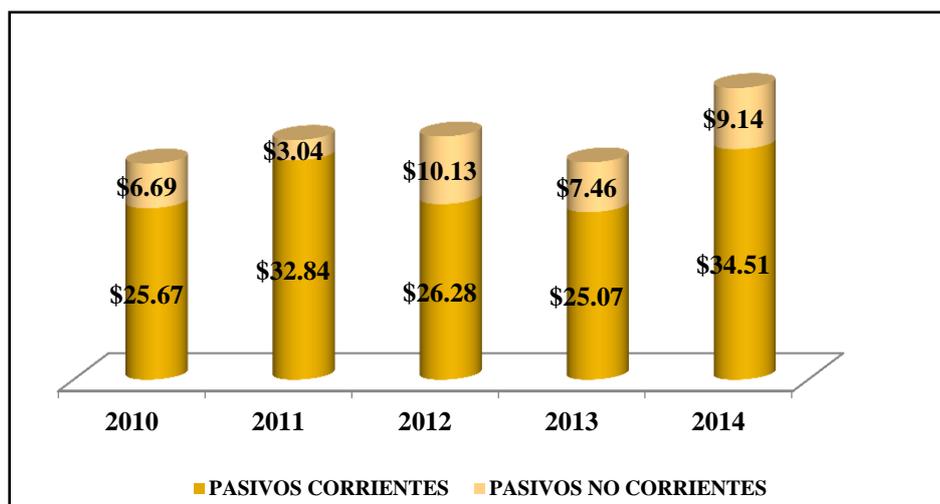


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.6. Estructura de pasivos

A diciembre del 2014, el pasivo total de KINO S.A. fue de \$43.65 millones, compuesto por el 79.06% de pasivos corrientes y el 20.94% de pasivo no corriente. El pasivo se incrementó con respecto al año anterior en 37.64% debido al aumento de obligaciones financieras tanto locales como extranjeras.

Gráfico 4.24 Desarrollo y estructura de los pasivos (millones US\$).



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

Con respecto a los pasivos corrientes, se puede evidenciar que los préstamos y obligaciones financieras representan el 47.75% de los pasivos totales. Las cuentas por pagar representan el 27.96% de los pasivos de la empresa con un rotación 76 días.

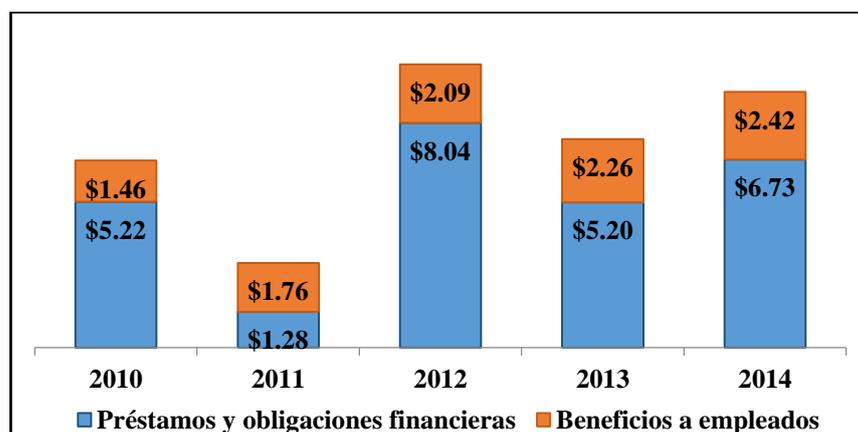
Gráfico 4.25 Desarrollo y estructura de pasivos corrientes (millones US\$).



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

Los pasivos no corrientes están compuestos por la obligaciones financieras a largo plazo que representan el 15.41% de los pasivos, seguido de las provisiones de beneficios a empleados en un 5.54%.

Gráfico 4.26 Desarrollo y estructura de los pasivos no corrientes (millones US\$).



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

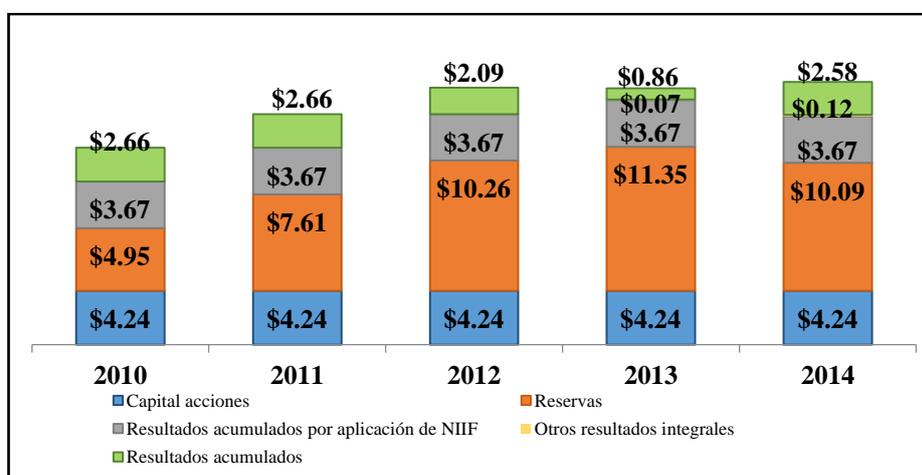
4.2.5.7. Estructura del patrimonio

KINO S.A. obtuvo un patrimonio de US\$12.86 millones el 31 de diciembre del 2013 y en el año 2014 de US\$13.36 millones, debido al incremento de reservas.

Mientras el capital suscrito o asignado se mantiene constante en los años de estudios en un valor de US\$4.24 millones con un total de acciones ordinarias y normativas 4,240,000 a un valor \$1.

Con respecto a la política de los dividendos, la junta de accionistas de la empresa resolvió que no se repartirán mientras existan Títulos Valores en mora.

Gráfico 4.27 Desarrollo y estructura del patrimonio (millones US\$).

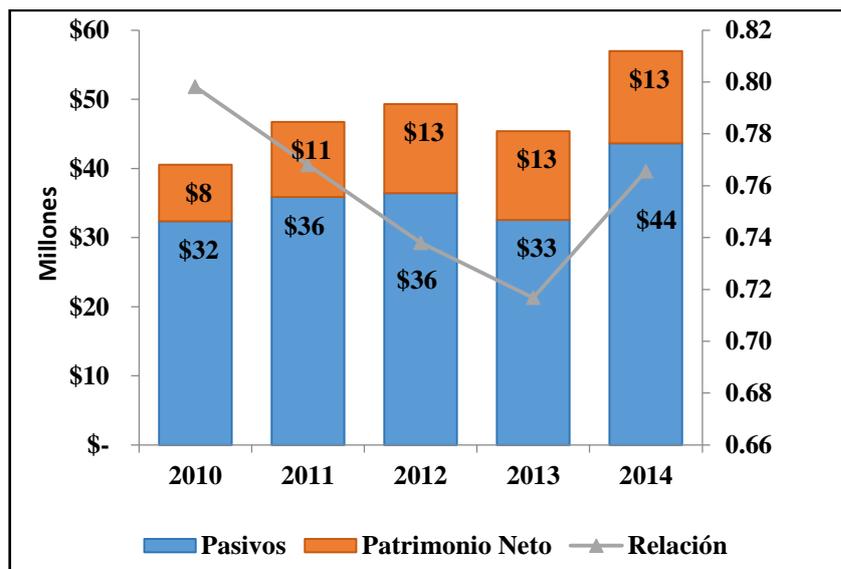


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.8. Estructura de capital

El capital de la empresa KINO S.A. en el año 2014 estuvo compuesto por US\$13.36 millones de patrimonio neto y US\$43.65 millones de pasivos, con una relación de 0.77 entre ambos, situación decreciente hasta el año 2013. Señalando una variación de 25.60% con respecto al 2013.

Gráfico 4.28 Desarrollo y estructura del capital (millones US\$).



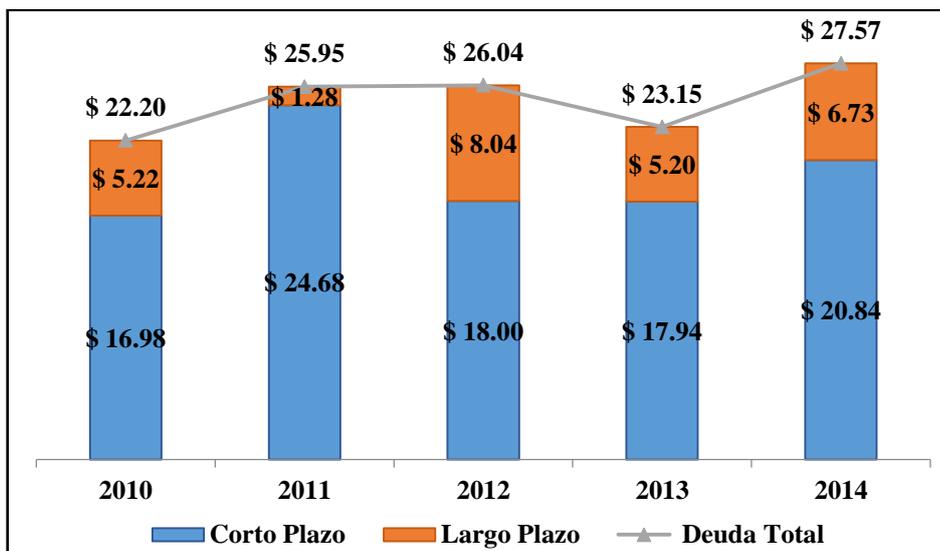
Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.5.9. Endeudamiento financiero

KINO S.A. tiene un endeudamiento financiero de US\$27.57 millones en el año 2014, con instituciones financieras como: Banco Guayaquil S.A., Banco Bolivariano C.A., Banco Internacional S.A., Banco Pichincha C.A., Banco Santander en el exterior tanto en el corto y largo plazo. La deuda está mayormente concentrada en el corto plazo en 47.75%.

En el año 2013 la junta de accionistas autorizó la emisión de obligaciones por \$5,000,000 a 1800 días plazos con una tasa fija anual de 8%, durante el periodo de vigencia se mantendrá un nivel de endeudamiento referente a los pasivos inclinado a los pagos de interés equivalentes el 80% de los activos de la compañía. Los mismos que fueron empleados para sustituir otras deudas.

Gráfico 4.29 Desarrollo del endeudamiento financiero (millones de US\$).

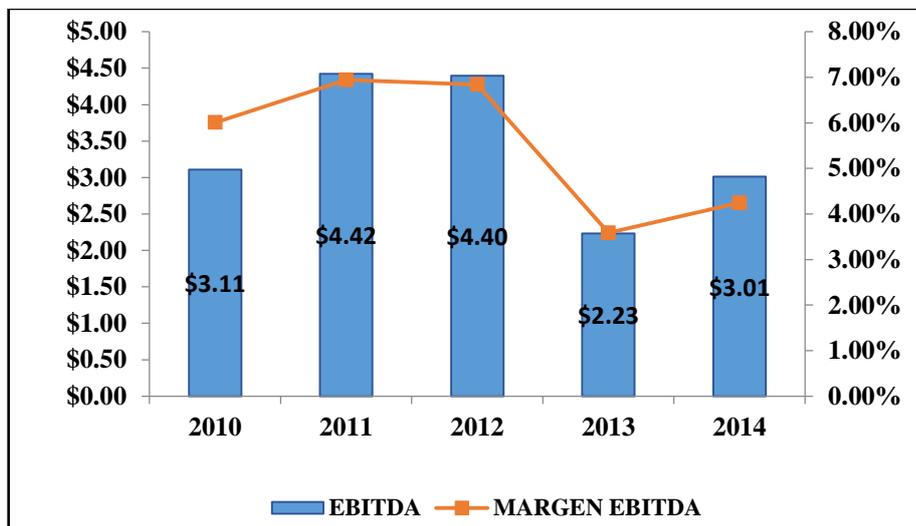


Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.2.6. Análisis de indicadores

El EBITDA indica un comportamiento creciente de \$3.01 millones en el 2014 frente a \$2.23 millones registrados en el 2013, representó una variación del 35.01% entre estos dos años.

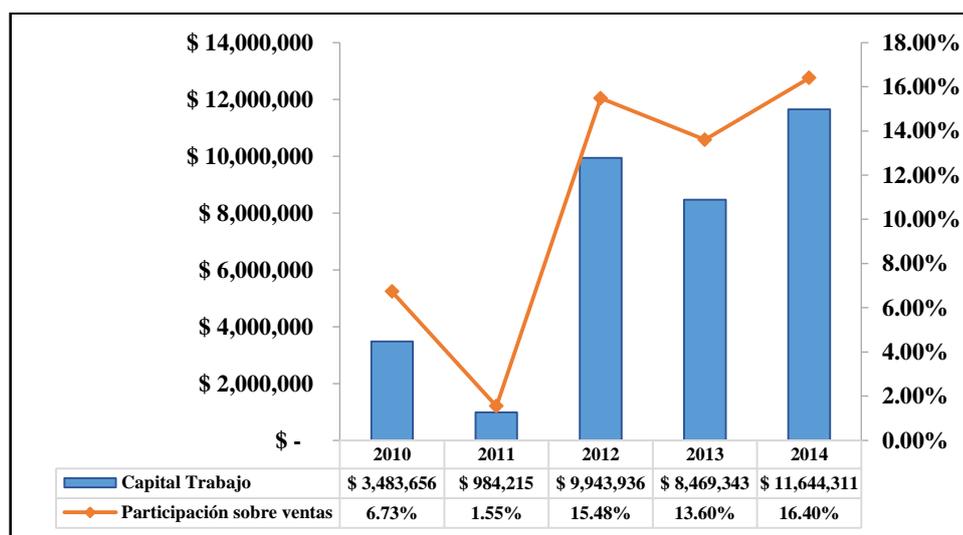
Gráfico 4.30 Desarrollo del EBITDA (millones de US\$).



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

El capital de trabajo de KINO S.A. en el año 2012 aumentó considerablemente con respecto al 2011 y en el año 2014 también se presentó un crecimiento de 37.49% con respecto al año 2013. En los últimos 3 años se ha estabilizado alrededor del 15% de las ventas.

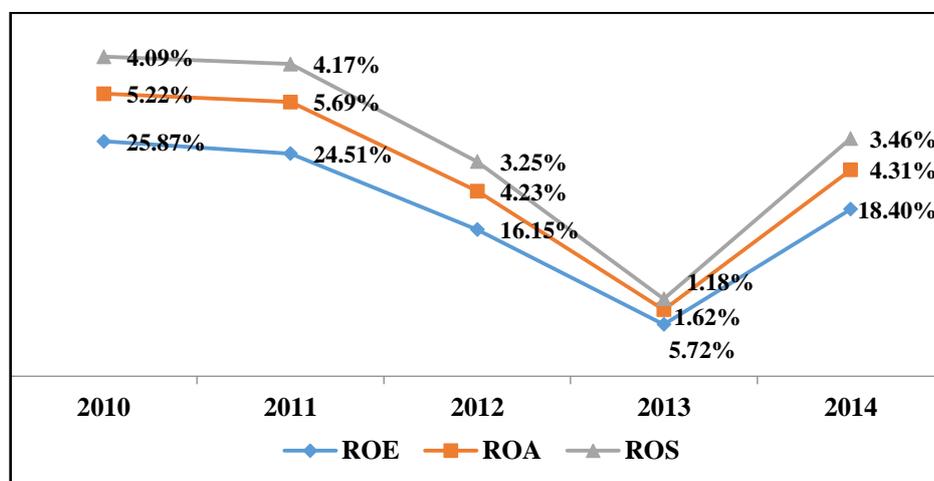
Gráfico 4.31 Desarrollo del capital del trabajo.



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

Los ratios de rentabilidad evidencian un comportamiento variante en los años de estudio siendo decreciente hasta el año 2013 y en el año 2014 empiezan a crecer, así se genera a diciembre del 2014 un ROE (Retorno sobre el patrimonio) de 18.40%, el ROA (Retorno sobre Activos) se ubica en 4.3%, mientras el ROS (Retorno sobre Ventas) fue de 3.46%.

Gráfico 4.32 Desarrollo de los índices de rentabilidad.



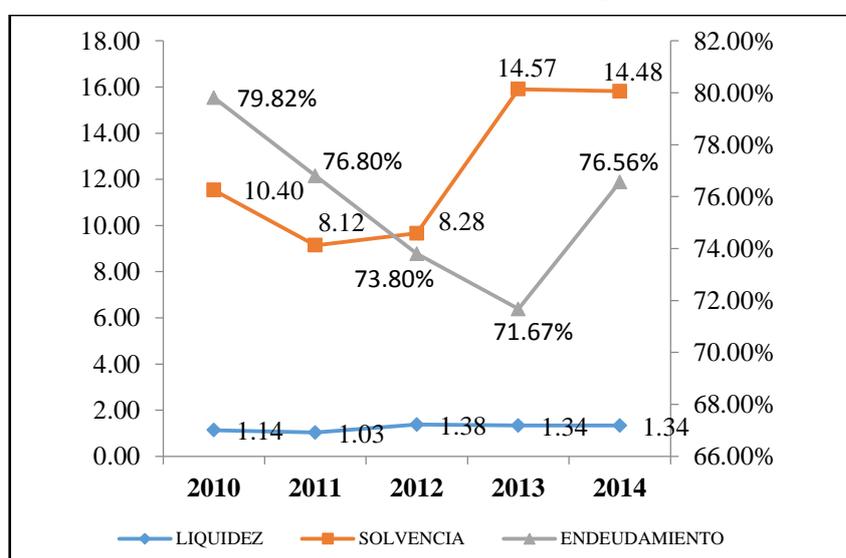
Fuente: Información financiera de KINO S.A.

El ratio de liquidez que evalúa la capacidad de afrontar los pasivos corrientes con los activos corrientes es de 1.34 veces en el año 2014, manteniéndose igual que en el año 2013.

Al cierre del 2014, el ratio de solvencia muestra que KINO S.A. podría cancelar el total de sus pasivos en 14.48 años, mientras en el 2013 fue de 14.57 años, siendo menor entre los años de estudio.

El ratio de endeudamiento, calculado como el margen que la empresa KINO S.A. tiene de activos totales financiado con pasivos o acreedores, representó un 76.56% en el año 2014, el cual ha sido variante en los años de estudio.

Gráfico 4.33 Desarrollo de los índices de solvencia, liquidez y endeudamiento.



Fuente: Información financiera de KINO S.A.

4.3. Estimación de flujos de caja proyectados

Según se precisó en el capítulo tres, el método escogido para la valoración de la compañía es el de descuento de flujo de fondos orientado al Valor Presente Ajustado (APV), el mismo que se centra en las expectativas futuras de la empresa teniendo en cuenta su pasado y su situación presente, estas se pueden determinar mediante proyecciones que son sustentadas por determinados supuestos.

Se tomará un horizonte de planeación de cinco años para la estimación de los flujos de caja proyectados, se considera que es un tiempo prudencial para realizar proyecciones acertadas.

Primeramente se muestran los supuestos generados a ser tomados en consideración para la proyección, los mismos que han sido elaborados en base a la información financiera, análisis interno y externo realizado.

Cuadro 4.5 Supuestos para la proyección del flujo de caja.

	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	
Crecimiento en ventas	5,50%	5,50%	5,50%	6,00%	6,00%	5,70%
Costo de ventas sobre Ventas	58,50%	58,70%	58,80%	58,00%	58,00%	58,40%
Gastos Operativos sobre ventas	35,00%	35,00%	35,00%	35,50%	35,50%	35,50%
Gastos Financieros sobre Ventas	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Tasa Impositiva - 15% Part. Trabajadores	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Tasa Impositiva - Impuesto a la Renta	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Capex	1,5MM	1,5MM	1,5MM	1,5MM	1,5MM	1,5MM
Capital de Trabajo requerido (% ventas)	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Crecimiento depreciación	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Crecimiento Perpetuo						5,70%

Fuente: Elaborado por los autores

Se tiene la expectativa de un crecimiento anual de 5,5% los primeros tres años, mientras que en los dos años siguientes aumenta en un 0.5 % con respecto a períodos anteriores, esto por efecto del mundial de fútbol que se dará en el año 4. Este crecimiento es conservador, considerando que el crecimiento promedio histórico está por encima del 8%.

Para los costos de ventas y gastos operativos se espera una tendencia igual a la del crecimiento en ventas, ya que se proyectarán como porcentajes de las ventas.

En cuanto al CAPEX (aumentos en activos fijos), la empresa tiene como política invertir mínimo US\$ 1,5 millones de dólares por año en activo fijo. Con respecto al capital de trabajo, se considera que el CT requerido estará dado por el 15% de las ventas totales del año, lo cual representa una tendencia parecida a la de periodos pasados.

El crecimiento de la depreciación se sitúa en el 3%, esto por efecto de la adquisición de equipos de computación más avanzados, con el fin de mejorar la calidad de servicio al cliente, se realizará para reemplazar los que fueron vendidos en el año 2014. Finalmente se considera un crecimiento perpetuo de 5,7%, esto tomando como base el porcentaje de crecimiento en ventas ya que sin inversión significativa en la proyección se estima sea este el crecimiento.

El flujo de caja desapalancado para los periodos proyectados es el resultado de restar a la utilidad operacional los impuestos obteniendo la utilidad neta, a la misma que se le suma o resta la variación en capital de trabajo, se le sustrae el CAPEX y se añade la depreciación.

Cuadro 4.6 Flujo de caja proyectado a 5 años.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Periodo terminal
Ingresos por Ventas	71.014.348	74.920.137	79.040.745	83.387.986	88.391.265	93.694.741	99.035.341
(-) Costo de Ventas		(43.828.280)	(46.396.917)	(49.032.136)	(51.266.934)	(54.342.950)	(57.836.639)
(-) Gastos Operativos		(26.222.048)	(27.664.261)	(29.185.795)	(31.378.899)	(33.261.633)	(35.157.546)
Utilidad Operacional		4.869.809	4.979.567	5.170.055	5.745.432	6.090.158	6.041.156
(-)Tasa Impositiva - 15% Part. Trabajadores		(730.471)	(746.935)	(775.508)	(861.815)	(913.524)	(906.173)
Utilidad antes de Imp. Renta		4.139.338	4.232.632	4.394.547	4.883.617	5.176.634	5.134.982
(-) Imp Renta (22%)		(910.654)	(931.179)	(966.800)	(1.074.396)	(1.138.860)	(1.129.696)
Utilidad Neta		3.228.683	3.301.453	3.427.747	3.809.222	4.037.775	4.005.286
(-) Capital de trabajo	11.644.311	(211.801)	(652.086)	(750.492)	(795.521)	(801.090)	(854.180)
(-) CAPEX		(1.500.000)	(1.500.000)	(1.500.000)	(1.500.000)	(1.500.000)	(1.500.000)
(+) Depreciación		452.583	466.161	480.145	494.550	509.386	524.668
(=) Flujo de Caja Desapalancado		1.969.466	1.615.527	1.657.400	2.008.250	2.246.071	2.175.774

Fuente: Elaborado por los autores

Para encontrar el flujo de ahorros fiscales, se sustrae a los gastos financieros las tasas impositivas (participación de trabajadores e impuesto a la renta).

Cuadro 4.7 Ahorros fiscales proyectados a 5 años.

	2015	2016	2017	2018	2019	Periodo terminal
Gastos financieros						
Tasa Impositiva - 15% Part. Trabajadores	2,247,604	2,371,222	2,501,640	2,651,738	2,810,842	2,971,060
	(337,141)	(355,683)	(375,246)	(397,761)	(421,626)	(445,659)
Utilidad antes de Imp. Renta	1,910,463	2,015,539	2,126,394	2,253,977	2,389,216	2,525,401
Tasa Impositiva - Impuesto a la Renta	(420,302)	(443,419)	(467,807)	(495,875)	(525,627)	(555,588)
AHORROS FISCALES	1,490,162	1,572,120	1,658,587	1,758,102	1,863,588	1,969,813

Fuente: Elaborado por los autores

4.4. Estimación de las tasas de descuento

Mediante el modelo CAPM “Capital Asset Pricing Model” se calcula la tasa de rendimiento para el accionista o costo patrimonial ajustado.

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta + \Delta\text{inflación}_{\text{Ecuador-EEUU}}$$

En dónde;

R_f = Tasa libre de riesgo,

$[E(R_m) - R_f]$ = Prima por riesgo de mercado,

β = Beta del sector de las empresas de referencia.

$\Delta\text{inflación}_{\text{Ecuador-EEUU}}$ =Diferencia de la inflación entre Ecuador y EEUU.

La tasa libre de riesgo se obtiene mediante la página Yahoo! Finanzas donde se refleja el Rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos en diferentes periodos, es recomendable elegir el rendimiento con 10 años en evaluación.

$$R_f = 2.12\%$$

La prima por riesgo de mercado es calculada por Damodaran. Se recomienda utilizar la media geométrica que es la diferencia entre el promedio de rendimiento de las acciones y la tasa de los bonos, ya que si se elige la media aritmética el resultado es un valor sobrestimado.

$$[E(R_m) - R_f] = 4.60\%$$

El beta desapalancado se obtiene de la base de datos de Damodaran de las industrias, de acuerdo a la empresa que se evalúa se elige el sector comercio en general de los países emergentes que es la actividad a que se dedica KINO.

$$\beta_u = 0.70$$

Además se calcula la diferencia de la inflación entre Ecuador y Estados Unidos (país con mayor desarrollo) como se muestra a continuación en el cuadro 4.8:

Cuadro 4.8 Inflación pronosticada.

Inflación	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ecuador	5.20%	3.80%	4.40%	4.50%	4.50%	4.48%
Estados Unidos	0.20%	2.20%	2.30%	2.50%	2%	1.84%

Fuente: Economist Intelligence Unit

$$\Delta\text{inflación}_{\text{Ecuador-EEUU}} = 2.64\%$$

Una vez recopilada toda información se calcula la tasa:

$$K_e = 2.12\% + [4.60\% * 0.70] + 2.64\%$$

$$K_e = 7.98\%$$

Para el cálculo la tasa de costo de la deuda (Kd) se muestran en el cuadro 4.9 las diferentes deudas que tiene la empresa y que generan intereses, las cuales sirven para calcular un promedio ponderado y así obtener la tasa de interés.

Cuadro 4.9 Cálculo de la tasa de la deuda.

	Instituciones	Valor en libros	I
C/P	Banco de Guayaquil	\$ 7,700,000.00	8.00%
	Banco Bolivariano	\$ 8,261,690.00	8.00%
	Banco Internacional	\$ 2,000,000.00	7.80%
	Banco Pichincha	\$ 1,000,000.00	7.50%
	Banco Santander	\$ 975,000.00	1.34%
L/P	Banco de Guayaquil	\$ 18,305.00	8.50%
	Banco Bolivariano	\$ 15,905.00	8.50%
	Banco Santander	\$ 2,000,000.00	3.50%
	UBS AG	\$ 700,025.00	2.24%
	Emisión Obligación	\$ 4,500,000.00	8.00%
	TOTAL	\$ 27,170,925.00	7.25%

Fuente: Información Financiera de KINO S.A

$$K_d = 7.25\%$$

4.5. Estimación de los valores residuales

Para el cálculo del valor residual del flujo de caja se aplicará la siguiente fórmula:

$$VR = \frac{FC_{\text{periodo terminal}} - \text{Depreciación}_{\text{periodo terminal}}}{\text{Tasa de descuento} - \text{tasa de crecimiento}_{\text{en ventas}}}$$

Se asume que las ventas crecerán a una tasa de 5.70% anual.

Cuadro 4.10 Cálculo del valor residual de los flujos.

FC periodo terminal	2.175.774,25
Depreciación periodo terminal	524.667,77
Costo patrimonial	7.98%
Tasa de crecimiento	5.70%
Valor Residual de flujos	72.416.950,71

Fuente: Elaborado por los autores

Para el cálculo del valor residual de los ahorros fiscales se aplicará la siguiente fórmula:

$$VR = \frac{FC_{\text{periodo terminal}}}{\text{Tasa de descuento} - \text{tasa de crecimiento}_{\text{ahorros fiscales}}}$$

Se supone que los ahorros fiscales que KINO S.A. espera generar de manera perpetua crecerán a una tasa constante de 5.70%, debido a que se asume que si la empresa crece en el tiempo va a adquirir un poco más de deuda, por lo cual los intereses muestran un crecimiento similar al que se está asumiendo para la empresa.

Cuadro 4.11 Cálculo del valor residual de los ahorros fiscales.

Ahorro fiscal periodo terminal	1.969.812,93
Costo de la deuda	7.25%
Tasa de crecimiento constante	5.70%
Valor Residual Ahorros fiscales	127.084.705,17

Fuente: Elaborado por los autores

CAPÍTULO 5

5. VALORACIÓN FINANCIERA DE KINO S.A.

El valor de la compañía mediante el método de descuento de flujo de fondos orientado al Valor Presente Ajustado (APV) se obtiene de la suma del valor presente de los flujos de caja proyectados y el valor presente de los ahorros fiscales, cada uno descontado a su respectiva tasa.

Realizando los cálculos correspondientes y bajo un escenario conservador, se establece que el valor esperado de la compañía KINO S.A. es de **\$ 153.165.823,39**.

Cuadro 5.12 Cálculo del valor financiero de KINO S.A.

	2015	2016	2017	2018	2019	Periodo terminal
Flujo de Caja Desapalancado	1.969.466	1.615.527	1.657.400	2.008.250	2.246.071	2.175.774
Valor residual FC					72.416.951	
Flujo de caja a Descontar	1.969.466	1.615.527	1.657.400	2.008.250	74.663.022	
Valor actual del flujo de caja (7.98%)	\$ 56.864.605,25					
AHORROS FISCALES	1.490.162	1.572.120	1.658.587	1.758.102	1.863.588	1.969.813
Valor residual AF					127.084.705	
TOTAL AHORROS FISCALES	1.490.162	1.572.120	1.658.587	1.758.102	128.948.294	
Valor actual de ahorros fiscales (7.25%)	\$ 96.301.218,14					
VALOR DE LA EMPRESA	\$ 153.165.823,39					

Fuente: Elaborado por los autores

5.1. Simulación de Montecarlo

Para evidenciar de mejor manera los muchos escenarios posibles en que puede desarrollarse la empresa e incluso para reflejar correlaciones entre las variables seleccionadas que muchas veces no se pueden determinar, se realiza la simulación de Montecarlo. Para efectuar la simulación se tomarán las variables del periodo terminal: g Ventas y Costo de Ventas (% de Ventas) y las variables macroeconómicas definidas para la correlación serán: % PIB y % Tasa de cambio (Tc).

KINO S.A. es una empresa que opera dentro de la economía ecuatoriana aportando al crecimiento de la economía, es importante conocer el entorno macroeconómico por los diferentes cambios que existen en el sector.

El PIB se obtiene de la suma de los productos brutos de todos los sectores en que se encuentra dividida la economía y la tasa de cambio establecida corresponde a China, país de donde proviene la mayoría de productos importados que comercializa la empresa, siendo su moneda el yuan chino representado con el código CNY.

Relacionamos al PIB y la tasa de cambio con la empresa debido a que estas variables inciden en la toma de decisiones de los accionistas al momento de realizar sus presupuestos, se observa la historia y proyección de dichas variables con el objetivo de que las ventas sean eficientes a costo de ventas normales.

Además el PIB con la variable g ventas se relacionan porque mientras la empresa genera más ingresos la economía crece o viceversa de acuerdo a los eventos histórico analizados.

Mientras la tasa de cambio vs el costo de venta se relacionan ya que si aumentan las ventas en KINO S.A. se requiere mayor inversión para la adquisición de insumos importados y como el costo depende directamente del valor de la tasa de cambio, esto incide directamente en las decisiones que tome la empresa, deberá establecer un precio acorde a sus costos o viceversa.

El coeficiente de correlación se obtiene a partir de los datos históricos presentados en el cuadro 5.13, las variables se establecen en puntos porcentuales anuales.

Cuadro 5.13 Variables seleccionadas para simulación.

	%PIB	Tc (\$/Yuan chino)	% g ventas	%Costo de Venta
2001	4.02%	0.12	4.73%	53.97%
2002	4.10%	0.12	2.09%	53.47%
2003	2.72%	0.12	3.09%	52.53%
2004	8.21%	0.12	4.03%	53.41%
2005	5.29%	0.12	6.05%	53.66%
2006	4.40%	0.13	3.83%	56.21%
2007	2.19%	0.14	0.19%	54.49%
2008	6.36%	0.15	10.76%	58.36%
2009	0.57%	0.15	-3.91%	61.23%
2010	3.53%	0.15	3.43%	57.35%
2011	7.87%	0.16	5.81%	57.51%
2012	5.22%	0.16	4.65%	56.68%
2013	4.64%	0.16	6.02%	59.37%
2014	3.80%	0.16	4.57%	59.08%

Fuente: BCE y KINO S.A.

La matriz de correlaciones entre variables se muestra en el cuadro 5.14:

Cuadro 5.14 Matriz de correlaciones entre variables

	% PIB	Tc (\$US/Yuan)	g Ventas	% Costo de Ventas
% PIB	1	0,035	0,716	
% Inflación		1		0.821
g Ventas			1	
% Costo de Ventas				1

Fuente: Elaborado por los autores

Como se puede observar en el cuadro 5.15 se tomaron un total de diez mil pruebas, las cuales arrojaron un valor esperado de la empresa de \$ 152.325.876,60 asumiendo un nivel de confianza del 95%.

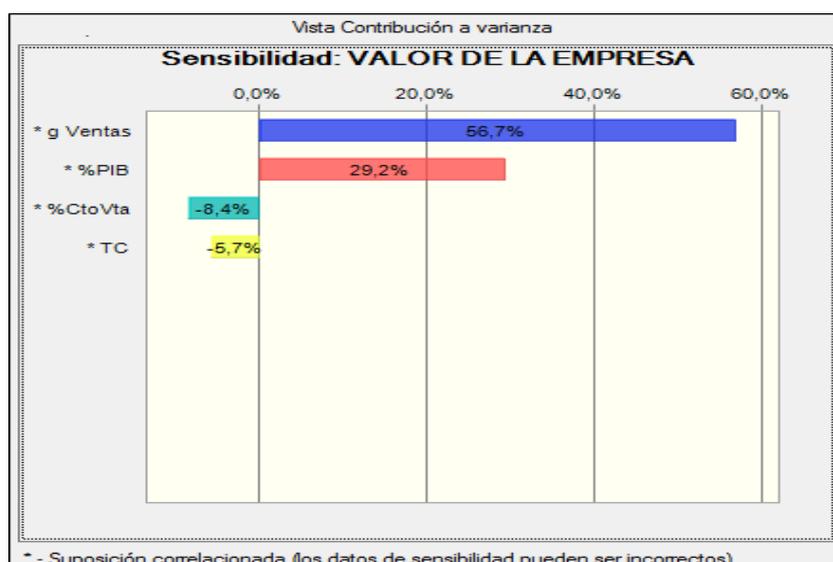
Cuadro 5.15 Reporte de simulación

Estadísticas	VALOR DE LA EMPRESA	%CtoVta	%PIB	g Ventas	TC
Pruebas	10000	10000	10000	10000	10000
Caso base	\$ 153.165.823,39	58,40%	3,44%	5,70%	0,163
Media	\$ 152.325.876,60	58,63%	3,43%	5,70%	0,163
Mediana	\$ 149.166.691,56	58,55%	3,44%	5,70%	0,163
Desviación estándar	\$ 25.611.516,32	0,49%	1,08%	0,27%	0,001

Fuente: Elaborado por los autores

En el gráfico 5.34 se puede notar que la variable g Ventas influye en gran magnitud al valor de la empresa, seguida de la Var. % PIB.

Gráfico 5.1 Sensibilidad – valor de la empresa



Fuente: Elaborado por los autores

CONCLUSIONES

Para realizar la valoración financiera se necesita tener información veraz y real de la empresa a evaluar porque es uno de los factores importantes a la hora de realizar este tipo análisis, luego de una revisión previa tanto macroeconómica e interna de cómo se encuentran la empresa se llegó a concluir que el método más idóneo para realizar la valoración financiera es el APV.

El valor de la empresa en los balances es de \$57.007.682, siendo la base para calcular los flujos de caja con el método APV. Al aplicar la simulación de Montecarlo se obtiene que el valor esperado de la empresa es de \$152.325.876.

En el flujo de caja de KINO S.A. se puede evidenciar que el flujo de ahorros fiscales es mayor al flujo de caja desapalancado, se debe al nivel de endeudamiento alto que tiene la empresa, ya que al terminar sus obligaciones financieras contrata otra esto a lo largo del tiempo puede provocar que la empresa tenga inconvenientes en el plazo de pago.

Considerando que el método APV toma en cuenta el nivel de deuda que tenga la empresa, mientras esta deuda sea más alta el valor del escudo fiscal va a aumentar y el valor de la empresa como tal va a crecer, pero esto no será útil al largo plazo debido a que al aumentar demasiado las deudas se podrían generar distintos problemas financieros y a futuro tener pérdida esperada por la bancarrota, rubro que aumenta su valor a mayor nivel de deuda.

El valor de la empresa obtenido mediante el método APV es \$153.165.823, hay que tener en cuenta que cuando la empresa está a un nivel de deuda muy alto puede llegar a tener costos esperados de bancarrota, esto implica que el valor de la empresa pudiera ser castigado por el mercado financiero por el alto nivel de endeudamiento debido a una expectativa de pérdidas por bancarrota.

Se recomienda hacer un estudio estadístico obteniendo la pérdida esperada de la bancarrota, este valor se resta del valor obtenido para conocer cuánto es el valor financiero de KINO S.A.

REFERENCIAS

- Banco Central del Ecuador. (2015). *Estadísticas Macroeconómicas*. Quito.
- Amaya, N. (02 de Febrero de 2010). *GESTIOPOLIS*. Recuperado el 2015, de www.gestiopolis.com/valoracion-de-empresas/
- Arranz, P. (20 de Septiembre de 2012). *Grupo Eurotax*. Obtenido de Grupo Eurotax : <http://www.grupoeurotax.com/valoracion-de-empresas-que-es-para-que-y-como-hacerlo/>
- Arranz, P. (20 de Septiembre de 2012). *Grupo Eurotax*. Obtenido de Grupo Eurotax: <http://www.grupoeurotax.com/valoracion-de-empresas-que-es-para-que-y-como-hacerlo/>
- Bonds Center*. (2015). Recuperado el 26 de Agosto de 2015, de Yahoo! Finance: <http://finance.yahoo.com/bonds>
- Damodaran. (2015). *Betas by Sector*. Recuperado el 26 de Agosto de 2015, de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate
- Damodaran. (2015). *Stocks and T.Bonds*. Recuperado el 26 de Agosto de 2015, de <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
- De Luna, W., & López, F. (2001). *Valoración de Empresas en la práctica*. España: MCGRAW-HILL.
- Fernández, P. (2000). *Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión.
- Fernández, P. (2008). *Metodos de Valoracion de Empresas*. España: IESE Bussiness School.
- García, F. (7 de Noviembre de 2009). *ing-franklyngarcia.blogspot*. Obtenido de ing-franklyngarcia.blogspot: <http://ing-franklyngarcia.blogspot.com/2009/11/simulacion-de-monte-carlo.html>
- García, O. L. (s.f.). *Valoración de empresas-Gerencia del Valor EVA*. Obtenido de http://www.oscarleongarcia.com/site/centro-de-documentacion-/cat_view/25-descarga-de-archivos-/21-libro-valoracion-de-empresas-gerencia-del-valor
- Lacarte, J. (2012). *Finanzas Corporativas Aplicadas: ¿Cuánto vale una empresa?* e-book.
- Lamothe Fernández, P., & Méndez Suárez, M. (2013). *Opciones Reales: Método de Simulación y Valoración*. Madrid: Ecobook.
- Neffa, G. (1 de Abril de 2014). *Saxo Group*. Obtenido de Saxo Group: <https://latin.tradingfloor.com/articulos/el-ebitda-o-la-aproximacion-a-la-generacion-de-caja-operativa-321577347>

Romero, F. (10 de Agosto de 2013). *SlidesShare*. Obtenido de SlidesShare:
<http://es.slideshare.net/nandsnap/finanzas-11-valoracion-de-empresas-descuento-de-flujos-de-caja>

Unit, E. I. (2015). *Country Report Ecuador*. London.

Villa Pérez, A., & Alonso Sebastián, R. (2007). *Valoración de empresas*. Madrid: Mundi-Prensa.

ANEXOS

Análisis vertical y horizontal delos estados financieros

	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos por Ventas	\$ 51,780,230	\$ 63,682,315	\$ 64,252,589	\$ 62,277,033	\$ 71,014,348
Variación	0%	22.99%	0.90%	-3.07%	14.03%

	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos Financieros	\$ 1,785,081	\$ 2,363,898	\$ 2,481,044	\$ 2,762,650	\$ 3,922,330
Variación	0%	32.43%	4.96%	11.35%	41.98%
Participación sobre ventas	3.45%	3.71%	3.86%	4.44%	5.52%

	2010	2011	2012	2013	2014
Costo de Ventas	\$ 29,696,470	\$ 36,623,354	\$ 36,417,315	\$ 36,974,217	\$ 41,956,883
Variación	0%	23.33%	-0.56%	1.53%	13.48%
Participación sobre ventas	57.35%	57.51%	56.68%	59.37%	59.08%

	2010	2011	2012	2013	2014
Gastos Operativos	\$ 19,690,043	\$ 24,036,141	\$ 25,386,523	\$ 25,098,813	\$ 27,932,745
Variación	0%	22.07%	5.62%	-1.13%	11.29%
Participación sobre ventas	38.03%	46.42%	49.03%	48.47%	53.94%

	2010	2011	2012	2013	2014
Egresos Financieros	\$ 1,368,200	\$ 1,878,335	\$ 2,292,505	\$ 2,297,327	\$ 2,303,331
Variación	0%	37.29%	22.05%	0.21%	0.26%
Participación sobre ventas	2.64%	2.95%	3.57%	3.69%	3.24%

	2010	2011	2012	2013	2014
Utilidad Neta	\$ 2,116,700	\$ 2,655,999	\$ 2,087,932	\$ 735,610	\$ 2,458,904
Variación	0%	25.48%	-21.39%	-64.77%	234.27%
Participación sobre ventas	4.09%	4.17%	3.25%	1.18%	3.46%

	2010	2011	2012	2013	2014
Activos Corrientes	\$ 29,148,674	\$ 33,828,730	\$ 36,224,888	\$ 33,538,125	\$ 46,150,124
Activos No Corrientes	\$ 11,384,995	\$ 12,888,074	\$ 13,110,204	\$ 11,848,651	\$ 10,857,558
Total de Activos.	\$ 40,533,669	\$ 46,716,804	\$ 49,335,092	\$ 45,386,776	\$ 57,007,682
Variación	0%	15.25%	5.60%	-8.00%	25.60%

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivos Corrientes	\$ 25,665,018	\$ 32,844,515	\$ 26,280,952	\$ 25,068,782	\$ 34,505,813
Pasivos No Corrientes	\$ 6,687,647	\$ 3,035,286	\$ 10,129,205	\$ 7,462,066	\$ 9,141,636
Total de Pasivos.	\$ 47,221,316	\$ 49,752,090	\$ 59,464,297	\$ 52,848,842	\$ 66,149,318
Variación	0%	10.90%	1.48%	-10.65%	34.17%

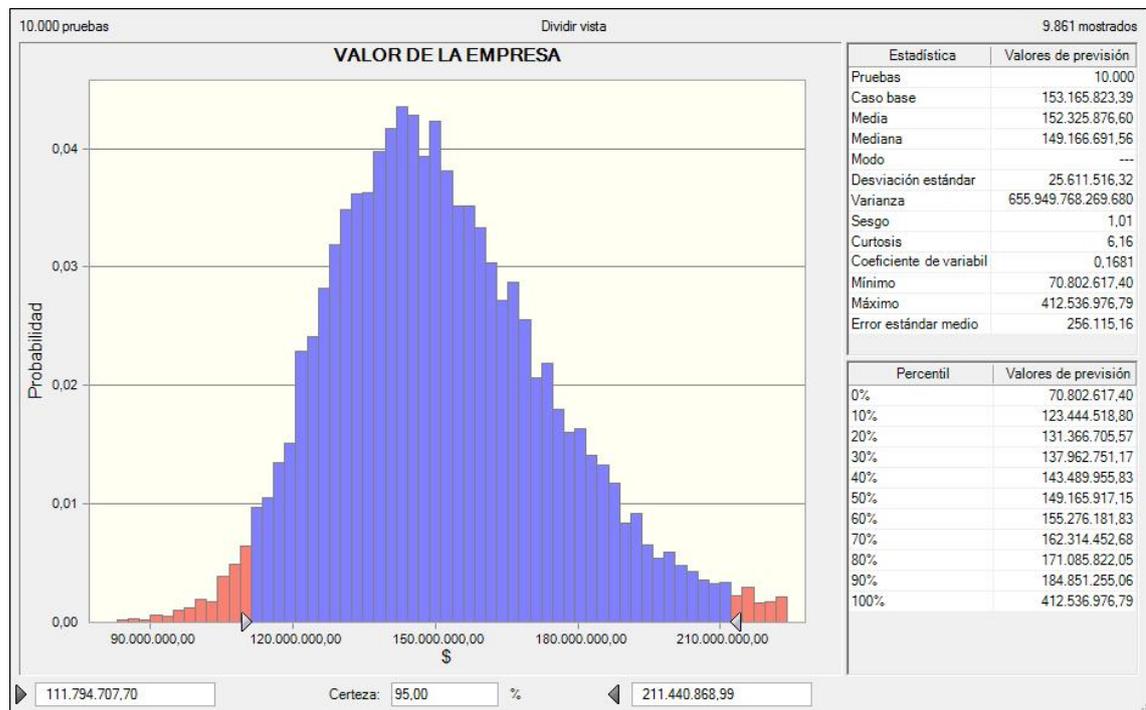
	2010	2011	2012	2013	2014
Capital acciones	\$ 4,240,000	\$ 4,240,000	\$ 4,240,000	\$ 4,240,000	\$ 4,240,000
Reservas	\$ 4,949,798	\$ 7,607,698	\$ 10,263,697	\$ 11,351,629	\$ 10,087,239
Resultados acumulados NIFF	\$ 3,666,694	\$ 3,666,694	\$ 3,666,694	\$ 3,666,693	\$ 3,666,693
Otros resultados integrales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 74,122	\$ 119,523
Resultados acumulados	\$ 2,657,900	\$ 2,655,999	\$ 2,087,932	\$ 856,870	\$ 2,580,164
Patrimonio Neto	\$ 8,181,004	\$ 10,837,003	\$ 12,924,935	\$ 12,855,928	\$ 13,360,233
Variación	0%	32.47%	19.27%	-0.53%	3.92%

Ratios financieros

	2010	2011	2012	2013	2014
ROE	25.87%	24.51%	16.15%	5.72%	18.40%
ROA	5.22%	5.69%	4.23%	1.62%	4.31%
ROS	4.09%	4.17%	3.25%	1.18%	3.46%

	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez (veces)	1.14	1.03	1.38	1.34	1.34
Solvencia (años)	10.40	8.12	8.28	14.57	14.48
Endeudamiento	79.82%	76.80%	73.80%	71.67%	76.56%

Histograma del valor de la empresa mediante simulación de Montecarlo.



Matriz de dispersión de variables.

