

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**  
**Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas**



**“VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA CHOCOSTEVIA”**

**TRABAJO DE TITULACIÓN**

**Previa la obtención del Título de:**  
**MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**  
**PABLO WENCESLAO NEIRA PANCHANA**

**Guayaquil – Ecuador**

**2017**

## **DEDICATORIA**

Dedico este trabajo a mi señora esposa, hijos y familia en general, quienes han sido el motor y motivo que me han llevado a perseguir diferentes sueños a lo largo de mi vida.

## **AGRADECIMIENTOS**

Agradezco a Dios sobre todas las cosas, sin Él nada es posible, a mi señora esposa, hijos y familia por ser el soporte en cada paso que doy; y a mi tutor, quien con su experiencia y saber han contribuido para que este trabajo vea luz.

## **TRIBUNAL DE TITULACIÓN**

---

**MBA Raúl Barriga**

**Presidente del Tribunal del Proyecto de Titulación**

---

**Ph. D. Katia Rodríguez Morales**

**Director del Proyecto**

---

**M.Sc. Mariela Pérez**

**Revisor 1**

---

**Dr. José De la Gasca**

**Revisor 2**

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado me corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la Escuela Superior Politécnica del Litoral.

---

**Pablo Wenceslao Neira Panchana**

## RESUMEN

El presente trabajo de tesis, profundiza sobre la valoración de la empresa Chocostevia mediante el empleo del método de flujos de caja descontados, para la cual es importante reflexionar sobre qué es una valoración, conceptos, características y diferentes métodos que se emplean, pues de ello va a estar supeditado la selección del método más adecuado para darle valorización a la compañía. Por otro lado, es menester destacar cómo funciona la empresa, estudiar su entorno para llegar a sus fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas. Es de mucho impacto asimismo realizar un análisis situacional para establecer el estado de la empresa económica y financieramente, descomponiendo sus rubros, comparando con períodos previos si es el caso, y estudiando sus indicadores financieros a fin de determinar las razones de liquidez, nivel de endeudamiento, rentabilidad y actividad.

Posterior a lo previamente descrito, se efectuará la valoración de la empresa, para lo cual se requiere realizar proyecciones de balances generales, y de este modo evidenciar un flujo de caja proyectado para concluir sobre el valor actual neto mediante la tasa de descuento indicada por la fórmula del WACC. Luego de aquello, determinar el valor residual y el valor de la empresa para tener una clara idea de cuánto puede desembolsarse por ella en el caso de una potencial venta, y tener un parámetro firme sobre el cual establecer, si desea abrirse al mercado público, valor de acciones.

## ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA.....	II
AGRADECIMIENTOS .....	III
TRIBUNAL DE TITULACIÓN .....	IV
DECLARACIÓN EXPRESA .....	V
RESUMEN .....	VI
<b>CAPITULO 1.....</b>	<b>11</b>
1.1    INTRODUCCIÓN .....	11
1.2    JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA .....	11
1.3    ANTECEDENTES .....	2
1.4    OBJETIVOS.....	3
1.4.1 <i>Objetivo General</i> .....	3
1.4.2 <i>Objetivos Específicos</i> .....	3
1.5    METODOLOGÍA .....	3
1.5.1 <i>Diseño y técnicas de recolección de información</i> .....	3
1.5.2 <i>Técnicas de análisis</i> .....	4
1.6    MARCO TEÓRICO .....	4
<b>CAPÍTULO 2.....</b>	<b>33</b>
2.1    ANÁLISIS SITUACIONAL .....	33
2.1.1 <i>Administración</i> .....	33
2.1.2 <i>Recursos Humanos</i> .....	34
2.1.3 <i>Ámbito Financiero</i> .....	35
2.1.4 <i>Análisis Macroeconómico</i> .....	36
2.1.5 <i>Análisis Microeconómico</i> .....	49
<b>CAPITULO 3.....</b>	<b>58</b>
3.1    ANÁLISIS HORIZONTAL DEL BALANCE GENERAL .....	59
3.2    ANÁLISIS VERTICAL DEL BALANCE GENERAL .....	61
3.3    ANÁLISIS VERTICAL DEL ESTADO DE RESULTADOS .....	63
3.4    ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS .....	64
3.4.1 <i>Razones de Liquidez</i> .....	64
3.4.2 <i>Razones de Actividad</i> .....	65
3.4.3 <i>Razones de Endeudamiento</i> .....	65
3.4.4 <i>Razones de Rentabilidad</i> .....	66

<b>CAPITULO 4</b> .....	<b>67</b>
4.1 MÉTODO DE VALORACIÓN DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS APLICADO A LA EMPRESA	
CHOCOSTEVIA.....	67
4.2 PROCESO.....	68
4.2.1 <i>Proyecciones financieras</i> .....	69
4.2.2 <i>Balance de Situación</i> .....	71
4.2.3 <i>Flujos de Caja Libres</i> .....	74
4.2.4 <i>Tasa de Descuento</i> .....	74
4.2.5 <i>Cash Flows libres descontados</i> .....	76
4.2.6 <i>Valor Residual</i> .....	77
4.2.7 <i>Valor de la empresa</i> .....	78
<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>80</b>
<b>RECOMENDACIONES</b> .....	<b>83</b>
<b>REFERENCIAS</b> .....	<b>84</b>



## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Empresa Abascal S.A. Balance oficial y cuenta de resultados en millones de euros .	9
Tabla 2: Empresa Abascal S.A. Balance ajustado en millones de euros .....	10
Tabla 3: Valor de mercado / valor contable, PER y dividendo / cotización de varias empresas españolas y de bolsas de distintas naciones.....	12
Tabla 4: Relación entre la rentabilidad y el ratio precio / ventas.....	16
Tabla 5: Relación entre la rentabilidad y el ratio precio / ventas en la bolsa.....	17
Tabla 6: Valoración de Superdiplo a partir de múltiplos .....	19
Tabla 7: Comparación de Terra frente a empresas comparables.....	19
Tabla 8: Empresa Abascal S.A. Balance oficial y cuenta de resultados en millones de euros	20
Tabla 9: Flujo de fondos y tasa de descuento aplicada .....	24
Tabla 10: Empresa Ranhema S.A. Componentes básicos de un flujo libre de fondos.....	26
Tabla 11: Obtención del flujo de caja libre a partir del beneficio.....	26
Tabla 12: Etapas básicas de una valoración por descuentos de flujos .....	31
Tabla 13: Aspectos críticos de una valoración .....	32
Tabla 14: Algunos índices financieros .....	35
Tabla 15: Chocostevia. Tipos de clientes y clientes actuales .....	51
Tabla 16: Chocostevia - Proveedores.....	51
Tabla 17: Chocostevia - Análisis horizontal del balance general .....	59
Tabla 18: Chocostevia - Análisis vertical del balance general.....	61
Tabla 19: Chocostevia - Análisis vertical del estado de resultados.....	63
Tabla 20: Chocostevia – Índices financieros .....	64
Tabla 21: Ventajas y desventajas del modelo de flujos de caja descontados .....	68
Tabla 22: Chocostevia – Estado de Resultados proyectado .....	70
Tabla 23: Porcentajes de inflación proyectados de Ecuador .....	71
Tabla 24: Chocostevia – Proyecciones de cuentas por cobrar.....	72
Tabla 25: Chocostevia – Proyecciones de obligaciones financieras .....	73
Tabla 26: Chocostevia – Proyecciones de cuentas por pagar .....	73
Tabla 27: Chocostevia – Flujos de caja proyectados.....	74
Tabla 28: Chocostevia - Componentes de la fórmula WACC .....	75
Tabla 29: Componentes de la tasa de costo de oportunidad de accionistas .....	75
Tabla 30: Chocostevia – Flujos de caja descontados .....	76
Tabla 31: Chocostevia - Componentes de la fórmula de valor residual .....	78
Tabla 32: Chocostevia – Valorización de la empresa.....	78

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Evolución de la relación precio / valor contable de las acciones en la bolsa española, en la inglesa y en la estadounidense. ....	12
Ilustración 2: Evolución del PER en las bolsas española, inglesa y estadounidense.....	13
Ilustración 3: Evolución de la rentabilidad y dividendos de las bolsas española, inglesa y americana .....	15
Ilustración 4: Balance contable y financiero de una empresa .....	23
Ilustración 5: Chocostevia - Organigrama.....	33
Ilustración 6: Ingresos petroleros y no petroleros.....	37
Ilustración 7: Evolución de la composición del PIB de Ecuador.....	38
Ilustración 8: PIB del Ecuador por etapas .....	39
Ilustración 9: Precios anuales de crudos Oriente, Napo y WTI.....	39
Ilustración 10: Evolución de la inflación en varios países sudamericanos.....	40
Ilustración 11: Índice de salario real .....	41
Ilustración 12: Evolución de la estructura del mercado laboral de la PEA .....	42
Ilustración 13: Índice de la pobreza por ingreso a nivel nacional.....	43
Ilustración 14: Importaciones por destino o uso económico .....	43
Ilustración 15: Tasas activas y pasivas efectivas referenciales en dólares .....	44
Ilustración 16: Fundición – Tanque A.....	45
Ilustración 17: Reducción de temperatura – Tanque B .....	46
Ilustración 18: Templado – Tanque C .....	47
Ilustración 19: Moldes .....	47
Ilustración 20: Vibradora .....	48
Ilustración 21: Empacadora .....	48
Ilustración 22: Chocostevia – Fuerzas de Porter.....	52

## **CAPITULO 1**

### **1.1 Introducción**

Para lograr la ejecución del modelo de valoración de la empresa Chocstevia, mediante el empleo del método de flujos de cajas descontados, es de vital importancia identificar los métodos de valoración existentes, cómo es su funcionamiento, qué requieren para ser desarrollados, cuál es el ideal para su empleo acorde a la actividad desarrollada por la empresa, por lo que es trascendental entender de la misma, cuál es su flujo operacional, cómo está compuesta y hacia qué camino va su planeación estratégica.

Esta identificación contribuirá a contar con conceptos claros sobre los términos más importantes que serán abordados durante el presente trabajo, por lo que en primera instancia se presentará el marco teórico donde se profundizará todo al respecto de valorización de empresas y a los métodos existentes; y en segunda instancia, todo lo referente al análisis de la empresa.

### **1.2 Justificación e importancia**

La función del presente trabajo es evidenciar el valor de la compañía ante el público, a fin de que pueda comercializarse acciones de la misma para fortalecer su salud financiera y mitigar la dependencia exclusiva de capitalización con entidades financieras.

### **1.3 Antecedentes**

La temática del valor ha ido tornándose de gran relevancia en la ciencia económica a partir de su inauguración con el famoso Adam Smith y su gran distinción con respecto al valor del uso y valor de cambio, lo cual dotaba a todos los bienes de carácter económico una cualidad intrínseca y otra que viene de afuera, la cual depende de disposiciones de terceros. Conforme a (Ricardo, 1959), una definición al respecto menciona lo siguiente: “El valor de una cosa es la cantidad de cualquier otra cosa por la que podrá cambiarse”. Esa otra cosa que menciona Ricardo es principalmente el dinero, medio de intercambio universal, tema fundamental en la profundización de la teoría económica. En sentido opuesto a los que varias personas consideran, el precio no siempre es un referente que enuncia el verdadero valor de un bien o servicio dado. Se debe considerar que el precio que un cliente paga por un mismo bien o servicio es mucho mayor que el que cancela un consumidor de dos productos con similares características, esto es dado primordialmente porque la información sobre precios de servicios no es suficiente, haciéndola difícil para comparar, dada la diferencia existente entre servicios, como son de distintos profesionales que los ofrecen y porque el valor de un servicio es mayor que el constituido por su precio. Desde la panorámica que brinda el marketing de servicios, la relación entre precio y valor no toman una relevancia importante, lo que se cobra está estrictamente relacionado con el valor, en otras palabras, el precio no está basado en el valor.

El valor de una empresa es la búsqueda de hallar un valor justificable para una organización de giro económico mediante el empleo de un modelo establecido de valorización. El precio de una empresa es el monto en el que el vendedor y comprador acuerdan ejecutar una transacción de compraventa de un negocio determinado y que no necesariamente debe coincidir con el valor al que se ha llegado posterior a la realización de una valorización.

Por tanto, el presente trabajo toma la valoración como un modelo empleado para realizar el cálculo de un rango de valores entre los cuales se podrá encontrar el precio real de la empresa. Nótese que la valoración es una herramienta para evaluar los resultados que entregue la empresa en cada uno de sus ejercicios. El precio consecuentemente es el producto que se origina de una negociación tanto entre vendedores como compradores.

## **1.4 Objetivos**

### **1.4.1 Objetivo General**

Valorar a la empresa Chocostevia.

### **1.4.2 Objetivos Específicos**

- Determinar el entorno micro y macroeconómico en el que se desenvuelve la empresa.
- Analizar sus estados financieros y realizar comparativos de desempeño.
- Analizar los diferentes modelos de valoración financiera y seleccionar el más apropiado para el caso.
- Valorar la empresa mediante proyecciones de la información actual obtenida.

## **1.5 Metodología**

### **1.5.1 Diseño y técnicas de recolección de información.**

Se efectuará proyecciones de los balances y estados de resultados de la empresa. La información será provista por la empresa Chocostevia, quien ha dado la autorización para el uso de la misma para este trabajo con fines académicos. Dicha información comprende reportes de ventas, estimados de ventas, balances generales, estados de resultados y flujos de caja.

Toda esta información será empleada para realizar los análisis y posteriormente llegar a cuantificar la valoración de la empresa mediante el método de flujos de caja descontados.

### **1.5.2 Técnicas de análisis.**

Se efectuará proyecciones de los balances y estados de resultados de la empresa, a fin de establecer un flujo de caja el mismo que aportará con la determinación del valor actual neto mediante la tasa de descuento, la misma que será establecida con la fórmula WACC (Costo del Capital Medio Ponderado). Seguido a aquello, se determinará el valor residual y el valor de la compañía, cálculo que es de gran relevancia en línea al conocimiento que le puede otorgar al dueño, sobre cuánto negociar su empresa en un futuro si se llegara a presentar el evento de una potencial venta, y sobre todo determinar, si decide abrirse la empresa al mercado público, el valor de las acciones que saldrán a la venta, las cuales podrían constituirse en otra hipotética fuente de recursos en caso de expansiones.

## **1.6 Marco teórico**

Al interior del marco teórico, se establecerán los diferentes conceptos de valoración, de acuerdo a distintos autores, métodos de valoración, conceptos relacionados a los mismos, características y fórmulas a emplear.

### **1.6.1 Valoración de empresas**

Para empezar es de vital importancia reconocer la trascendencia acerca de efectuar una valoración de empresa en los actuales momentos, puesto que es de sumo interés no únicamente para personas ajenas a la empresa, que son aquellos que han depositado su confianza para invertir en la misma, como son los accionistas o inversionistas, sino también para el personal con

cargo jerárquico de directivo y de administración de la compañía, debido a que al efectuar análisis de los valores y determinantes que otorgan mencionado valor a la empresa, pueden tomarse decisiones de qué direccionamiento resulta útil tomarse, bien sea hacia proyectos nuevos, apalancamiento en deuda para aumentar la infraestructura de la propiedad, planta o equipos de la empresa, formas de hacer dicho apalancamiento, ya sea por propios recursos o de externos, o potenciales nuevas inversiones altamente rentables a largo plazo.

El fundamento de elaborar una valoración es maximizar el valor de los accionistas, en otras palabras, lograr un incremento respecto al valor de la empresa y consecuentemente sus acciones, lo que atraerá inversión financiera sea de carácter local o extranjera, y aumentará de manera seguida, la producción de la compañía en aras de la productividad y eficiencia.

A continuación, se citarán determinados autores que explican sobre la valoración y profundizan las diversas formas de ver y desarrollar profundamente esta herramienta, dependiendo del escenario de necesidad en el que se sitúe la empresa, así como el derrotero u objetivos que tenga la misma.

Conforme a (Fernández, 2016), la valoración de una empresa es un ejercicio de sensatez que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Sensatez y conocimientos técnicos son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sensatez (o a la falta de ambos).

De acuerdo a (Adam, 2005), en los ámbitos confiable y financiero, el tema de valuación surge a partir de la consideración de que los informes financieros tradicionales muestran en forma limitada el valor de la empresa, porque el capital contable solo revela información pasado.

Al interior del presente paper, se denota que la valoración logrará generar dentro de las empresas, información que de lugar a que los accionistas y directivos puedan tomar decisiones acertadas con respecto al direccionamiento de la compañía, y consecuentemente adicionar reportes de complemento que sustenten de mejor manera sus decisiones.

Esta es la razón por la cual es de trascendental relevancia efectuar valoraciones de empresas, para los potenciales casos que pueden darse al respecto de fusiones, adquisiciones, restructuración, planificación fiscal, evaluación de la factibilidad de proyectos de inversión, salidas a bolsa, compra o venta de acciones en bolsa.

En la otra mano, (Alonso & Villa, 2007), señalan que La valoración de empresas busca determinar el valor objetivo (valor general o valor común) que puede considerarse como adecuado para fijar su valor con el fin de estimar los derechos expectantes de los propietarios (socios) del capital social de la empresa.

Al efectuarse la valoración de la empresa, busca determinarse el valor de la misma, el mismo que bajo ningún concepto puede llegarse a confundir con el precio, que constituye el importe necesario de cada transacción y que varía en función tanto de la oferta como de la demanda. Más bien es, al contrario, el valor significa analizar profundamente la empresa mediante diferentes métodos existentes, logrando así que se torne mpas atractiva para inversionistas, para la bolsa, compradores, para todos los casos dependiendo del empleo o naturaleza de funcionamiento de la misma.

El valor no constituye un número único, ya que está supeditado al comprador inversor, del método y momento cuando se efectuó la valoración, mientras que el precio si constituye algo único, en otras palabras, ya se encuentra predeterminado y únciamente sigue su curso de negociación.

Según (Galindo, 2005), el valor de una empresa está supeditado a:

- La capacidad para generar flujos
- El riesgo de su negocio



- El Nivel de endeudamiento

Al momento de realizar la valorización de una empresa, debe considerarse la diferencia entre el valor de los propios recursos y el valor de la empresa en su totalidad, pues su relación es establecida en la fórmula que se indica a continuación y es de autoría de (Labatut, 2005):

Valor de recursos propios = valor total de empresa – deuda neta

La valoración de una empresa encuentra su nacimiento en diversas causas, de origen interno como externo; y enmarcadas en circunstancias ordinarias o extraordinarias.

Las circunstancias extraordinarias o también denominadas especiales, son aquellas que son ejecutadas para modificar la estructura de capital y para operaciones de crecimiento externo. Por otro lado, las ordinarias son aquellas que se generan como herramienta para cumplir los objetivos empresariales, como pilar fundamental para efectuar negociaciones con terceros, como base estándar para cálculos económicos y como sustento de información a divulgarse a terceros.

Esto significa que la empresa puede necesitar de una valoración o estimación de valores de acuerdo a cuál sea su necesidad, o como un aporte para tomar decisiones, puesto que como se ha venido indicando, no es necesaria la presencia de un motivo financiero para llevar a cabo esta práctica.

Debe considerarse entonces diferentes factores al momento de valorar la empresa, tanto de índole financiera, comercial, humana, técnica, entre los principales, es decir, factores internos y externos que impacten en el valor de estimación. Así, es de preponderante importancia elaborar un análisis de situación de la empresa, que evidencie un ambiente macro y microeconómico por el cual esté atravesando dicha compañía.

Es importante esclarecer que existen disponibles diversos métodos de valoración de empresas, conforme a las necesidades, estos métodos

cuentan con subdivisiones y fórmulas de diferentes tipos que dan cabida a elaborar valoraciones de acuerdo a características específicas y al propósito que buscan los directivos quienes la conforman. Esta clasificación para todos los casos dependerá de cada uno de los autores, sin embargo, de modo general la mayoría concuerda y propone los mismos métodos enmascarados con conceptos similares. Es por ello que resulta menester definir la clasificación que se empleará, dentro de la cual se halle el método con el que se haya decidido trabajar.

### **1.6.2 Métodos de valoración de empresas**

Para efectuar la valoración de empresas, se cuentan con diversos métodos según cada autor, sin embargo el enfoque del presente trabajo recaerá sobre los cuatro métodos establecidos por (Fernández, 2016), la valoración de una empresa es un ejercicio la siguiente clasificación:

- Métodos basados en el balance (valor patrimonial)
- Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)
- Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill
- Métodos basados en el descuento de flujos (cashflows)

#### **1.6.2.1 Métodos basados en el balance (valor patrimonial)**

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio y consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance, en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también afectan al valor como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial. Sólo el valor de liquidación tiene lógica porque responde a la siguiente pregunta: ¿cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa?

### 1.6.2.1.1 Valor contable

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto, recursos propios o fondos propios de la empresa) es el número que aparece en los recursos propios del balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

Supongamos una empresa cuyo balance es el que aparece en la tabla 1. El valor contable o valor en libros de las acciones (capital más reservas) es 80 millones de euros. También se puede calcular como la diferencia entre el activo total (160) y el pasivo exigible (40 + 10 + 30), es decir, 80 millones.

Este valor tiene el problema de su propia definición: la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa (los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad), mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Por ello, prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor “de mercado”. El apartado 2.5 trata sobre la relación entre el valor de mercado y el contable.

Tabla 1: Empresa Abascal S.A. Balance oficial y cuenta de resultados en millones de euros

ACTIVO		PASIVO		Cuenta de resultados	
Tesorería	5	Proveedores	40	Ventas	300
Deudores	10	Deuda bancaria	10	Coste de ventas	136
Inventario	45	Deuda a largo	30	Gastos generales	120
Activos fijos	100	Capital y reservas	80	Intereses	4
<b>Total activo</b>	<b>160</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>160</b>	Beneficio antes de impuestos	40
				Impuestos (35%)	14
				<b>Beneficio neto</b>	<b>26</b>

Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández

### 1.6.2.1.2 Valor contable ajustado o valor del activo neto real

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, pero sólo lo consigue parcialmente. Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado. Continuando con el ejemplo de la tabla 1, analizamos algunas partidas del balance de forma individual para ajustarlas a su valor de mercado aproximado. Por ejemplo, si consideramos que:

- los deudores incluyen €2 millones de deuda incobrable, esta partida debería figurar por un valor de €8 millones
- los inventarios, después de descontar partidas obsoletas sin valor y de revalorizar las restantes a su valor de mercado, representan un valor de €52 millones
- los activos fijos (terrenos, edificios y maquinaria) tienen un valor, según un experto, de €150 millones, y
- el valor contable de las deudas a proveedores, bancos y a largo plazo es igual a su valor de mercado,

El balance ajustado sería el que aparece en la tabla 2. El valor contable ajustado es 135 millones: activo total (215) menos pasivo exigible (80). En este caso, el valor contable ajustado supera en 55 millones al valor contable.

*Tabla 2 Empresa Abascal S.A. Balance ajustado en millones de euros*

<b>ACTIVO</b>	Tesorería	5	<b>PASIVO</b>	Proveedores	40
	Deudores	8		Deuda bancaria	10
	Inventarios	52		Deuda a largo	30
	Activos fijos	150		Capital y reservas	135
	<b>Total activo</b>	<b>215</b>		<b>Total pasivo</b>	<b>215</b>

*Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández*

### **1.6.2.1.3 Valor de liquidación**

Es el valor de la empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación). A partir del ejemplo de la tabla 2, si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa Abascal S.A. fuesen 60 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 75 millones (135-60).

Lógicamente, la utilidad de este método está restringida a una situación muy concreta, como es la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente. Pero siempre representa el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de una empresa suponiendo su continuidad es superior a su valor de liquidación.

### **1.6.2.1.2 Valor substancial**

El valor substancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente no se incluyen en el valor substancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.)

Se suelen distinguir tres clases de valor substancial:

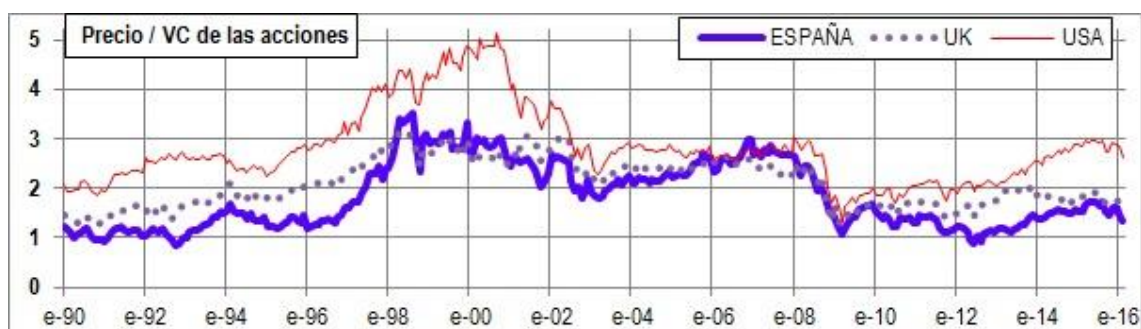
- Valor substancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado (en el ejemplo de la tabla 2: 215).
- Valor substancial neto o activo neto corregido: es el valor substancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado, que hemos visto en el apartado anterior (en el ejemplo de la tabla 2: 135).

- Valor substancial bruto reducido: es el valor substancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste (en el ejemplo de la tabla 2:  $175 = 215 - 40$ ). Los 40 millones que se restan corresponden a los proveedores.

### 1.6.2.1.3 Valor contable y valor de mercado

La ilustración 1 muestra la evolución del cociente cotización/valor contable de las bolsas española, inglesa y estadounidense. Puede verse que entre 1993 y 2016 el valor contable estuvo, en media, muy por debajo del precio de las acciones.

Ilustración 1: Evolución de la relación precio / valor contable de las acciones en la bolsa española, en la inglesa y en la estadounidense.



Fuente: Morgan Stanley y Datastream

En general, el valor contable de las acciones tiene poco que ver con el valor de mercado. Este hecho puede observarse en la tabla 3, que muestra el cociente cotización/valor contable (P/VC) de varias empresas españolas y de algunas bolsas internacionales en 1992, en 2003 y en 2014.

Tabla 3 Valor de mercado / valor contable, PER y dividendo / cotización de varias empresas españolas y de bolsas de distintas naciones

#### Medias Nacionales:

Alemania	1,6	13,9	4,1%	1,4	36,9	2,3%	1,7	15,4	2,7%
Japón	1,8	36,2	1,0%	1,6	94,0	1,0%	1,3	15,6	1,8%
España	0,9	7,5	6,3%	2,2	15,3	2,5%	1,7	21,3	4,2%
Inglaterra	1,9	16,3	5,2%	2,0	16,1	3,6%	2,2	16,0	3,2%
Estados Unidos	2,3	23,3	3,1%	2,9	21,1	1,7%	2,9	20,3	1,9%
Promedio	1,7	19,4	3,9%	2,0	36,7	2,2%	2,0	17,7	2,8%

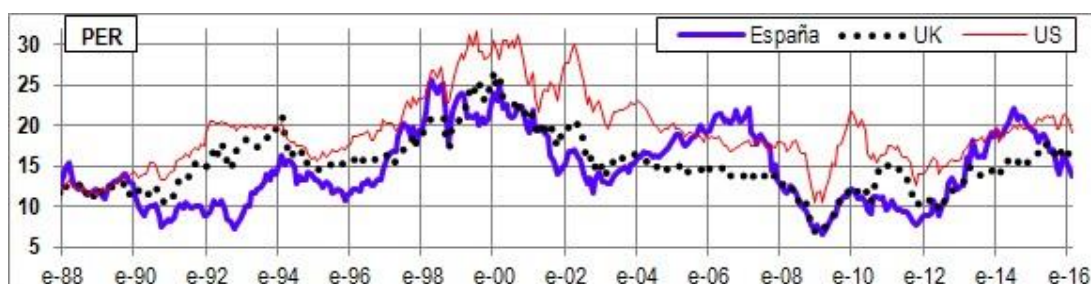
P/VC es la cotización de la acción (P) dividida por su valor contable (VC). PER es la cotización de la acción dividida por el beneficio por acción. Div/P es el dividendo por acción dividido por la cotización. Otras magnitudes fueron:

	Tipos de interés 10 años			
	IBEX 35	España	USA	Inflación España
Septiembre de 1992	2.032	13,1%	6,4%	5,8%
Agosto de 2003	7.111	4,2%	4,4%	3,4%
Agosto de 2014	10.700	2,0%	2,4%	-0,3%

### 1.6.2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Así, por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo). También es frecuente valorar estacionamientos de automóviles multiplicando el número de plazas por un múltiplo y valorar empresas de seguros multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo.

Ilustración 2: Evolución del PER en las bolsas española, inglesa y estadounidense



Fuente: Datastream

#### 1.6.2.2.1 Valor de los beneficios PER

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de price earnings ratio), es decir:

Valor de las acciones = PER x beneficio

La tabla 3 muestra el PER de varias empresas españolas y el PER medio de bolsas de distintas naciones en septiembre de 1992 y en agosto de 2003. En agosto de 2003, los PER de las empresas españolas variaban entre el 10,3 de Repsol y el 19,9 de Bankinter. La ilustración 2 muestra la evolución del PER de las bolsas española, inglesa y estadounidense.

En ocasiones se utiliza también el PER relativo que no es más que el PER de la empresa dividido por el PER del país.

De acuerdo a (Fernández, 2016), el PER en detalle y se muestra la relación existente entre el PER (el ratio más utilizado en valoración, especialmente para las empresas que cotizan en bolsa), la rentabilidad exigida por los accionistas y el crecimiento medio estimado para el cash flow generado por la empresa. Esta sencilla relación permite realizar juicios rápidos sobre la sobrevaloración o infravaloración de empresas.

#### **1.6.2.2 Valor de los dividendos**

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones<sup>8</sup>. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse así:

Valor de la acción =  $DPA / Ke$ , siendo:

DPA = dividendo por acción repartido por la empresa.  $Ke$  = rentabilidad exigida a las acciones

La rentabilidad exigida a las acciones, también llamada coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Se obtiene sumando a la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo una prima de riesgo de la empresa.

Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

Valor de la acción =  $DPA1 / (Ke - g)$ , siendo DPA1 los dividendos por acción del próximo año.

Las empresas que pagan más dividendos no obtienen como consecuencia de ello un mayor crecimiento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente

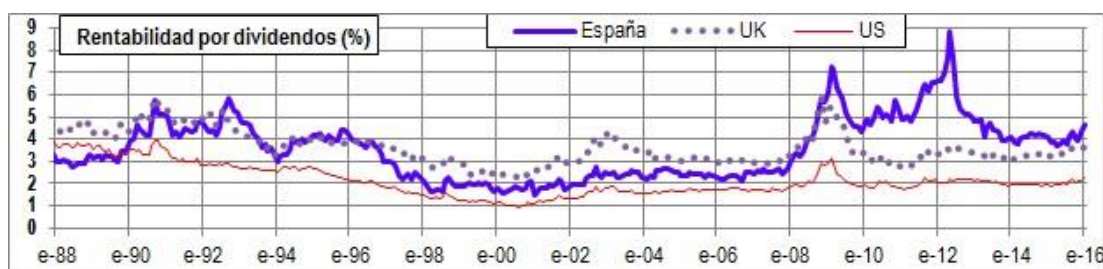


reduce su crecimiento porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de utilizarlo en nuevas inversiones.

La tabla 3 muestra la relación dividendo/cotización (rentabilidad por dividendos) de varias empresas españolas y de varias bolsas mundiales en 1992, en 2003 y en 2014. En agosto de 2003 la rentabilidad por dividendos de las empresas españolas oscilaba entre el 1,3% de Telefónica y el 4,8% de Endesa. Japón era el país con menor rentabilidad por dividendos (1%) y España tenía una rentabilidad por dividendos del 2,5%, muy por debajo de la que tuvo en 1992, que fue 6,2%. Este descenso de la rentabilidad por dividendos se puede observar también en el resto de los países y se debió fundamentalmente al descenso de los tipos de interés y el consiguiente aumento de las cotizaciones.

La ilustración 3 contiene la evolución de la relación dividendo/cotización (en inglés dividend yield) de las bolsas española, inglesa y estadounidense.

*Ilustración 3: Evolución de la rentabilidad y dividendos de las bolsas española, inglesa y americana*



*Fuente: Morgan Stanley y Datastream*

### 1.6.2.2.3 Múltiplo de las ventas

Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Por ejemplo, una oficina de farmacia se valora con

frecuencia multiplicando sus ventas anuales (en euros) por 2 ó por otro número, según la coyuntura del mercado. También es habitual valorar una planta embotelladora de refrescos multiplicando sus ventas anuales en litros por 4 ó por otro número, según la coyuntura del mercado.

Para analizar la consistencia de este método, Smith Barney llevó a cabo un análisis de la relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción. El estudio se realizó con empresas grandes (capitalización superior a 150 millones de dólares) de 22 países. Dividió las empresas en cinco grupos según su ratio precio/ventas: el grupo 1 era el formado por las empresas con menor ratio, y el grupo 5 era el formado por las empresas con mayor ratio precio/ventas. La rentabilidad media de cada grupo de empresas se adjunta en la siguiente tabla:

*Tabla 4: Relación entre la rentabilidad y el ratio precio / ventas*

	grupo 1	grupo 2	grupo 3	grupo 4	grupo 5
Diciembre 84-diciembre 89	38,2%	36,3%	33,8%	23,8%	12,3%
Diciembre 89-septiembre 97	10,3%	12,4%	14,3%	12,2%	9,5%

*Fuente: Smith Barney*

Puede apreciarse que, en el periodo diciembre 84-diciembre 89, las acciones de las empresas con menor ratio precio/ventas en diciembre de 1984 fueron en media más rentables que las de aquéllas que tenían un ratio mayor. Pero esto no fue cierto en el periodo diciembre 89-septiembre 97: no hubo ninguna relación entre el ratio precio/ventas de diciembre de 1989 y la rentabilidad de las acciones durante esos años.

La tabla 5 muestra la misma relación para 56 empresas españolas: no existe relación en ninguno de los tres periodos analizados.

Tabla 5: Relación entre la rentabilidad y el ratio precio / ventas en la bolsa

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
<b>1990-02</b>	24%	14%	17%	16%	18%
<b>1990-96</b>	33%	9%	16%	14%	13%
<b>1997-02</b>	12%	21%	17%	19%	23%

Fuente: Valorización de empresas y sensatez

Autor: Pablo Fernández

El ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

El primer ratio (precio/beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas.

#### 1.6.2.2.4 Otros múltiplos

Además del PER y del [precio/ventas], otros de los múltiplos que se utilizan con frecuencia son:

- Valor de la empresa / beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)

El ratio precio/ventas se puede descomponer en otros dos:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

El primer ratio (precio/beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas.

- Valor de la empresa / beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA)<sup>11</sup>
- Valor de la empresa / cash flow operativo
- Valor de las acciones / valor contable

Es evidente que para valorar una empresa utilizando los múltiplos, es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables.

Ejemplo. Utilización del método de los múltiplos para valorar Superdiplo, una empresa de distribución del sector de la alimentación que comenzó a cotizar en la bolsa española en abril de 1998. Superdiplo operaba en Canarias, en el sur de España y en Madrid. De 1995 a 1998 se convirtió en el séptimo distribuidor de alimentación por tamaño en España, el segundo en supermercados (tras Mercadona) y el líder en las Islas Canarias. Superdiplo era predominantemente un distribuidor de alimentación, ya que sus ventas de no-alimentación representaron en 1997 tan sólo un 6% del total. En febrero de 1998, la cadena contaba con 166 establecimientos con cinco conceptos distintos: hipermercados, supermercados, locales de descuento, "cash & carry" y tiendas para turistas. Cada concepto operaba con una marca distinta. Superdiplo era una empresa con gran crecimiento. Las ventas de 1997 fueron €552,3 millones y las esperadas para 1998 eran de 900,3 millones. Análogamente, el beneficio de 1997 fue 20,18 millones y el esperado para 1998 era 34,3 millones. Además, disfrutaba de una baja tasa impositiva gracias al régimen fiscal de las Islas Canarias. Cuatro empresas que operaban en la Península Ibérica (Modelo Continente, Jerónimo Martins, Pryca y Continente) fueron consideradas como las más comparables. Los datos que se utilizaron fueron los disponibles el 20 de abril de 1998. La tabla 6 muestra una valoración de las acciones de Superdiplo utilizando múltiplos. Es interesante destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo y la empresa que se tome como referencia. El precio de salida a bolsa del 30 de abril de 1998 fue 18,84 €/acción (equivalente a un valor total de las acciones de €960,9 millones). Este valor fue muy cercano a la media de todas las valoraciones (920), pero lejano a las valoraciones individuales.

Tabla 6 Valoración de Superdiplo a partir de múltiplos

	Múltiplos de cada empresa				Valoración de las acciones (millones de euros) de Superdiplo utilizando ratios de:				
	Modelo	Jerónimo	Pryca	Continente	Modelo	Jerónimo	Pryca	Continente	Media
P/Ventas 97	1,90	2,70	1,00	0,70	1.049	1.491	552	387	870
P/Ventas 98E	1,60	1,90	1,00	0,60	1.441	1.711	900	540	1.148
P/BAAIT 97	24,80	28,20	12,00	13,90	854	971	413	479	679
P/BAAIT 98E	20,10	21,50	11,40	12,90	978	1.046	555	628	802
P/BAIT 97	29,80	42,00	20,50	27,90	810	1.141	557	758	816
P/BAIT 98E	24,90	30,80	19,30	27,90	924	1.143	716	1.035	955
PER 97	44,90	54,50	27,80	36,70	906	1.100	561	741	827
PER 98E	37,60	38,40	27,70	35,50	1.289	1.317	950	1.217	1.193
P/CF 97	33,90	36,90	14,40	17,70	932	1.014	396	487	707
P/CF 98E	26,90	27,00	14,20	15,80	1.234	1.238	651	725	962
P/Valor contable 98E	7,00	7,83	3,55	3,98	1.459	1.632	740	830	1.165
				Media	1.080	1.255	636	711	920

Fuente: Valorización de empresas y sensatez

#### 1.6.2.2.5 Múltiplos utilizados para valorar empresas de Internet

De acuerdo a (Fernández, Valoraciones de Amazon, Terra y empresas de Internet, 2016), las valoraciones de Amazon, Terra y empresas de internet muestran que los múltiplos más utilizados para valorar empresas de Internet son: Precio/ventas, Precio/subscriptor, Precio/páginas visitadas y Precio/habitante.

Un ejemplo. En marzo de 2000, un banco francés publicó su valoración de Terra basada en el ratio Precio / ventas de empresas comparables. Aplicando el ratio medio (74) a las ventas previstas para Terra en el 2001 (310 millones), el banco francés estimó el valor de las acciones de Terra en €19.105 millones (68,2 euros por acción).

Tabla 7 Comparación de Terra frente a empresas comparables

	Freereserve	Tiscali	Freenet.de	Infosources	Media
Precio/ventas	110,4	55,6	109,1	21,0	74,0

Fuente: Valorización de empresas y sensatez

### 1.6.2.3 Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill

En el siguiente cuadro podemos observar que el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto (A) más el valor del fondo de comercio, que según el método que se utilice se calcula de distinta manera:

Tabla 8 Empresa Abascal S.A. Balance oficial y cuenta de resultados en millones de euros

Valor de la empresa	
Método de valoración "clásico"	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, ó $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método de la UEC <sup>14</sup>	Si se despeja $V = A + a_n (B - iV)$ , se obtiene: $V = [A + (a_n \times B)] / (1 + i a_n)$
Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo neto corregido; $a_n$ = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) se suele denominar ¡superbeneficio!
Método indirecto o método "de los prácticos"	$V = (A+B/i)/2$ que también puede expresarse como $V = A + (B-iA)/2i$ i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de los beneficios
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA) / t_m$ La tasa $t_m$ es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m (B - iA)$ El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5. i es el tipo de interés a largo plazo.
Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo	$V = A + (B - iV)/t$ despejando $V = (A + B/t) / (1 + i/t)$ i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el "superbeneficio" y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. Es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.

Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández

El fondo de comercio es la diferencia entre el precio que se paga por una empresa y el valor contable con el que se refleja la compra: es sólo un apunte para que cuadre el balance de la empresa compradora. Pero, según algunos autores, "el fondo de comercio representa el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero, que sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta". Algunas formas de

valoración del fondo de comercio dan lugar a los diversos procedimientos de valoración que se describen en este apartado.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. A grandes rasgos se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

#### **1.6.2.4 Métodos basados en el descuento de flujos (cash flows)**

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flows) que generará en el futuro, para luego descontarlos con una rentabilidad exigida apropiada según el riesgo de dichos flujos. El descuento de los flujos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto: el valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.).

#### 1.6.2.4.1 Método general para el descuento de flujos

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

siendo:  $CF_i$  = flujo generado por la empresa en el periodo  $i$ ;  $VR_n$  = valor residual, esto es, valor esperado de la empresa en el año  $n$ ;  $K$  = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos

Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año  $n$  ( $VR_n$ ) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo.

Un procedimiento para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año  $n$  es suponer una tasa de crecimiento constante ( $g$ ) de los flujos a partir de ese periodo, y obtener el valor residual en el año  $n$  aplicando la fórmula de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:  $VR_n = CF_n (1+g) / (K-g)$  Los flujos pueden tener una duración

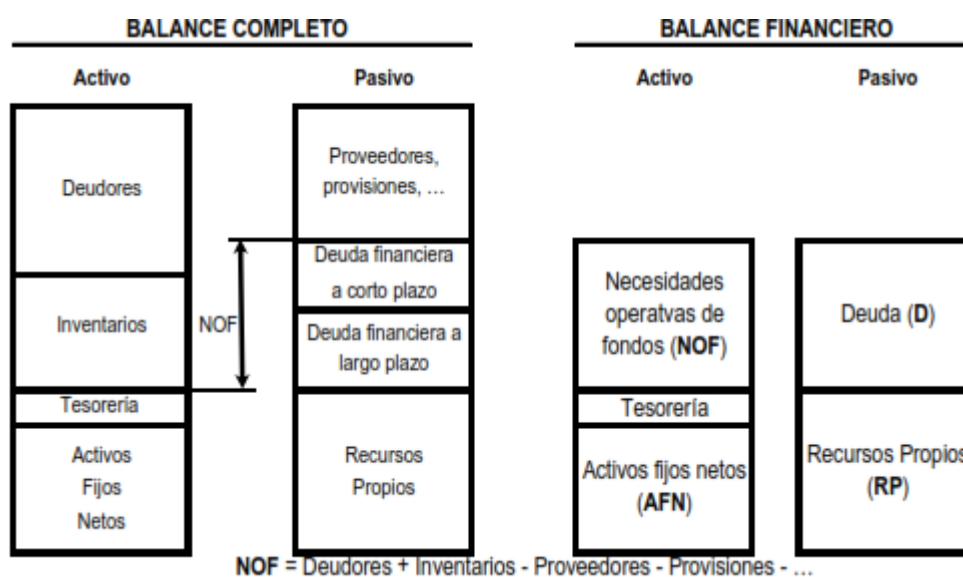


indefinida pero puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado periodo, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

#### 1.6.2.4.2 Determinación del cash flow adecuado para descontar y balance financiero de la empresa

La ilustración 4 muestra simplificada, la diferencia entre el balance contable (completo) de la empresa y el balance financiero. Cuando nos referimos al activo de la empresa (financiero), no estamos hablando del activo en su totalidad, sino del activo total menos la financiación espontánea (en general, proveedores, acreedores...). Dicho de otra forma, el activo de la empresa (financiero) se compone de los activos fijos netos más las necesidades operativas de fondos<sup>15</sup>. El pasivo (financiero) de la empresa está formado por los recursos propios (las acciones) y la deuda (en general, deuda financiera a corto y largo plazo)<sup>16</sup>. El término “valor de la empresa”, designa habitualmente a la suma del valor de la deuda financiera más el valor de las acciones.

Ilustración 4: Balance contable y financiero de una empresa



Fuente: Valoración de empresas y sensatez

Antes de desarrollar los diferentes métodos de valoración basados en el descuento de flujos, es necesario definir los distintos tipos de flujos que pueden considerarse para la valoración.

Para entender cuáles son los cash flows básicos que se pueden considerar en una valoración, en el cuadro siguiente se representa un esquema de los distintos o flujos que genera una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo. Los tres flujos que más se utilizan son: el flujo de fondos libre, el flujo para los accionistas y el flujo para los proveedores de deuda.

El más sencillo de comprender es el flujo para la deuda, que es la suma de los intereses que corresponde pagar por la deuda más las devoluciones de principal. Con el objeto de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda). En muchos casos el valor de mercado de la deuda será equivalente a su valor contable, de ahí que muchas veces se tome su valor contable (o valor en libros) como una aproximación suficientemente buena y rápida al valor de mercado.

*Tabla 9: Flujo de fondos y tasa de descuento aplicada*

<b>FLUJO DE FONDOS</b>	<b>TASA DE DESCUENTO APROPIADA</b>
<b>CFac.</b> Flujo para los accionistas	<b>Ke.</b> Rentabilidad exigida a las acciones
<b>CFd.</b> Flujo para la deuda	<b>Kd.</b> Rentabilidad exigida a la deuda
<b>FCF.</b> Flujo de fondos libre ( <i>free cash flow</i> )	<b>WACC.</b> Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
<b>CCF.</b> Capital cash flow	<b>WACC</b> antes de impuestos

*Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández*

El flujo de fondos libre (FCF) permite obtener directamente el valor total de la empresa<sup>18</sup> (deuda y acciones:  $D + E$ ). El Flujo para los accionistas (CFac) permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá también establecer el valor total de la empresa. Las tasas de descuento que deben utilizarse para el FCF y el CFac se detallan y explican en los apartados siguientes.

#### **1.6.2.4.3 El free cash flow**

El free cash flow (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo operativo, esto es el flujo generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que se podría repartir a los accionistas de la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los periodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. Sin embargo, para valoración de empresas esta tarea exige prever flujos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería.

La contabilidad no puede proveernos directamente dichos datos porque por una parte utiliza el enfoque de lo devengado y, por otra, asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios arbitrarios. Estas dos características de la contabilidad distorsionan la percepción del enfoque relevante a la hora de calcular flujos, que debe ser el enfoque de “caja”, es decir, dinero efectivamente recibido o entregado (cobros y pagos). Sin embargo, ajustando la contabilidad según esta última perspectiva se puede calcular el flujo que nos interese.

A continuación trataremos de identificar los componentes básicos de un flujo libre de fondos en el ejemplo de la empresa Rahnema, SA. La información de la cuenta de resultados que se presenta en la tabla 7, deberá ser ajustada para obtener el free cash flow de cada periodo.

Tabla 10: Empresa Ranhema S.A. Componentes básicos de un flujo libre de fondos

	2011	2012	2013
<b>Ventas</b>	<b>1.000</b>	<b>1.100</b>	<b>1.200</b>
-Coste de mercancías vendidas	-550	-610	-660
-Gastos generales	-200	-220	-240
-Amortización	-100	-110	-120
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)</b>	<b>150</b>	<b>160</b>	<b>180</b>
-Pagos de intereses	-50	-60	-60
<b>Beneficio antes de impuestos (BAT)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>120</b>
-Impuestos (30%)	-30	-30	-36
<b>Beneficio neto (BDT)</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>84</b>
-Dividendos	-50	-55	-60
<b>Beneficios retenidos</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>24</b>

Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández

La tabla siguiente muestra la obtención del free cash flow a partir del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Los impuestos se deben calcular sobre el BAIT directamente: así obtenemos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadirle las amortizaciones del periodo porque no representan un pago sino que constituyen solamente un apunte contable. Además, debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a aumentos de RNC (Resta negociada de cuadro, también llamadas necesidades operativas de fondos NOF)<sup>19</sup>, ya que dichas sumas deben ser restadas para calcular el free cash flow.

Tabla 11: Obtención del flujo de caja libre a partir del beneficio

	2011	2012	2013
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)</b>	<b>150</b>	<b>160</b>	<b>180</b>
-Impuestos sobre el BAIT (30%)	-45	-48	-54
<b>Beneficio neto de la empresa sin deuda</b>	<b>105</b>	<b>112</b>	<b>126</b>
+Amortización	100	110	120
-Incremento de activos fijos	-60	-66	-72
-Incremento de RNC (NOF)	-10	-11	-12
<b>Free cash flow</b>	<b>135</b>	<b>145</b>	<b>162</b>

Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández

La obtención del free cash flow supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Es importante destacar que en el caso de que la empresa no tuviera deuda, el flujo de fondos libre sería idéntico al Flujo para los accionistas, que es otra de las variantes de los cash flows que se utilizan para valoraciones y que será analizada a continuación.

#### **1.6.2.4.4 El flujo para las acciones**

El flujo para las acciones (CFac) se calcula restando al flujo de fondos libre, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo que se reparte a los accionistas de la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en RNC (NOF) y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda). Se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

$$\text{CFac} = \text{FCF} - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos para los accionistas. Este cash flow supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada periodo, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes,

se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que se distribuye a los accionistas en forma de dividendos o como recompra de acciones.

Al actualizar el flujo para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ).

#### 1.6.2.4.5 Capital cash flow

Se denomina CCF (capital cash flow) a la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones. El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal. Por tanto:

$$CCF = CF_{ac} + CF_d = CF_{ac} + I - \Delta D \qquad I = D \cdot K_d$$

Es importante no confundir el capital cash flow con el free cash flow.

#### 1.6.2.4.6 Cálculo del valor de la empresa a través del free cash flow

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización) de los free cash flows utilizando la rentabilidad exigida promedio (ponderado) de deuda y acciones (WACC)<sup>21</sup>:

$$E + D = \text{valor actual [FCF; WACC]}, \quad \text{donde } WACC = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

siendo:  $D$  = valor de mercado de la deuda.  $E$  = valor de mercado de las acciones

$K_d$  = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda.

$T$  = tasa impositiva

$K_e$  = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

El WACC se calcula ponderando las rentabilidades exigidas a la deuda ( $K_d$ ) y a las acciones ( $K_e$ ), en función de la estructura financiera de la empresa. Ésta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

#### **1.6.2.4.7 Cálculo del valor de la empresa como el valor sin apalancamiento más el valor de los ahorros fiscales debidos a la deuda**

En este método, el cálculo del valor de la empresa se realiza sumando dos valores: por una parte el valor de la empresa suponiendo que la empresa no tiene deuda y, por otra, el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda.

El valor de la empresa sin deuda se obtiene mediante el descuento del cash flow libre, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda. Esta tasa ( $K_u$ ) es conocida como tasa unlevered (no apalancada) y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital, ya que en ese caso los accionistas soportarían el riesgo financiero que supone la existencia de la deuda y requerirían una prima de riesgo adicional superior. Para los casos en que no existe deuda, la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_u$ ) es equivalente al WACC, ya que la única fuente de financiamiento que se está utilizando es capital.

El valor actual de los ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, y se produce específicamente por el menor

pago de impuestos que realiza la empresa debido a los intereses correspondientes a la deuda en cada periodo. Para hallar el valor actual de los ahorros fiscales (del ahorro de impuestos debido a los intereses), habrá que calcular primero los ahorros por este concepto para cada uno de los años, multiplicando los intereses de la deuda por la tasa impositiva. Una vez tengamos estos flujos habrá que descontarlos a la tasa que se considere apropiada. Aunque la tasa de descuento a utilizar en este caso es un tema algo conflictivo, muchos autores proponen utilizar el coste de mercado de la deuda, que no tiene por qué coincidir con el tipo de interés al que la empresa haya contratado su deuda.

Por consiguiente, el APV se condensa en la siguiente fórmula:

$$D + E = VA(\text{FCF}; K_u) + \text{valor del escudo fiscal de la deuda}$$

#### **1.6.2.4.8 Cálculo del valor de las acciones a partir del cash flow para las acciones**

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el cash flow para las acciones a la tasa de rentabilidad exigida a las acciones de la empresa ( $K_e$ ). La suma de este valor de las acciones y del valor de mercado de la deuda se denomina “valor de la empresa”.

Como los flujos esperados para las acciones ( $\text{CF}_{\text{fac}}$ ) tienen más riesgo que los flujos que prometen los bonos del Estado y que los flujos que promete la deuda de la empresa ( $\text{CF}_{\text{d}}$ ), la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ) es superior a la tasa sin riesgo ( $\text{RF}$ ) y a la rentabilidad exigida a la deuda ( $K_d$ ):

$$K_e = \text{RF} + \text{PRE (prima de riesgo de la empresa)}$$

Algunas personas también calculan  $K_e$  a partir del modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_e = (\text{Div1} / P_0) + g$$

siendo:  $\text{Div1}$  = dividendos a percibir en el periodo siguiente =  $\text{Div0} (1+g)$ .

$P_0$  = precio actual de la acción.

$g$  = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.



Por ejemplo, si una acción cotiza a 200 euros y se supone que pagará un dividendo de 10 euros y que tendrá un crecimiento anual de un 4%:  $K_e = (10 / 200) + 0,04 = 0,09 = 9\%$  Otras personas calculan  $K_e$  a partir del CAPM (capital asset pricing model) que define así la rentabilidad exigida por los accionistas:  $K_e = R_F + \beta PM$  siendo:  $R_F$  = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (de bonos del estado),  $\beta$  = beta de la acción<sup>23</sup>.  $PM$  = prima de riesgo del mercado

#### 1.6.2.4.9 Cálculo del valor de la empresa a partir del capital cash flow

Según este modelo, el valor de la empresa (valor de mercado de sus recursos propios más el valor de mercado de su deuda) es igual al valor actual de los capital cash flows (CCF) descontados a la rentabilidad exigida ponderada antes de impuestos (WACCBT):

$$E + D = \text{valor actual [CCF; WACCBT]}, \text{ donde } WACCBT = \frac{E K_e + D K_d}{E + D} \quad CCF = C_{Fac} + C_{Fd}$$

#### 1.6.2.4.10 Etapas básicas de una valoración por descuentos de flujos

Las etapas fundamentales y los aspectos críticos para realizar una buena valoración por descuento de flujos son:

Tabla 12: Etapas básicas de una valoración por descuentos de flujos

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector	
<b>A. Análisis financiero</b>	<b>B. Análisis estratégico y competitivo</b>
Evolución de: cuentas de resultados y balances flujos generados inversiones financiación de la empresa Análisis de la salud financiera Ponderación del riesgo del negocio	Evolución del sector Análisis de las personas: directivos y empleados Evolución de la posición competitiva de la empresa Identificación de la cadena de valor Posición competitiva de los principales competidores Identificación de los inductores de valor ( <i>value drivers</i> )
2. Proyecciones de los flujos futuros	
<b>A. Previsiones financieras</b>	<b>B. Previsiones estratégicas y competitivas</b>
Cuentas de resultados y balances Flujos generados Inversiones Financiación Valor residual o terminal Previsión de varios escenarios	Evolución del sector y de la posición competitiva de la empresa y de los competidores
	<b>C. Consistencia de las previsiones de flujos</b>
	Consistencia financiera entre las previsiones Comparación de las previsiones con las cifras históricas Consistencia de los flujos con el análisis estratégico
3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos	
Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos	
4. Actualización de los flujos futuros	
Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones	
5. Interpretación de resultados	
<i>Benchmarking</i> del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.	

Tabla 13: Aspectos críticos de una valoración

<b>ASPECTOS CRÍTICOS DE UNA VALORACIÓN</b>
<b>Dinámica. La valoración es un proceso.</b> El proceso para la estimación de los flujos esperados y la calibración del riesgo de las distintas actividades y de las distintas unidades de negocio es fundamental.
<b>Implicación de la empresa.</b> Los directivos de la empresa han de estar implicados en el análisis de la empresa, del sector y en las proyecciones de flujos
<b>Multifuncional.</b> La valoración no es una competencia exclusiva de la dirección financiera. Para una buena valoración es esencial que directivos de distintos departamentos intervengan en las estimaciones de los flujos futuros y en el riesgo de los mismos.
<b>Estratégica.</b> La técnica de actualización de flujos es similar en todas las valoraciones, pero la estimación de los flujos y la calibración del riesgo han de tener en cuenta la estrategia de cada unidad de negocio.
<b>Remuneración.</b> En la medida en que la valoración incorpora objetivos (ventas, crecimiento, cuota de mercado, rentabilidad, inversiones, ...) de los que dependerá la remuneración futura de los directivos, el proceso y la propia valoración ganan en calidad
<b>Opciones reales.</b> Si la empresa dispone de opciones reales, éstas se han de valorar convenientemente. Las opciones reales requieren un tratamiento del riesgo totalmente distinto a las actualizaciones de flujos
<b>Análisis histórico.</b> Como el valor depende de las expectativas futuras, un concienzudo análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de las distintas unidades de negocio es fundamental para evaluar la consistencia de las previsiones.
<b>Técnicamente correcta.</b> La corrección técnica se refiere fundamentalmente a: a) cálculo de los flujos; b) tratamiento adecuado del riesgo que se traduce en las tasas de descuento; c) coherencia de los flujos utilizados con las tasas aplicadas; d) cálculo del valor residual; e) tratamiento de la inflación.

Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández

## CAPÍTULO 2

### 2.1 Análisis Situacional

El análisis microeconómico implica todas aquellas variables sobre las que la compañía puede impactar en su moficiación. De este análisis puede obtenerse el foda de Chocostevia.

#### 2.1.1 Administración

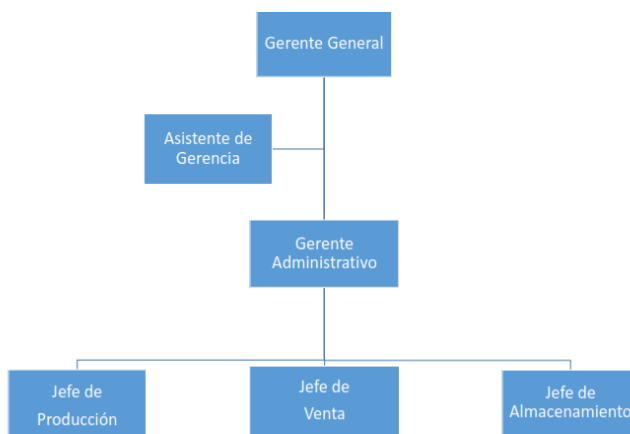
Los organigramas encuentran fundamento de funcionalidad en dos puntos esenciales: permiten analizar la estructura para detectar errores y se emplean como medio de comunicación al interior de la empresa.

Se puede encontrar diversos tipos y clasificaciones de ellos, sin embargo para el análisis de chocstevia, el estudio se basará en los organigramas estructurales, los mismo que presentan únicamente la estructura de carácter administrativo.

Adicionalmente se considerarán las organigramas funcionales, los mismos que evidencian, aparte de las unidades y su interacción, las más importantes funciones de cada departamento existente.

El siguiente organigrama refleja el orden jerárquico de las funciones dentro de la empresa:

*Ilustración 5: Chocostevia - Organigrama*



*Fuente: Chocostevia*

Como pudo observarse en la parte superior, la empresa muestra niveles jerárquicos con un desplazamiento de arriba hacia abajo, operativo en una graduación de jerarquía de orden descendente.

Esto evidencia una ideal segregación de funciones, permitiéndose la existencia de diversos niveles de autorización para la realización de actividades requeridas por cada uno de los departamentos.

El régimen de representación legal de la empresa se encuentra preponderantemente definido dentro de su status social donde se fija que la empresa pertenece al Sr. Juan Chalén como propietario y gerente general, sin que existan por el momento accionistas ni otro tipo de figuras que puedan derivar en el nacimiento de directorios.

### **2.1.2 Recursos Humanos**

El factor humano de trabajo la base primordial en la que radica el éxito de la empresa los colaboradores de Chocstevia permite mantener la comunicación coordinación y apoyo de la totalidad de las operaciones en beneficio de los clientes por lo cual se brinda capacitaciones y motivaciones al personal interno.

La empresa cuenta un reglamento interno en el cual se establecen las obligaciones permisión es prohibiciones y sanciones a cada uno de los colaboradores.

De igual forma cuenta un manual del sistema integrado de gestión y cual establece que aquellos colaboradores que ejecutan tareas pactan la calidad del servicio que potencialmente puede repercutir o varios aspectos ambientales las tareas puede tener consecuencias sobre la seguridad encuentra debidamente calificado y divulgado.

Dicha calificación se basa en diversos criterios

- educación adquirida
- entrenamientos a lo que ha sido sometido el colaborador

- experiencia acumulada
- pruebas elaboradas en base a necesidades predeterminadas

La capacitación que otorga la empresa es a través de contrataciones efectuadas con terceros quienes se encargan de capacitar al cliente interno de la empresa choco estrella en lo que se refiere al manejo de clientes y a la operación en términos generales.

Diversas situaciones donde se puede y debe y debe evidenciar cada una de las actitudes que muestra el personal por un lado puede haber

### 2.1.3 Ámbito Financiero

Para plantearse un panorama específico de cuál es la situación financiera de Chocostevia, desde el inicio de operaciones de la misma en el año 2016, se realiza un breve resumen a través de indicadores financieros, puesto que un análisis más profundo se desarrollará a partir del próximo capítulo.

*Tabla 14: Algunos índices financieros*

Años	Capital de Trabajo	Razón de liquidez	Índice de apalancamiento	Rentabilidad sobre patrimonio
2016	800	15,10483251	52,48755217	
2017	800	18,49661077	56,89667071	0,107686505

*Fuente: Chocostevia*

### Capital de trabajo

Estos datos evidencian que la empresa ha ido logrando mantenerse en cuanto a su nivel de cobertura de deudas con respecto al remanente para realizar operaciones.

## **Liquidez**

De la misma manera se puede observar que la compañía jha incrementado su liquidez a partir del 2016, lo que quiere decir que sus recursos son mayores con respecto a las obligaciones que posee.

## **Apalancamiento**

La empresa muestra un aceptable nivel de apalancamiento puesto que cubre sus obligaciones con dinero de terceros y asimismo con dinero perteneciente a su propietario.

## **Rentabilidad**

Este índice demuestra que la empresa, aunque muy pequeña, ha generado utilidad en su primer año, lo que quiere decir que tiene ingresos que supera sus costos y gastos de generar sus productos.

Esto evidencia además que la empresa da un manejo correcto a su política de reducción de gastos para de esta forma lograr incrementar sus ganancias en cada uno de los años.

### **2.1.4 Análisis Macroeconómico**

#### **2.1.4.1 Factor Político**

La inestabilidad política en Ecuador, así como la falta de políticas fiscales económicas y muestra claridad durabilidad y la corrupción existente el aumento de las tasas arancelarias nuevo impuesto verde son temas que han incrementado el riesgo país delirando esta menos inversión extranjera lo que hace que disminuyan los ingresos provenientes del exterior

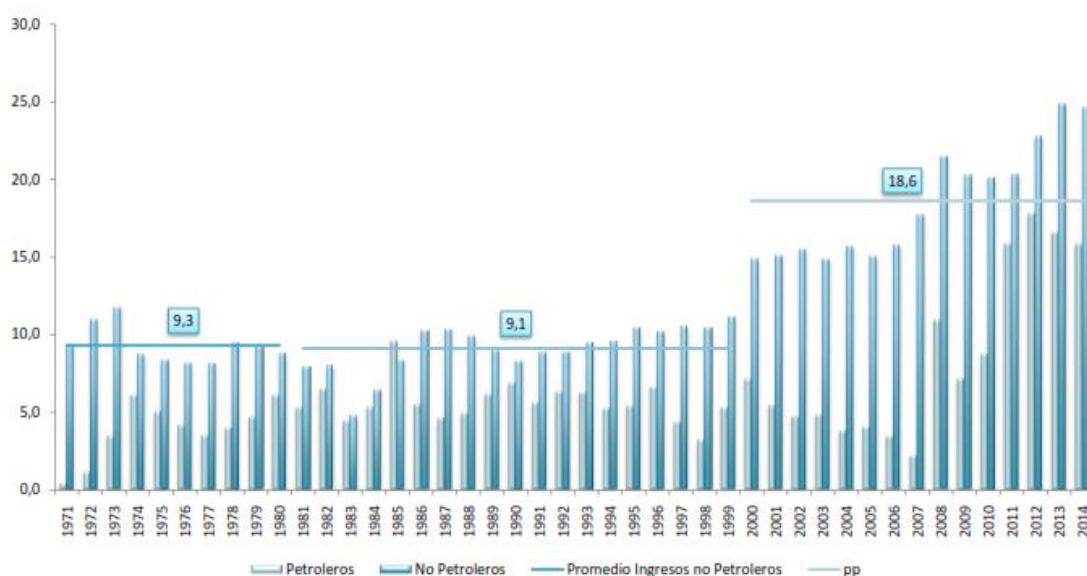
En lo que a seguridad parte del gobierno se refiere el mismo se encuentra comprometido el proceso de consolidación regional y de transformación nacional tomando para sí la responsabilidad una seguridad ciudadana que

atienda a la demanda originada por todos y cada uno los miembros de la ciudadanía

El novedoso concepto de seguridad cuenta con un enfoque integral el mismo tiene por objetivo garantizar y dar cuidado de los derechos humanos y las libertades de todos y cada uno de los habitantes promoviendo políticas públicas enfocadas a la gobernabilidad aplicabilidad de la justicia ejercicio democrático solidaridad entre unos y otros reducción de vulnerabilidades prevención respuesta y soluciones ante riesgos y amenazas potenciales.

### 2.1.4.2 Factor Económico

Ilustración 6: Ingresos petroleros y no petroleros

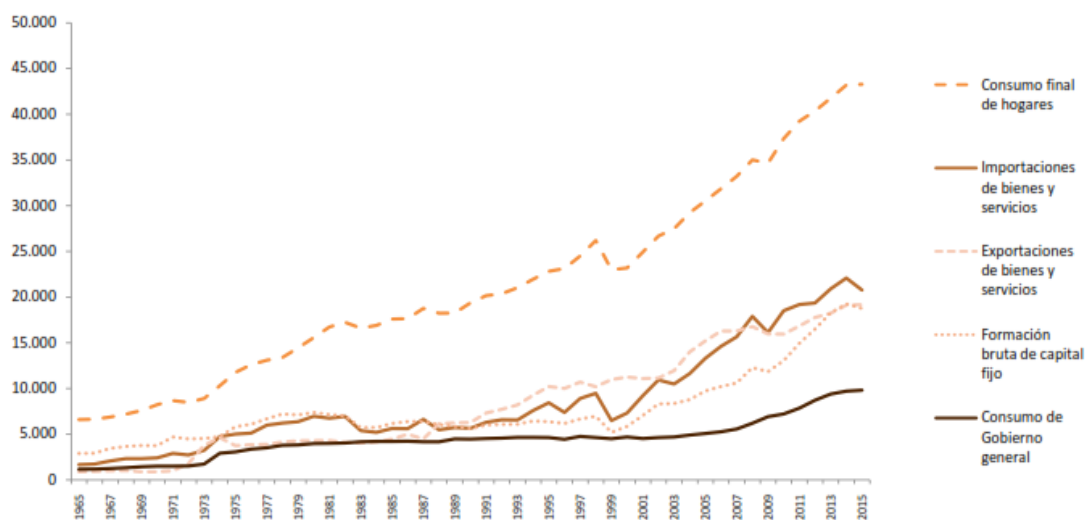


Fuente: Banco Central del Ecuador

El cuadro precedente evidencia la evolución de la composición de ingresos petroleros frente a los no petroleros. Como se muestra, un 60% de los ingresos provienen de la exportación de petróleo, lo que denota una alta dependencia del país a este recurso. Por lo que, cualquier variación en el precio o en la cantidad, pudiese tener una repercusión muy trascendente en

el resultado final de dinero con el que el estado puede contar para ejecutar obras y mantener una estructura de entidades y capital humano de magnitudes importantes.

*Ilustración 7: Evolución de la composición del PIB de Ecuador*



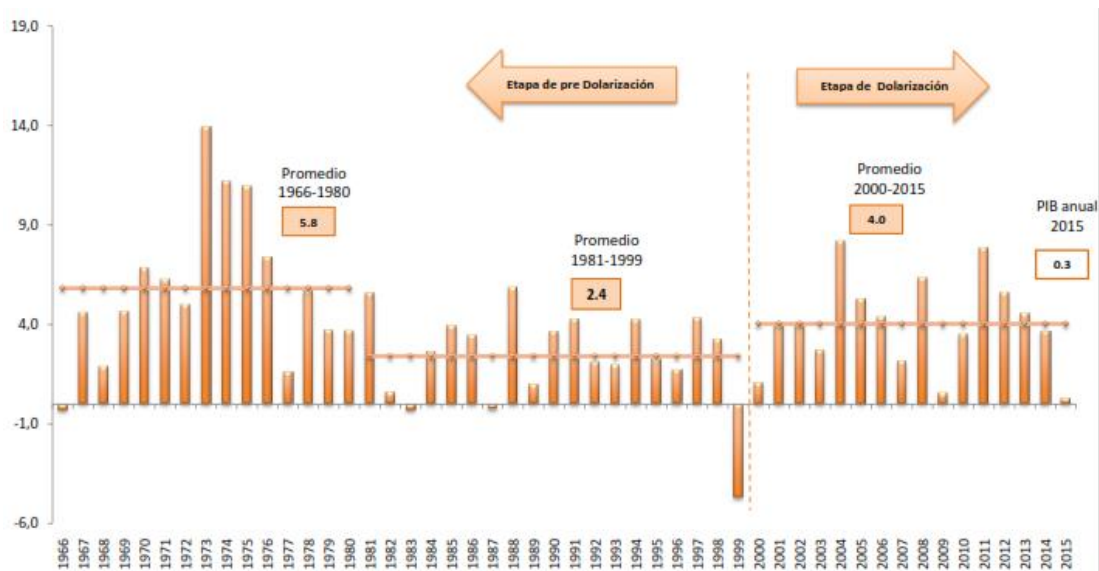
*Fuente: Banco Central del Ecuador*

El componente de mayor movimiento dentro de la configuración del PIB, es el consumo final de los hogares, el mismo que ha conservado un crecimiento regular, puntualmente en los últimos años. La manera de comportarse de la formación bruta de capital fijo (unversión), tiene alta correlación con la evolución de las importaciones de bienes de capital y también conlleva a impactar la variación positiva de la economía.

Esto favorece de manera trascendental a Chocostevia, ya que al ser el consumo de los hogares el elemento de mayor dinamismo, quiere decir que en general los consumidores están propensos a consumir más bienes y servicios que se pongan a su disposición.



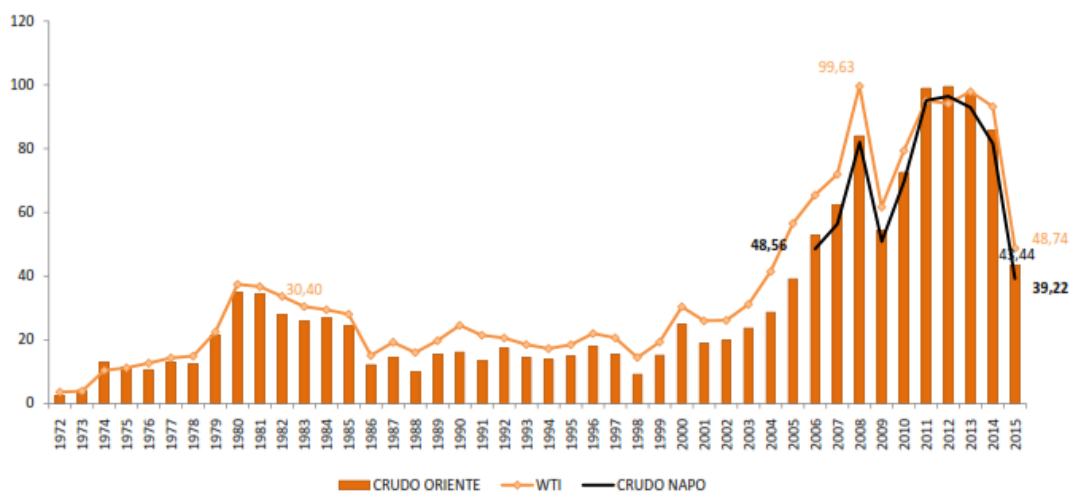
Ilustración 8: PIB del Ecuador por etapas



Fuente: Banco Central del Ecuador

Esta gráfica evidencia una leve variación del PIB en el año 2015, que a la fecha es la última entrega oficial de informes generales publicada en la página de Banco Central del Ecuador. Esto se debe primordialmente a la caída del precio de petróleo que, como fundamento de sostenibilidad de la economía, ha llevado a que caigan los ingresos generales del país.

Ilustración 9: Precios anuales de crudos Oriente, Napo y WTI



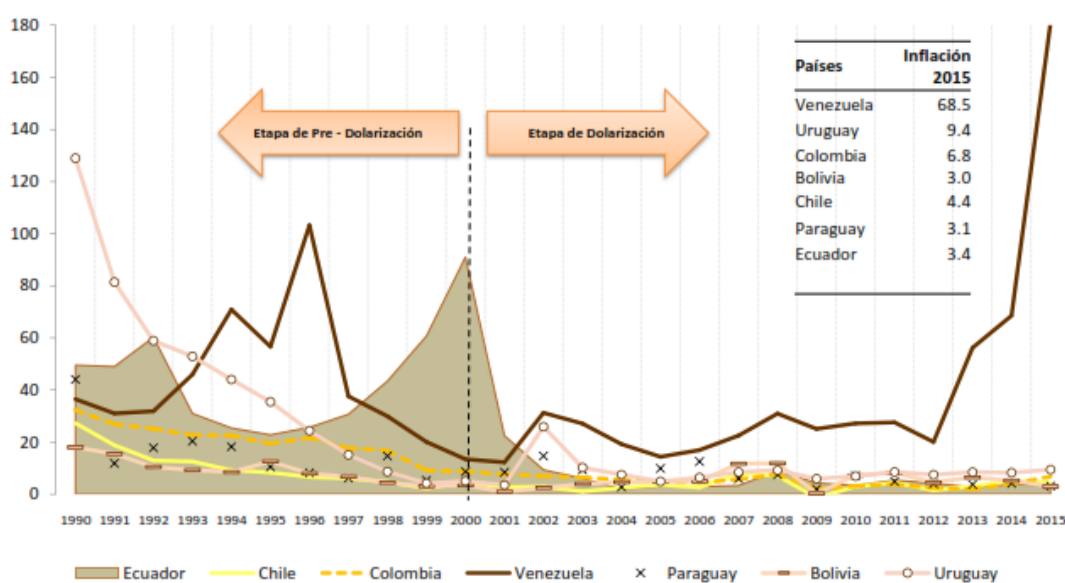
Fuente: Banco Central del Ecuador

El West Texas Intermediate (WTI) es una corriente de crudo producido en Texas y el sur de Oklahoma que sirve como referencia para fijar el precio de otras corrientes de crudo

A través de la historia, el precio fijado del barril de crudo, ha ido por encima de los crudos ecuatorianos hasta llegar a una diferencia máxima de USD 17.42 en 2005. Si embargo, debido a los problemas de almacenamiento de WTI y a una mejorada cotización de los crudos ligeros y pesados dentro del contexto internacional, a partir del año 2011 las Empresas Públicas lograron negociar sus crudos a un valor de precio por encima del WTI, sin embargo a partir de julio 2013, el precio del crudo WTI superó una vez más al precio del crudo proveniente de Ecuador. A partir de septiembre 2014, los precios de crudo a nivel internacional bajan, primordialmente como consecuencia del exceso de oferta en todo el mundo.

Esto explica lo expuesto en el gráfico precedente, que la variación casi imperceptible del PIB anual del 2015 tuvo que ver con el decrecimiento de los ingresos producto de la caída internacional de los precios de petróleo.

Ilustración 10: Evolución de la inflación en varios países sudamericanos

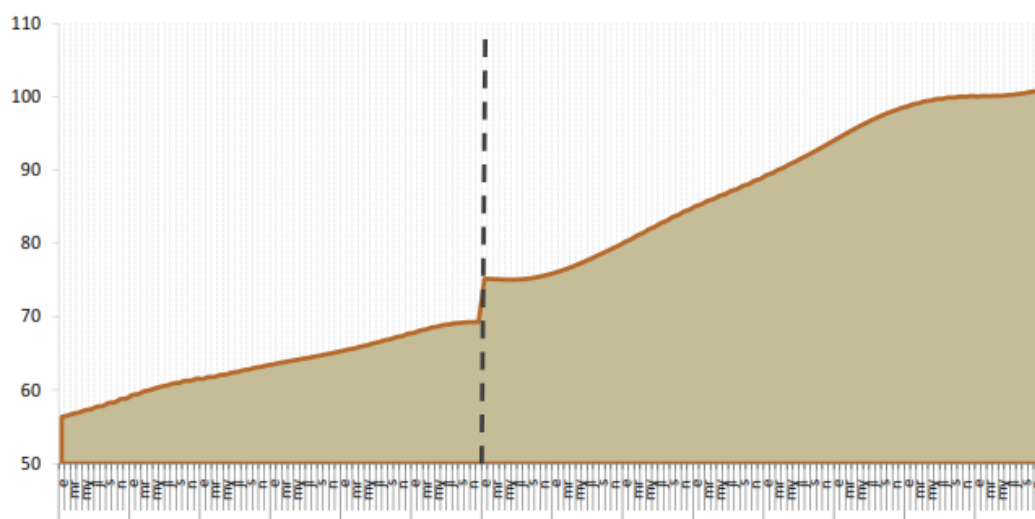


Fuente: Banco Central del Ecuador

La inflación anual de gran parte de los países sudamericanos registró una disminución paulatina. Ecuador es uno de los países con menor inflación a diciembre 2015, en parte dada por la mantención de una moneda estable como el dólar y a la estabilidad en lo que oferta y demanda, de las diversas industrias que lo componen, se refiere.

En este gráfico no encuentran datos de Argentina y Perú, dado que presentan hiperinflaciones, valores que dificultan representarse en la gráfica precedente.

*Ilustración 11: Índice de salario real*

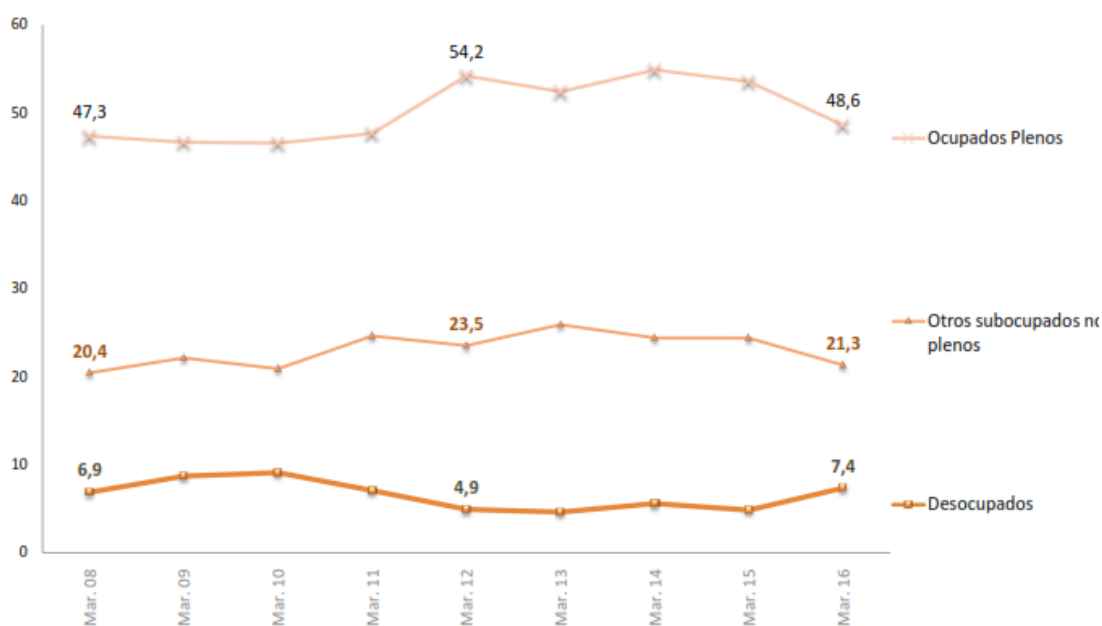


*Fuente: Banco Central del Ecuador*

En la serie precedente, y fundamentalmente a partir de diciembre de 2007, el índice del salario real (ISR) presentó un incremento sostenido, a lo que contribuyó la disminución de la inflación por las causas previamente expuestas y el esquema de dolarización recuperando así el poder de compra de todos los consumidores. El ISR corresponde al valor del salario nominal promedio dividido entre el índice de precios al consumidor IPC del correspondiente mes y se encuentra expresado como índice, cuya base es 2014=100.

Esto significa un anuncio favorable para Chocostevia, los trabajadores están experimentando un crecimiento sostenido en sus niveles de ingresos, lo que les proporciona la capacidad adquisitiva para consumir bienes y servicios más allá de los primarios y necesarios para su diario vivir. En ese sentido, los otros bienes podrían ser golosinas, dentro de las cuales, por su valía y aporte a la salud, Chocostevia podría ocupar un lugar preponderante al momento de la elección. En otras palabras, por factores económicos, Chocostevia no podría dejar de ser considerada.

Ilustración 12: Evolución de la estructura del mercado laboral de la PEA

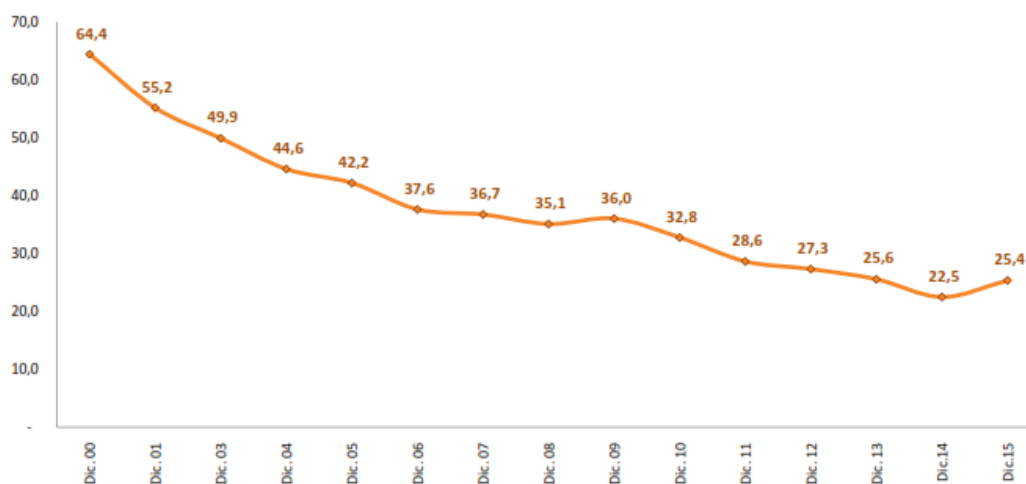


Fuente: Banco Central del Ecuador

En línea a lo mostrado en el gráfico anterior, donde se denotó que los empleados activos percibían ingresos cada vez mayores año tras año, es necesario acotar que la tasa de desempleo creció un 50% del 2015 al 2016. Esto debido a que el mayor empleador del país, el gobierno, ha dejado de percibir ingresos que le permitieron mantener el aparataje de recurso humano con el que contaba, producto de las causas ya mencionadas como

la caída internacional del precio del petróleo, producto que ha sido y será el pilar fundamental sobre el cual recae el correcto funcionamiento de la economía.

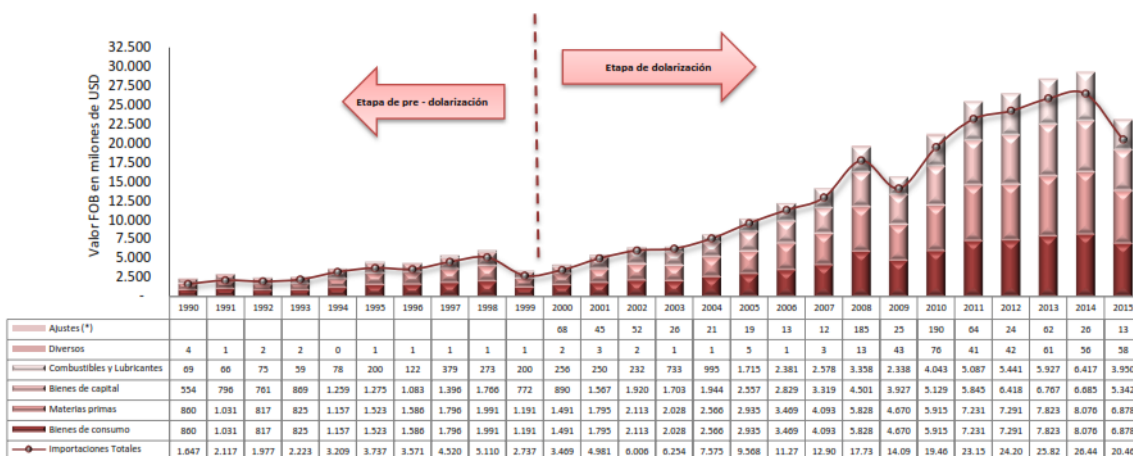
Ilustración 13: Índice de la pobreza por ingreso a nivel nacional



Fuente: Banco Central del Ecuador

El índice de pobreza por ingreso a nivel nacional ha tenido una pendiente decreciente los últimos quince años, situación que es alentadora ya que Chocostevia es un producto de target medio, medi alto, el mismo que cuenta con un índice favorable con respecto a la pobreza actualmente.

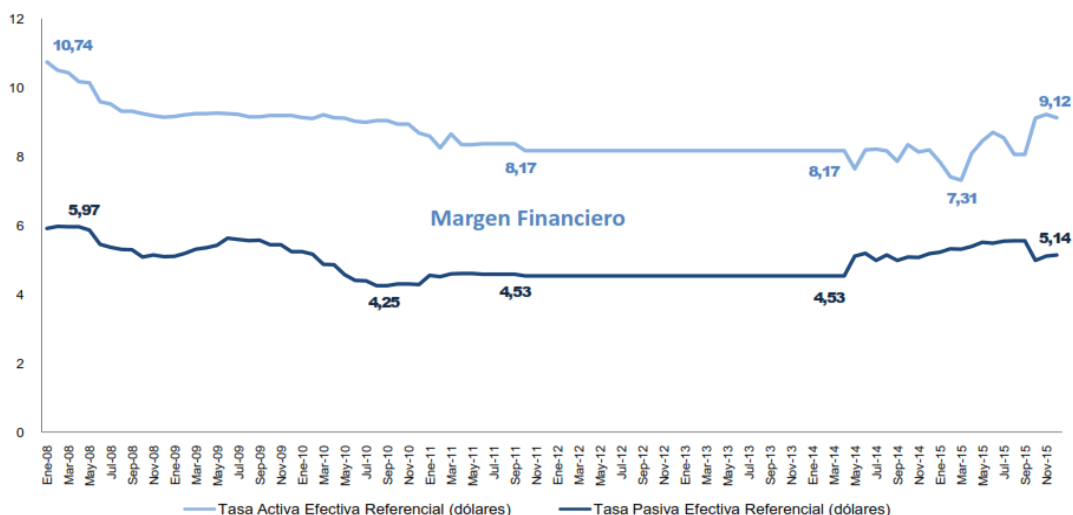
Ilustración 14: Importaciones por destino o uso económico



Fuente: Banco Central del Ecuador

Las importaciones de bienes de consumo denotan un decrecimiento para el 2015. Esto para Chocostevia, denota una importa oportunidad, ya que dentro de los bienes de consumo se encuentran golosinas como chocolates, y si estos no se encuentran siendo importados en la actualidad, significa que existe una competencia menos potencial del exterior y por tanto Chocostevia encontrará un camino bastante favorable con respecto a lograr posicionarse como lo desea, es decir como una golosina que alimenta, que gusta y que preserva la salud, y sobre todo, lograr los valores en ventas unitarias y en dólares para poder darle continuidad al negocio, manteniendo al capital humano que dentro de la empresa trabaja, así como dinamizar la industria en la que participa y la economía en general.

Ilustración 15: Tasas activas y pasivas efectivas referenciales en dólares



Fuente: Banco Central del Ecuador

Con respecto a las tasas de interés activas, se puede observar que a noviembre 2015, la misma ascendía a porcentajes de 9.12%. En caso de Chocostevia requerir algún préstamo sobre el cual apalancar una extensión o mejora de su negocia, lo podría hacer con esta tasa.

### 2.1.4.3 Factor Legal

Toda empresa está normada por ciertas entidades dependiendo de la actividad en la que se desempeña. Chocostevia, al ser una empresa de comercialización de bienes de consumo, está normada por la Superintendencia de Compañías. Adicionalmente, sus productos están sometidos y regulados por el Ministerio de Salud Pública y por las normativas de calidad y empaque fijadas por el INEN. Por tanto, la configuración del producto goza de la confianza que estas entidades buscan otorgarle al consumidor, por lo que el atributo máximo del producto, es decir constituirse en un chocolate que gusta y cuida de la salud, no es únicamente una promesa de venta, sino una aseveración que está validada por organismos bajo los cuales el consumidor puede estar tranquilo de que recibe el producto que Chocostevia dice ser.

### 2.1.4.4 Factor Tecnológico

Chocostevia maneja un importante factor tecnológico para la preparación, elaboración y empaque de su producto terminado, habiendo plasmado la idea con la adquisición de maquinarias de punta para este fin.

A continuación, se describe brevemente el equipo con el que Chocostevia cuenta para brindarle a su consumidor el primer chocolate que combina satisfacción en gusto y cuidado de la salud.

#### FUNDICION - TANQUE A

*Ilustración 16: Fundición – Tanque A*



*Fuente: Chocostevia*

Mezcladora fundidora, consiste en un tanque de acero inoxidable con una hélice vertical impulsado por un motor con doble chaqueta con área de envasado de chocolate endurecido, y el área de ingreso de agua en la chaqueta. Con energía de 220 v.

### REDUCCION DE TEMPERATURA - TANQUE B

*Ilustración 17: Reducción de temperatura – Tanque B*



*Fuente: Chocostevia*

Mezcladora y mantenimiento de temperatura consiste en un tanque de acero inoxidable con una hélice vertical impulsado por un motor con doble chaqueta con área de envasado de chocolate endurecido, y el área de ingreso de agua en la chaqueta. Con energía de 220 v.



## TEMPLADO - TANQUE C

*Ilustración 18: Templado – Tanque C*



*Fuente: Chocostevia*

Área de depósito de chocolate tibio con acción de la temperatura ambiental se procede a templar y elaborar el producto. Con energía de 110 v y 220 v.

## MOLDES

*Ilustración 19: Moldes*



*Fuente: Chocostevia*

Consiste en moldes de material policarbonato con definiciones específicas en tamaño y peso ideal para fábricas de chocolate.

## VIBRADORA

*Ilustración 20: Vibradora*



*Fuente: Chocostevia*

Consiste en un área lisa con guías para vibrar un producto que se necesite eliminar burbujas, y adecuar el producto y evitar deformaciones. Con energía de 110 v.

## EMPACADORA

*Ilustración 21: Empacadora*



*Fuente: Chocostevia*

Maquina empacadora de bobinas de papel metalizado o plástico con calibración digital. Con energía de 220 v.

## **2.1.5 Análisis Microeconómico**

### **2.1.5.1 Breve reseña de Chocostevia**

Chocostevia empezó identificando las necesidades y oportunidades en el mercado, observando que en el país y a nivel mundial hay un crecimiento de diabetes, obesidad y problemas cardiológicos. Todas estas enfermedades requieren dieta especial, sin azúcar para lograr controlar el peso o mantener niveles adecuados de glucosa en sangre. Además, a través de los medios de comunicación, existe una creciente cultura para el cuidado de la salud, lo que hace que cada uno nos esforcemos por tener una mejor y buena alimentación, especialmente bajas calorías. Adicionalmente, en el mercado hay una tendencia clara de reemplazar el azúcar por stevia, la cual es un edulcorante natural, sin calorías y con poder edulcorante más potente que el azúcar.

A nivel de país, es de conocimiento que Ecuador ha ocupado primer lugar como productores y exportadores de cacao de aroma a nivel mundial; sin embargo nunca ha sido exportadores reconocidos del chocolate. Esto constituye una gran contradicción en la historia de nuestro país, no se entiende cómo los chocolates considerados de óptima calidad provienen de Europa o USA y no del Ecuador en donde se tiene el mejor cacao del mundo. Es fácil comprender que fabricando los chocolates aquí en Ecuador, sea a nivel artesanal o industrial, se podría mejorar la baja economía del país.

Chocostevia fue fundada en el 13 de mayo del 2013. Con la participación de ingenieros en alimentos y de personas experimentadas en la producción y mercadeo, se diseñaron formulas y empaques para poner en el mercado ecuatoriano un chocolate sin azúcar, endulzado con stevia, el chocolate amigo de tu salud.

Chocostevia es apto para el consumo de niños, jóvenes, adultos mayores porque es cacao puro, fruta ecuatoriana de aroma exquisito, con sabor agradable y con muchas propiedades benéficas para la salud: porque inhibe el apetito, es bueno para combatir la obesidad; la manteca de cacao contiene ácido oleico, que es una grasa mono insaturada la misma que se encuentra en el aceite de oliva, es conocido como el colesterol bueno HDL, ayuda a disminuir el riesgo de sufrir enfermedades del corazón; porque no contiene azúcar se está convirtiendo en la golosina del diabético; tiene propiedades anticoagulantes por lo que mejora la circulación sanguínea y podría mejorar la visión y la función cerebral, combate el exceso de los radicales libres por lo que ayuda a vivir más tiempo; es rico en una serie de compuestos bio activos y antioxidantes por lo que ayuda a reducir los niveles de stress; es rico en fibras por lo que colabora con la sensación de saciedad; porque estimula la segregación de la hormona serotonina levanta el ánimo produce felicidad y bienestar, también es abundante en vitaminas y minerales.

Chocostevia apareció por primera vez en Guayaquil en la inauguración del Museo del Cacao y Chocolate, en el Parque Histórico de Guayaquil, el miércoles 10 junio del 2015. Gracias al apoyo de Marca País y Proecuador se ha participado en algunas exposiciones y encuentros de negocios; los principales lugares de venta son: Pharmacys, Tía, Free Life, Fantasías del Conquistador, Únika Spa, Frozyu Yogurt, Rachys Restaurant, Supermercados Del Portal; con un derrotero de presencia en las principales cadenas a la brevedad del caso.

La producción, mercadeo y venta de CHOCOSTEVIA involucra a muchos profesionales, empresas e instituciones, quienes han brindado su confianza y apoyo al producto, el mismo que con su excelencia en calidad espera corresponder positivamente a proveedores, distribuidores y público en general.

### 2.1.5.2 Clientes

Tabla 15 Chocostevia. Tipos de clientes y clientes actuales

Tipo de Negocio	Nombre
Cadena de Farmacia	Pharmacys
Cadena de Autoservicio	Del Portal
Cadena de Autoservicio	Tía
Cafetería	Free Life
Bazar	Fantasias del Conquistador
Spa	Unika Spa
Franquicia de yogurt	Frozyu Yogurt
Restaurante	Rachys

Fuente: Chocostevia

La magnitud en relevancia de los clientes denota que Chocostevia ha logrado negociaciones importantes con empresas que han validado su calidad y potencial en el mercado. Al mediano plazo esta lista contemplará más de estos tipos de negocio y otros tipos de negocio en general, dado el posicionamiento que la marca tendrá en ese lapso de tiempo.

### 2.1.5.3 Proveedores

Chocostevia cuenta con los siguientes proveedores de ingredientes con presencia en diferentes ciudades del país:

Tabla 16 Cohocostevia - Proveedores

Ingrediente	Proveedor
Stevia natural	José Cordova (Santa Elena)
Licor de cacao	Gustaff s.a
Polidextrosa	Comercial Danesa (Quito)
Maní al granel	Comercio (Pedro carbo)
Lecitina de soya	Gustaff S.A.
Polirricinolato de glicerol	Gustaff S.A.
Sacarina	Quifatex
Vainilla	Ecuacocoa

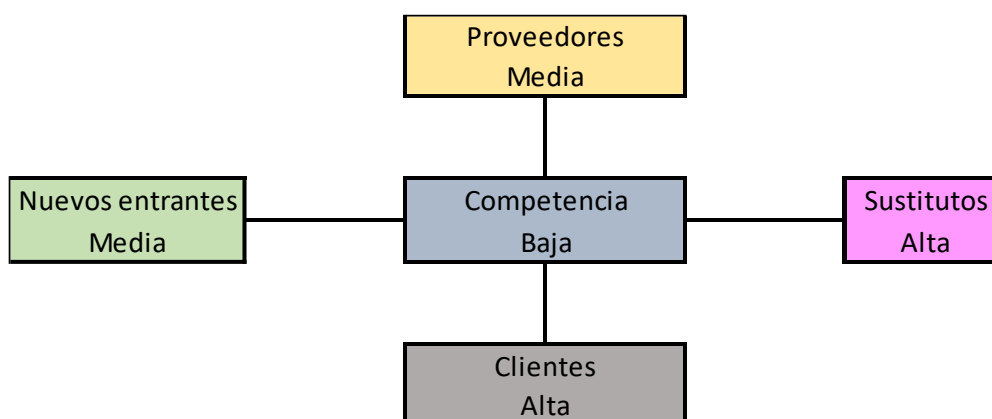
Fuente: Chocostevia

#### 2.1.5.4 Competencia

Al ser producto único en el mercado, por el momento Chocostevia no cuenta con competidores directos. Sin embargo, es menester mencionar que existen productos sustitutos pertenecientes a la industria de los chocolates tradicionales, que tienen los índices de azúcar y calorías a los cuales el consumidor ha estado acostumbrado por años, sin embargo han repercutido negativamente en su salud.

#### 2.1.5.5 Análisis de Fuerzas de Porter

Ilustración 22 Chocostevia – Fuerzas de Porter



Fuente: Chocostevia

#### Proveedores

El poder de negociación de los proveedores es medio, ya que si bien es cierto ofrecen insumos específicos para poder fabricar este producto novedoso, asimismo ellos cuentan con competencia que evita sean únicos oferentes y le otorga a Chocostevia la posibilidad de elección y una mejor vía para poder negociar.

### Competencia

Como bien se mencionó, Chocostevia es un producto único en el mercado, no solamente por su aporte a la salud brindado por el factor del uso del stevia como endulcorante, sino por la composición que tiene el producto para cumplir esta promesa de venta.

### Nuevos entrantes

La amenaza de la inserción de nuevos entrantes es media, ya que si bien el producto es novedoso, un competidor potencial puede investigar de qué está compuesto y salir con una propuesta similar o con una característica distintiva que esté en su posibilidad de darle. Sin embargo, Chocostevia tiene la ventaja ya que, si es que eso llega a darse, el tiempo en el mercado y el reconocimiento por parte del consumidor lo fortalecerán como marca.

### Clientes

El poder de negociación de los clientes, actualmente y en un mediano o largo plazo será alta. El país cuenta con un fenómeno de cadenzación marcado que hace que clientes como cadenas de farmacias y cadenas de autoservicios posean un poder importante al momento de negociar, producto de los volúmenes que adquieren y que son interesantes para las empresas que le venden. Si bien es cierto también existen tiendas de barrio donde puede comercializarse el producto, también es cierto que para llegar a esas tiendas se requerirá de distribuidores que asimismo tendrán poder de negociación por los volúmenes altos que manejan, a menos que el abordaje a las tiendas se haga directo, pero por el tamaño de la empresa y el alto requerimiento de flota, no es recomendable. De hecho, pocas empresas poseen distribución directa. Entre ellas cabe destacar a Coca Cola y a Tiosa Supan, compañías que mueven grandes sumas de unidades y dólares.

### Sustitutos

Entre las principales marcas sustitutas de Chocostevia se puede mencionar a los siguientes:

- Manicero
- Crunch
- Kit Kat
- Baby Ruth
- Galak
- Tango
- Milky Way
- Sneaker

Las marcas previamente mencionadas, por su posicionamiento y años de presencia en el Mercado, constituyen la competencia primordial sustituta de Chocostevia. Si bien es cierto, manejan un concepto y enfoque diferente donde se prioriza el gusto al paladar, no es menos cierto que dejan de presentarse como rivales de Chocostevia en tanto y cuanto el consumidor no compre y capte el mensaje de que se puede satisfacer el paladar con un buen sabor al mismo tiempo que se preserva la salud con la ingesta de menos calorías, que pueden mitigar la presencia de problemas futuros como la diabetes.

#### **2.1.5.6 Análisis FODA**

##### **Fortalezas**

- ✓ El chocolate negro contiene sustancias útiles llamadas flavonoides, estas son antioxidantes que ayudan a proteger el cuerpo contra el exceso de radicales libres y enfermedades



crónicas asociadas con el proceso de envejecimiento, teniendo un efecto positivo sobre la piel y sobre el sistema inmunológico además que apoya el sistema cardiovascular.

- ✓ Es un producto con beneficios para personas que les gusta el chocolate sin la adición de azúcar e ingredientes funcionales.
- ✓ Elaborado de cacao, que además del efecto antioxidante, atribuido a los flavonoides contiene catequinas, epicatequinas y procianidinas son antioxidantes que juegan un rol importante que también ocasionan un efecto regulador del sistema inmunitario, tanto del congénito como del adquirido, esto puede desempeñar un papel importante en la prevención y desarrollo del cáncer.
- ✓ Aumenta la acción de la hormona insulina, por lo cual puede ayudar a los diabéticos.
- ✓ Se ha demostrado que el cacao es rico en el colesterol HDL, por lo que ayuda a reducir el colesterol LDL y por lo tanto reduce la oxidación, y disminuye el riesgo de trombos, ayuda a mantener las arterias sin obstrucciones.
- ✓ Alrededor de 28 gramos de chocolate al día aumenta el colesterol bueno, baja el colesterol malo, y previene la oxidación.
- ✓ La theobormina que contiene naturalmente el cacao, protege contra la preclampsia en mujeres embarazadas,
- ✓ El cacao estimula la producción de serotonina en el cerebro, la cual es hormona de la felicidad cuando se está tristes o levemente deprimidos un chocolate va a mejorar nuestro estado de ánimo.

### Maní

- ✓ Reduce el colesterol malo y aumenta el colesterol bueno en el cuerpo debido a que contiene grasas mono-insaturadas, especialmente ácido oleico que ayuda a prevenir enfermedades coronarias.

- ✓ Ayuda en el mantenimiento de la integridad de las células de la membrana mucosa y la piel, por lo tanto los protege de los radicales libres que causan un gran daño.

### Stevia

- ✓ La stevia puede ser utilizada para cocinar sin que sus propiedades se vean afectadas, por las temperaturas ni se degrade su composición.
- ✓ El consumo habitual de Stevia como sustituto de los azúcares, además de ser ideal para los diabéticos que gusten de tomar cosas dulces, se sabe que estabiliza los niveles de glucosa en sangre desalentando su absorción, promueve la producción natural de insulina a nivel pancreático y aumenta la resistencia de dicha sustancia.

### **Oportunidades**

- ✓ Cada vez es mayor la cantidad de personas que cuidan de su salud y su cuerpo.
- ✓ Es recomendable comer chocolate con moderación especialmente del tipo amargo o negro porque es más beneficioso para la salud.
- ✓ Emplear materia prima nacional de óptima calidad ya que Ecuador, produce uno de los mejores tipo de cacao que cumplen estándares mundiales.
- ✓ Consumirlo en dosis de 20 a 40 g.
- ✓ En pacientes con hígado graso, el consumo de un alimento calórico y con alto contenido en grasa, como es el chocolate, podría tener efectos negativos.
- ✓ El chocolate negro es un estimulante, las personas con intestino sensible, deben consumirlo con cierta precaución.

### Costos

- ✓ Es el producto de chocolatería mas barato en el mercado ecuatoriano.

- ✓ Tiene rentabilidad en un mercado en desarrollo, comer sano es una tendencia mundial.
- ✓ Los chocolates sin azúcar es una línea de productos nuevos en relación a la competencia.

### Empaque

- ✓ Con empaques innovadores, exclusivos diseños y seguridad alimentaria.
- ✓ Papel metalizado idóneo para alimento de chocolate.

### **Debilidades:**

- ✓ Explicar y concientizar a las personas sobre la importancia de consumir un producto funcional.
- ✓ El chocolate de alto contenido de cacao es menos adictivo, pero igualmente conviene planificar las cantidades a ingerirse

### **Amenazas:**

- ✓ Si se come en grandes cantidades puede tener efectos adversos sobre el organismo.
- ✓ Diabéticos e hipertensos pueden consumir chocostevia con moderación.

## **CAPITULO 3**

### **Diagnóstico Financiero**

Al balance general, se procederán a realizarles dos análisis, vertical y horizontal porque así lo permite, ya que se tiene una foto de cómo empezó la empresa en 2016 y cómo comienza en el 2017.

Al estado de resultados, se realizarán análisis verticales únicamente, ya que no existe histórico ni años previos de la comercialización del producto.

El análisis vertical contribuirá a medir la participación porcentual de cada cuenta con respecto a un total, siempre en forma vertical.

Su principal relevancia radica a la hora de establecer si la empresa tiene una distribución equitativa de activos, y conforme a las necesidades de carácter financiero y operativo, su principal meta es determinar qué tanto representa cada cuenta del balance al interior del activo para posteriormente multiplicarlo por 100 y así constituirlo en valor porcentual.

Del mismo modo puede analizarse el Estado de Resultados, para lo que se procede exactamente de la misma manera. La base para la cual se dividirá cada uno de los componentes son las ventas, dado que es necesario establecer cuánto representa una determinada variable con respecto al valor total de las ventas.

Esta herramienta dotará de su máxima contribución ya que permitirá identificar cómo están compuestos los estados contables y una vez que se encuentre determinada la estructura y composición del estado financiero, proceder con la interpretación y análisis de dicha información.

Finalmente, en este capítulo, se procederá a efectuar el análisis de los indicadores financieros frecuentemente utilizados; indicadores de liquidez, de endeudamiento, de actividad y de rentabilidad.

### 3.1 Análisis horizontal del Balance General

Tabla 17: Chocostevia - Análisis horizontal del balance general

**Choco Stevia**  
**Balance General**  
**Al 1 de Enero de 2017**

	Valores en USD		Análisis Horizontal Δ
	2016	2017	
<b>Activos</b>	58.705,64	72.151,41	22,90%
<b>Activos Corrientes</b>	48.697,98	63.279,31	29,94%
Efectivo y Equivalente	396,60	683,95	72,45%
Clientes	0,00	20.805,00	
Inversiones	0,00	13.420,78	
Empleados	0,00	0,00	
Impuestos	4.109,85	64,83	-98,42%
Otros	44.191,53	28.304,75	-35,95%
<b>Activos Largo Plazo</b>	10.007,66	8.872,10	-11,35%
Propiedad Planta y Equipo	10.007,66	8.872,10	-11,35%
Gastos pagados por anticipado	0,00	0,00	
<b>Otros Activos</b>	0,00	0,00	
<b>Pasivos</b>	57.548,41	70.905,20	23,21%
<b>Pasivos Corrientes</b>	32,24	3.421,13	10511,45%
Cuentas por pagar	0,00	1.087,20	
Obligaciones Financieras	0,00	0,00	
Otras cuentas por pagar	32,24	2.333,93	7139,24%
Anticipos	0,00	0,00	
<b>Pasivos Largo Plazo</b>	57.516,17	67.484,07	17,33%
Obligaciones Sociales	0,00	0,00	
Préstamos	57.516,17	67.484,07	17,33%
Obligaciones Financieras	0,00	0,00	
Provisiones Laborales	0,00	0,00	
<b>Patrimonio</b>	1.157,23	1.246,21	7,69%
Capital	800,00	800,00	0,00%
Reservas	22,16	22,16	0,00%
Resultados	335,07	424,05	26,56%
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	58.705,64	72.151,41	22,90%

Fuente: Chocostevia

El análisis horizontal del balance general de Chocostevia muestra que dentro de los activos, los activos corrientes y el efectivo equivalente han tomado un comportamiento de crecimiento respectivamente de un 29.94% y un 72.45%.

Al interior mismo de los activos, puede notarse decrecimientos importantes en lo que, a impuestos y propiedad, planta y equipo se refiere. Esto se encuentra dado básicamente porque se está comparando un período que terminó con uno que apenas está empezando. Otra razón que explica estos porcentajes negativos es que al inicio de la operación es cuando se empresa con la inversión en propiedad, planta y equipo y se espera que los años siguientes disminuyan, ya que lo que se adicione será para complementar, pero la inversión más fuerte se la hizo ya al empezar la operación, es decir en lo reflejado en el primer balance.

Con respecto a los pasivos, existen porcentajes abrumadoramente altos. Sin embargo esto no es de preocuparse ya que las bases sobre las que se calculó las variaciones son realmente bajas, entendible para una empresa que recién empezó su operación comercial en junio de 2016 y que para ese entonces tenía muy pocas cuentas por pagar. Dentro del pasivo mismo se encuentra que los préstamos tuvieron un incremento del 17.33% con respecto al inicio de la operación empresarial. Estos préstamos, cabe recalcar, han sido otorgados por otra empresa que pertenece al mismo grupo de Chocostevia, por lo que obligaciones financieras con instituciones bancarias están exentas por el momento.

Finalmente, el patrimonio muestra un crecimiento del 7.69% producto de un incremento de los resultados en un 26.56%.

### 3.2 Análisis vertical del Balance General

Tabla 18: Chocostevia - Análisis vertical del balance general

**Choco Stevia**  
**Balance General**  
**Al 1 de Enero de 2017**

	Valores en USD		Análisis Vertical	
	2016	2017	2016	2017
<b>Activos</b>	58.705,64	72.151,41	100,00%	100,00%
<b>Activos Corrientes</b>	48.697,98	63.279,31	82,95%	87,70%
Efectivo y Equivalente	396,60	683,95	0,68%	0,95%
Clientes	0,00	20.805,00	0,00%	28,84%
Inversiones	0,00	13.420,78	0,00%	18,60%
Empleados	0,00	0,00	0,00%	0,00%
Impuestos	4.109,85	64,83	7,00%	0,09%
Otros	44.191,53	28.304,75	75,28%	39,23%
<b>Activos Largo Plazo</b>	10.007,66	8.872,10	17,05%	12,30%
Propiedad Planta y Equipo	10.007,66	8.872,10	17,05%	12,30%
Gastos pagados por anticipado	0,00	0,00	0,00%	0,00%
<b>Otros Activos</b>	0,00	0,00	0,00%	0,00%
<b>Pasivos</b>	57.548,41	70.905,20	100,00%	98,27%
<b>Pasivos Corrientes</b>	32,24	3.421,13	0,06%	4,74%
Cuentas por pagar	0,00	1.087,20	0,00%	1,51%
Obligaciones Financieras	0,00	0,00	0,00%	0,00%
Otras cuentas por pagar	32,24	2.333,93	0,06%	3,23%
Anticipos	0,00	0,00	0,00%	0,00%
<b>Pasivos Largo Plazo</b>	57.516,17	67.484,07	99,94%	93,53%
Obligaciones Sociales	0,00	0,00	0,00%	0,00%
Préstamos	57.516,17	67.484,07	99,94%	93,53%
Obligaciones Financieras	0,00	0,00	0,00%	0,00%
Provisiones Laborales	0,00	0,00	0,00%	0,00%
<b>Patrimonio</b>	1.157,23	1.246,21	2,01%	1,73%
Capital	800,00	800,00	1,39%	1,11%
Reservas	22,16	22,16	0,04%	0,03%
Resultados	335,07	424,05	0,58%	0,59%
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	58.705,64	72.151,41	100,00%	100,00%

Fuente: Chocostevia

Dentro de los activos totales, puede identificarse que otros activos corrientes y la propiedad, planta y equipo hacen el 93% para el año 2016. El 7% restante se lo atribuye a los impuestos. Por otra parte, para el año 2017, cambia un poco esta figura con respecto a los activos corrientes.

Ya empieza a verse una participación importante de la cuenta clientes (cuentas por cobrar) e inversiones (inventario). Es justamente la cuenta inventario uno de los pilares fundamentales sobre los cuales reace la totalidad de la operación de Chocostevia, ya que la empresa comercializa producto terminado y sus bodegas deben, en todos los casos, estar provistas del producto necesario para responder el requerimiento y demanda de sus distribuidores y sobre todo, de sus consumidores. La cuenta propiedad, planta y equipos pierde un poco de participación dado a que, en línea incluso a lo que se mencionó con respecto al análisis horizontal del balance general, es en el inicio de la operación donde más se invierte en este rubro y luego sumatorias o adiciones al respecto podrían darse sin llegar a pesar lo que inicialmente constituyeron para el balance general.

Impuestos empieza a moverse levemente dentro del activo corriente. Esta cuenta está compuesta por el iva y retenciones que se declaran con periodicidad mensual y anual respectivamente. Esto era de esperarse porque, como se mencionó también previamente, se están comparando períodos donde uno termina y existen resultados producto de una operación comercial, y otro que apenas comienza y que aún no evidencia movimientos comerciales por el factor tiempo.

Con respecto a los pasivos, tanto para el 2016 como para el pasivo a largo plazo representa más del 90% de la participación, enfocada primordialmente en la cuenta préstamos, la que, como se explicó, corresponde a crédito otorgado por otra empresa que pertenece al mismo grupo de Chocostevia.

Finalmente, el patrimonio pesa un 2.01% del pasivo y el capital un 1.39%. Dicho capital se ha mantenido constante para los dos años.



### 3.3 Análisis vertical del Estado de Resultados

Tabla 19: Chocostevia - Análisis vertical del estado de resultados

	Valores en USD	Análisis Vertical
	2016	2016
<b>Ingresos</b>	28.163,58	100%
Ventas	28.163,58	100%
Otros Ingresos	0,00	0%
<b>Costos</b>	19.829,61	70%
<b>Costos de Operación</b>	19.829,61	70%
Costos del Personal	5.744,38	20%
Costos Operacionales	14.085,23	50%
<b>Utilidad Bruta</b>	8.333,97	30%
<b>Egresos</b>	8.199,77	29%
<b>Gastos Operacionales</b>	8.199,77	29%
Gastos Administración	3.872,94	14%
Gastos Operacionales	4.245,06	15%
Gastos Financieros	81,77	0%
<b>Gastos No Operacionales</b>	0,00	0%
Varios	0,00	0%
Provisiones sobre resultados	0,00	0%
<b>Utilidad Neta</b>	134,20	0%

Fuente: Chocostevia

Con respecto al análisis de estado de resultados, se evidencia que los costos de operación constituyen un peso del 70% con respecto a las ventas. Dichos costos de operación están constituidos por un 20% de personal y un 50 % opearacional, situación que es de esperarse ya que se trata de una empresa comercializadora de producto terminado. La utilidad bruta participa con un 30% del total de la venta, pero la neta pesa un 0% debido a que los egresos netean la utilidad bruta previamente mencionada, repartiéndose enter los gastos administrativos y operacionales.

### 3.4 Análisis de indicadores financieros

Tabla 20: Chocostevia – Índices financieros

	Índices	Variables	2016	2017
Liquidez	Capital de trabajo	Activo Corriente-Pasivo Corriente	48.665,74	59.858,18
	Razón corriente	Activo Corriente/Pasivo Corriente	1.510,48	18,50
	Razón de prueba ácida	(Activo Corriente-Inventarios)/Pasivo Corriente	1.510,48	14,57
Actividad	Rotación de cuentas por cobrar	Ventas/Cuentas por cobrar		1,35
	Plazo medio de cobros	360/Rotación Ctas. Por Cobrar		265,94
	Rotación de cuentas por pagar	Costo de ventas/Cuentas por pagar		5,80
	Plazo medio de pago	360/Rotación Ctas. Por Pagar		62,11
	Rotación de activos totales	Ventas/Activos Totales	0,48	
	Rotación de activos fijos	Ventas/Activos Fijos	2,81	
Endeudamiento	Endeudamiento sobre activos	Total Pasivo/Total Activo	98,03%	98,27%
		Total Patrimonio/Total Activo	1,97%	1,73%
	Apalancamiento	Total Activo/Total Patrimonio	50,73	57,90
	Concentración de endeudamiento	Pasivo Corriente/Total Pasivo	0,06%	4,82%
		Pasivo a Largo Plazo/Total Pasivo	99,94%	95,18%
Rentabilidad	Rentabilidad del patrimonio	Utilidad Neta/Patrimonio	11,60%	
	Margen de contribución bruto	Utilidad Bruta/Ventas Netas	29,59%	
	Margen neto	Utilidad Neta/Ventas Netas	0,48%	

Fuente: Chocostevia

#### 3.4.1 Razones de Liquidez

Con respecto a las razones de liquidez, puede establecerse que Chocostevia cuenta con un capital de trabajo de US\$ 48.665,17 para el 2016 y US\$ 59.858,18 para el 2017, lo que significa que le quedan estos montos para cubrir sus obligaciones mantenidas por el giro natural del negocio. Estas cifras adicionalmente muestran un incremento de año a año, lo que significa que Chocostevia tiene un idóneo uso de sus recursos corrientes y siempre cuenta con un capital importante para cubrir sus operaciones.

La razón corriente muestra que para el 2016, Chocostevia por cada dólar de obligación vigente que tiene, cuenta con US\$ 1.510,48 para respaldarla. Este alto valor se entiende porque fue el balance correspondiente a junio 2016, momento en que no existía operación comercial alguna generada por la empresa. Para el caso de 2017, Chocostevia por cada dólar de obligación vigente que tiene, cuenta con US\$ 18,50 para respaldarla, lo que evidencia

que la compañía tiene suficiente liquidez, puesto que su efectivo puede cubrir siempre alguna eventualidad o emergencia que pueda presentarse.

Con respecto a la prueba ácida, por cada dólar que debe Chocostevia, dispone de US\$ 1.510,48 y US\$14,57 para pagarlo en los años 2016 y 2017 respectivamente, es decir que estaría en condiciones de pagar la totalidad de sus pasivos a corto plazo sin vender sus mercancías.

Se supone que el resultado ideal sería la relación 1:1, un peso que se debe y un peso que se tiene para pagar, esto garantizaría el pago de la deuda a corto plazo y llenaría de confianza a cualquier acreedor.

### **3.4.2 Razones de Actividad**

Con respecto a la comparación de los plazos medios de cobro y pago, puede establecerse que Chocostevia otorga más crédito a sus clientes que lo que pide a sus proveedores para manejar su operación. Esto evidencia que la empresa tiene una lenta recuperación de sus cuentas por cobrar, mientras que debe cumplir con sus obligaciones de una manera más pronta y antes de haber recuperado su efectivo.

Conforme a las razones financieras de activos, para el año 2016, puede interpretarse que por cada dólar que la empresa invierte en sus activos totales, estos le producen ventas de US\$ 0.48. Por otra parte, se interpreta asimismo que por cada dólar que la empresa invierte en sus activos fijos, estos le producen ventas de US\$ 2.81.

### **3.4.3 Razones de Endeudamiento**

Conforme a las razones de endeudamiento, se tiene que Chocostevia financia para ambos años, sus activos con mayor porcentaje de recursos ajenos provenientes de la empresa perteneciente al mismo grupo y no de alguna institución financiera. Puntualmente el 98% de los recursos viene de esta empresa y el 2% apenas de Chocostevia propiamente.

En lo referente al apalancamiento, se tiene que Chocostevia para lograr el 100% de sus activos requiere de su total de patrimonio 50.73 veces para el año 2016, 57.90 veces para el 2017, lo que significa que para el último año Chocostevia más veces de su patrimonio, situación generada porque para el cálculo, como se ha mencionado previamente, se han comparado balances con un ejercicio de siete meses y otro que apenas empieza.

Por último, en lo que a concentración de endeudamiento se refiere, Chocostevia presente para ambos períodos, una alta concentración de su pasivo a largo plazo, lo que evidencia una potencial aceptable salud financiera, dado que la mayoría de sus obligaciones deberá cumplirla a largo plazo, dándose tiempo para con los resultados de ventas, responderlas satisfactoriamente.

#### **3.4.4 Razones de Rentabilidad**

De acuerdo a las razones de rentabilidad, Chocostevia para el 2016, el único año de ejercicio, se muestra de la siguiente manera: cuenta con una rentabilidad sobre el patrimonio del 11,60%, margen de contribución bruto del 29,59% y margen neto del 0,48%. Este último quiere decir que por cada dólar que vendió Chocostevia en el 2016, obtuvo una ganancia de US\$ 0,48.

Este margen será mejorable en tanto y cuanto se maximicen las ventas con la apertura de nuevos distribuidores y captación de nuevos consumidores, así como derivado de esto, se busquen eficiencias en costos y gastos producto de oportunidades de economías a escalas que se presenten.

El análisis de los instrumentos financieros de rentabilidad, evidencian la productividad de Chocostevia en los productos que ofrece a sus clientes y en el correcto manejo de costos y gastos que están involucrados en la generación de ingresos, mostrando ganancias durante su primer año, aunque pequeñas, como es de esperarse en empresas que recién comienzan.

## **CAPITULO 4**

### **Diagnóstico Financiero**

#### **4.1 Método de Valoración de Flujos de caja descontada aplicado a la empresa Chocostevia**

Hoy en día, la valoración de empresas no es solamente utilizada para fusiones o para compra o venta de empresas, pues va mucho más allá. Para una compañía es de gran utilidad conocer el valor de la misma en el mercado en que se desenvuelve, es tanto de interés interno como socios, directorio y personal, e incluso de interés para terceros como accionistas, proveedores, clientes e incluso la bolsa de valores.

Esta valoración es de gran relevancia porque servirá para que la empresa Chocostevia conozca el valor de la compañía mediante la valoración de la misma, que se efectuará por el método de valoración de flujos de caja descontados con información financiera proporcionada de los periodos del 2017 al 2019, permitiendo de esta manera conocer su situación financiera mediante la aplicación de indicadores que permitan conocer el nivel de apalancamiento y rentabilidad que posee la compañía.

La valoración es indispensable para la empresa, ya que al conocerlo podrá posteriormente valorizar acciones, lo que le permitirá ser más atractiva al momento de cotizarse en el mercado bursátil, atrayendo así a nuevos inversionistas y aumentando la rentabilidad de la compañía.

De igual manera, la valoración ayudará a identificar cuáles son los factores más trascendentales que dan valor a la compañía, resultado que servirá para maximizar el valor de la empresa, y atraerá inversiones, lo que generará financiamiento, una mayor producción y mayor rentabilidad.

El método a ser utilizado para la valoración Chocostevia es el método de Flujos de caja descontados, el cual permite determinar si una inversión será

factible o no, analizando los flujos de efectivo de la compañía en años anteriores y proyectándolos a años futuros.

Por ello es importante mencionar cuales son las ventajas y desventajas de utilizar este método para la valoración, y de esta manera verificar que el trabajo realizado para Chocostevia, es adecuado y dará resultados deseados y requeridos.

A continuación, se presentan las diversas ventajas y desventajas del método de flujo de caja de descontados:

*Tabla 21: Ventajas y desventajas del modelo de flujos de caja descontados*

Ventajas	Desventajas
Presenta entradas y salidas reales de efectivo	Al proyectar flujos no se tiene un resultado exacto
Los flujos incorporan riesgos relevantes	Imprecisión para determinar unos asociados a tasa de descuento
Considera valores pasados y futuros	

*Fuente: Libro Valoración de empresas y sensatez Autor: Pablo Fernández*

## 4.2 Proceso

Para desarrollar el modelo de Valoración de Empresas, es indispensable establecer un proceso a seguir y cuáles serán los parámetros en los que se basará la misma, por ello los pasos a seguir son:

- Proyecciones financieras
- Estado de Pérdidas y Ganancias
- Balance General

- Elaboración de Flujos de caja
- Aplicación de tasa de descuento
- Elaboración de flujos descontados
- Cálculo del valor residual
- Cálculo del valor de la empresa

#### **4.2.1 Proyecciones financieras**

Las proyecciones financieras constituyen una herramienta que contribuye a conocer el futuro de una compañía con carácter cuantitativo, de modo que facilitan pronosticar en un lapso determinado, las ventas, costos de generarlas, gastos, cuentas por cobrar, inventarios, cuentas por pagar, entre las principales; para de esta forma mediante los resultados que se hayan obtenido, lograr transformas estas estimaciones en los estados financieros que son: balance general, estado de resultados y flujo de efectivo.

Por tanto, se realizarán proyecciones a tres años, entendiendo los resultados dados en 2016 así como estimando en base a ese comportamiento y expectativas de crecimientos, cómo serán los años siguientes.

##### **4.2.1.1 Estado de Pérdidas y Ganancias**

Al interior del estado de pérdidas y ganancias, las principales cuents que muestra la empresa son ventas, costo de ventas, otros ingresos, gastos administrativos, gastos de ventas y gastos financieros, los cuales deben ser proyectados conforme a estimados porcentuales.

A continuación, se muestra la proyección para cada una de las cuentas en mención de Chocostevia para los años 2017, 2018 y 2019.

#### 4.2.1.2 Ventas

Las ventas que genera la empresa Chocostevia, son por comercialización del producto terminado Chocostevia a los clientes citados previamente. Con el potencial de clientes por aperturar en años siguientes, es visible un mejoramiento en resultados de ventas en el mediano plazo.

Por tanto, para poder elaborar proyecciones financieras de ambos rubros, se tomará en cuenta las expectativas de crecimiento que se tiene de la compañía alineado con el potencial de clientes nuevos que vayan a conseguirse.

Tabla 22: Chocostevia – Estado de Resultados proyectado

**Choco Stevia**  
**Estado de Resultados**  
**Proyecciones 2017, 2018 y 2019**

	Valores en USD		
	2017	2018	2019
<b>Ingresos</b>	30.416,67	33.458,33	36.804,17
Ventas	30.416,67	33.458,33	36.804,17
Otros Ingresos	0,00	0,00	0,00
<b>Costos</b>	21.415,98	23.557,58	25.913,33
<b>Costos de Operación</b>	21.415,98	23.557,58	25.913,33
Costos del Personal	6.203,93	6.824,32	7.506,76
Costos Operacionales	15.212,05	16.733,25	18.406,58

Fuente: Chocostevia

#### 4.2.1.3 Gastos de administración, venta y financieros

Al interior de los gastos administrativos, Chocostevia registra lo relacionado a sueldos y salarios del personal, honorarios, alimentación, horas extras, beneficios de ley, indemnizaciones, desahucios, mientras que al interior de los de venta, registra las depreciaciones, amortizaciones, mantenimiento de vehículos, beneficios sociales para el personal operativo.



Por otro lugar, se tiene a los gastos financieros, en los mismos que se registran los servicios de la deuda por préstamos y servicios bancarios.

Por tanto, para proyectar estos tres tipos de gastos debe establecerse los porcentajes de inflación emitidos por el Banco Central desde 2017 a 2018, y para el 2019, conservando la tendencia del Banco Central se ha estimado dicho valor.

*Tabla 23: Porcentajes de inflación proyectados de Ecuador*

<b>Porcentajes de Inflación</b>			
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Inflación</b>	3,49	3,35	3,22

*Fuente: Banco Central del Ecuador*

Mientras que, en el caso de gastos de depreciación, se conservará constante el valor del 2016, puesto que la información está acorde al avalúo realizado a la compañía sobre costo, vida útil y valor residual de sus activos fijos, proceso requerido para la transformación a NIIF's.

#### **4.2.2 Balance de Situación**

Las proyecciones efectuadas para el Balance General, se efectúan en base a cuentas principales y requeridas para establecer y formular los flujos de caja y según los rubros primordiales que presente Chostevia. Estas cuentas son:

- Cuentas por cobrar (clientes)
- Cuentas por pagar (proveedores)
- Obligaciones financieras

Dichas cuentas se proyectarán acorde a diversas directrices, que a continuación se muestran.

#### 4.2.2.1 Cuentas por cobrar

Para poder efectuar las proyecciones de cuentas por cobrar que a la fecha mantiene Chocostevia, es menester entender que la empresa genera ingresos por la comercialización de producto terminado a intermediarios (cadenas de autoservicios, farmacias, restaurantes, entre otros).

La proyección de estos saldos se realiza basándose en el indicador financiero: Plazo medio de cobro, despejando las cuentas por cobrar de la fórmula mostrada a continuación:

$$\text{Plazo medio de cobros} = \frac{\text{Cuentas por cobrar} * 360}{\text{Ventas}}$$

Del despeje resulta:

$$\text{Cuentas por cobrar} = \frac{\text{Plazo medio de cobros} * \text{Ventas}}{360}$$

Con esto las cuentas por cobrar a tres años quedan de la siguiente manera:

Tabla 24: Chocostevia – Proyecciones de cuentas por cobrar

	Proyecciones		
	2017	2018	2019
Cuentas por cobrar	20.805,00	19.764,75	18.776,51

Fuente: Chocostevia

#### 4.2.2.2 Obligaciones con instituciones financieras

Dado el tamaño de Chocostevia, y la cantidad de capital disponible por el propietario de la empresa, en la actualidad ni al mediano plazo proyecta alguna obligación con institución financiera, salvo el caso de presentarse algún crecimiento exponencial que involucre crecimiento de la planta, así

como de las máquinas industriales inmersas en el proceso de fabricación y empaque del Chocolate.

Actualmente la empresa tiene un préstamo otorgado por otra empresa de propiedad del dueño de Chocostevia y que está registrado en el balance como préstamos.

Entonces se tiene, que las obligaciones financieras de Chocostevia son:

Tabla 25: Chocostevia – Proyecciones de obligaciones financieras

<b>Proyecciones</b>			
	2017	2018	2019
Obligaciones financieras	70.905,20	70.827,41	70.613,90

Fuente: Chocostevia

#### 4.2.2.3 Cuentas por pagar

Al interior del rubro de cuentas por cancelar, Chocostevia cuenta con principales proveedores a los cuales compra materia prima de cacao, endulzante stevia, empaque, corrugadas. Para poder llegar a una ideal proyección es menester utilizar la fórmula de Plazo medio de pagos, para con ésta despegar las cuentas por pagar, del siguiente modo:

$$\text{Plazo medio de pago} = \frac{\text{Saldo de proveedores} * 360}{\text{Costo de Ventas}}$$

Del despeje resulta:

$$\text{Cuentas por pagar} = \frac{\text{Plazo promedio de pago} * \text{Costo de Ventas}}{360}$$

Con esto las cuentas por pagar a tres años quedan de la siguiente manera:

Tabla 26: Chocostevia – Proyecciones de cuentas por pagar

<b>Proyecciones</b>			
	2017	2018	2019
Cuentas por pagar	3.421,13	3.343,34	3.129,83

Fuente: Chocostevia

### 4.2.3 Flujos de Caja Libres

Habiéndose proyectado tanto el estado de resultados como el balance general, a continuación, se muestran los flujos de caja libres que corresponden a los años 2017, 2018 y 2019, estableciendo que los que tengan valor positivo constituirán un superávit, mientras que los que tengan valor negativo supondrán un déficit para Chocostevia.

Tabla 27: Chocostevia – Flujos de caja proyectados

**CHOCOSTEVIA**  
**FLUJO DE CAJA**  
**PROYECTADO A 3 AÑOS**

	2017	2018	2019
<b>SALDO INICIAL</b>	3.458,59	7.547,20	13.771,92
<b>INGRESOS:</b>			
<b>VENTAS</b>	23.406,36	25.747,00	28.321,70
<b>INGRESOS DEL MES</b>	<b>23.406,36</b>	<b>25.747,00</b>	<b>28.321,70</b>
<b>DISPONIBLE DEL MES</b>	<b>26.864,95</b>	<b>33.294,20</b>	<b>42.093,62</b>
<b>EGRESOS:</b>			
<b>GASTOS DE ADMINISTRACION</b>	20.453,31	20.657,84	20.864,42
<b>EGRESOS DEL MES</b>	<b>20.453,31</b>	<b>20.657,84</b>	<b>20.864,42</b>
<b>DEPRECIACION</b>	1.135,56	1.135,56	1.135,56
<b>SUPERAVIT</b>	<b>7.547,20</b>	<b>13.771,92</b>	<b>22.364,76</b>

Fuente: Chocostevia

### 4.2.4 Tasa de Descuento

Partiendo del cálculo de flujos de caja libres, se procede a calcular la tasa de descuento, la misma cuya función principal es volver el dinero futuro en presente. Esta tasa será a de Costo Promedio Ponderado de Capital, cuya sigla en inglés es WACC (Weighted Average Cost of Capital), la misma que es calculada por la siguiente fórmula:

$$WACC = Ke \frac{CAA}{CAA + D} + Kd(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

Habiéndose aplicado la fórmula en mención, por consiguiente, se obtiene la tasa de descuentos para la compañía CHOCOSTEVIA.

Tabla 28: Chocostevia - Componentes de la fórmula WACC

Componentes	Descripción	Valor
Ke	Tasa costo de oportunidad de accionistas	13,47%
CAA	Capital accionistas	800
D	Deuda financiera contraída	70.905
Kd	Porcentaje del costo de la deuda financiera	8,25%
T	Tasa impuesto a la ganancia	22,00%
WACC	Costo promedio ponderado de capital	6,51%

Fuente: Chocostevia

Para establecer la tasa de costo de oportunidad de los accionistas, se emplean los siguientes porcentajes:

Tabla 29: Componentes de la tasa de costo de oportunidad de accionistas

Bonos EEUU	Riesgo País	Riesgo Indus.	Inflación	Ke
2,47%	6,01%	1,50%	3,49%	13,47%

Fuente: Banco Central del Ecuador

El porcentaje de bonos de tesorería de Estados Unidos, fue extraído acorde a la tasa nominal anual establecida al 2017, los mismos que han evidenciado un aumento. Para el caso del riesgo de Ecuador, el porcentaje fue tomado según datos estadísticos del BCE a enero 2017. Con respecto al porcentaje de riesgo de la industria a la que Chocostevia pertenece, se ponderó de acuerdo a los resultados obtenidos del análisis micro y macro de Chocostevia. El Ke fue el resultado obtenido proveniente de la suma de estos porcentajes que da una tasa de costo de oportunidad cuyo valor asciende al 13.47%.

La tasa de descuento obtenido permitirá la aplicabilidad a cada uno de los flujos de caja netos proyectados hasta el año 2019.

#### 4.2.5 Cash Flows libres descontados

Una vez teniéndose los flujos de caja libre y la tasa de descuento, se procederá a realizar los flujos de caja libre descontados, basándose en la fórmula que corresponde al VPN, el mismo que se calcula de la forma siguiente:

$$VPN = \frac{VF}{(1 + WACC)^n}$$

Donde:

VPN: valor presente neto

VF: Valor de flujos de caja proyectados

WACC: Tasa de descuento

N: períodos

Como resultado, se obtuvieron los siguientes flujos de caja libre descontados:

Tabla 30: Chocostevia – Flujos de caja descontados

Año	Flujos de Caja Proyectados	Flujos de Caja Descontados
2017	7.547,20	7.085,91
2018	13.771,92	12.139,86
2019	22.364,76	18.509,43

Fuente: Chocostevia

Resultados positivos, que indican que Chocostevia tiene un correcto manejo de su efectivo.

#### 4.2.6 Valor Residual

El valor terminal de una empresa lo constituye su valor más allá del período proyectado para lo cual, el valor residual es calculado de manera común, a través del Método de Gordon, el mismo que fundamenta que el crecimiento de flujos de caja libres, tenga un comportamiento constante, de modo que pueda llegarse a una estimación de tasa de crecimiento que la empresa experimentará posteriormente a los períodos que fueron proyectados.

Para lograr el cálculo del valor residual es menester realizar dos pasos neurálgicos. Primero debe calcularse mediante una forma de perpetuidad el valor residual, y segundo, debe traérselo a valor presente.

$$VR = \frac{FCFF * (1 + g)}{(WACC - g)(1 + WACC)^n}$$

Donde:

VR: Valor Residual

FCFF: Flujo de caja libre en el último año estimado

G: Tasa media de crecimiento

n: número de años de duración del período proyectado

WACC: costo promedio ponderado de capital

Para efectuar el cálculo de g (tasa media de crecimiento), se requiere el empleo de la siguiente fórmula:

$$g = ROE * \text{Coeficiente de retención}(b)$$

Una vez que se han logrado conocer las fórmulas que se emplearán para calcular el valor residual de Chocostevia, se procede con el cálculo:

Tabla 31: Chocostevia - Componentes de la fórmula de valor residual

Descripción	Valor
FCFF	18.509,43
G	0%
WACC	6,51%
N	3
VR	235.310,28

Fuente: Chocostevia

La tasa de crecimiento “g” tomó un valor de 0%, ya que los flujos a partir del tercer año se estabilizan. Finalmente, una vez efectuada la fórmula del valor residual, se tiene que Chocostevia obtuvo un valor que asciende a US\$ 235.310,28.

#### 4.2.7 Valor de la empresa

Para poder obtener el valor de Chocostevia, debe fijarse los flujos de cajas libres descontados, pero al flujo final de proyección debe adicionarse el valor resultante del cálculo según el modelo de Gordon, por lo que el valor de Chocostevia se establecerá del modo siguiente.

Esto permitirá conocer el valor estimado de la empresa Chocostevia y entender todos aquellos factores de carácter determinante, que otorgaron valor a dicha empresa.

Tabla 32: Chocostevia – Valorización de la empresa

Años	2017	2018	2019
Flujos de Caja descontados	7.085,91	12.139,86	18.509,43
Valor residual	235.310,28		
Valor de la empresa	273.045,48		

Fuente: Chocostevia



De esta forma, logró determinarse que el valor de la compañía Chocostevia asciende a US\$ 273.045,48, lo que demuestra el correcto manejo económico-financiero que posee la compañía, puesto que su valor es alto si se toma en consideración la juventud de la compañía (lleva menos de doce meses operando), indicando de esta manera que Chocostevia, desde la cabeza de dirección y por medio de todo su equipo de colaboradores, cuenta con una idónea y aterrizada planificación de sus expectativas comerciales

## **Conclusiones**

El entorno macroeconómico actual que impacta a Chocostevia, constituye un escenario alentador para la compañía, pese a la coyuntura económica que se está viviendo. Si bien es cierto, existen en la actualidad menos plazas de empleo y consecuentemente, menos dinero circulando en la economía; también es cierto que las personas laboralmente activas, perciben ingresos mejores período tras período. Esto influye en que puedan consumir nuevos productos o servicios fuera de los que ya han venido consumiendo, lo que abre una puerta como nueva alternativa para Chocostevia.

Adicionalmente la empresa cuenta con el beneficio de regulaciones fiscales, como salvaguardias y aranceles, entre las principales, que apoyan al desenvolvimiento de la empresa nacional. Chocostevia puede beneficiarse de esta barrera de entrada ante el potencial ingreso de competidores internacionales. La tecnología no constituye una barrera de entrada por su gran diferenciación, sin embargo, la combinación de insumos para producir Chocostevia, y el know hoe para hacerlo, constituye una ventaja competitiva en favor de la empresa.

En lo referente al entorno microeconómico, Chocostevia se desempeña en un marco donde los únicos poderes fuertes ante los que se enfrentan, son los clientes y los productos sustitutos. Los primeros son fuertes por las cadenizaciones y oligopolios existentes en las industrias más preponderantes que operan en el país, como autoservicios y farmacias. Los sustitutos son fuertes porque ya tienen su historia en el mercado, con productos tradicionales de gran calidad. Los nuevos entrantes y los proveedores representan una amenaza media para la empresa, ya que no se avisa la entrada de otros competidores; y los proveedores, al contarse con una considerable gama de opciones, no ejercen un poder como el de los clientes. Y en relación a competencia, cabe volver a indicar que Chocostevia es único en el mercado, actualmente no existe esa combinación novedosa de oferta en Ecuador.

Es por ello, que Chocostevia, identificando esta área de oportunidad, se esquematizó para ofrecer al mercado una propuesta que vaya más allá de un gusto por el sabor. Una alternativa con la cual el consumidor se identifique a entender que se puede comer rico y comer sano a la vez, sin que éstas sean variables excluyentes una con respecto a la otra. Una opción que llevará seguramente al consumidor a disfrutar de dulces sin sentir culpa, no únicamente por la cantidad baja de calorías que contiene el chocolate Chocostevia, sino por el aporte que le otorga este endulzante no calórico a una potencial vida sana y duradera.

Asimismo, cabe recalcar, que Chocostevia posee fortalezas y oportunidades de gran trascendencia que le permitirá desarrollarse en mercados de extensión de línea, pues no sólo podrá ofrecer un chocolate endulzado con stevia, sino posteriormente un chocolate endulzado con stevia que posea el resto de combinaciones que los competidores pertenecientes a la industria tradicional de chocolates poseen, como son las mezclas con avellanas, almendras, nueces, chocolates bicolores, entre los principales.

Dentro del ámbito financiero, Chocostevia, al ser una empresa de comercialización de producto terminado, su rubro preponderante lo constituyen los ingresos y cuentas por cobrar, ya que la mayoría de sus clientes trabajan con crédito no menor a 90 días. Analizando las razones financieras, la empresa muestra interesantes niveles de liquidez y márgenes de rentabilidad propios del mercado donde se desenvuelve, por lo que puede concluirse que se encuentra correctamente manejada en este ámbito, debido a que posee dinero suficiente para solventar las obligaciones a la que está comprometida y mantiene un aceptable nivel de efectivo para responder ante ciertos imprevistos. Con respecto a sus razones de endeudamiento mantiene índices sanos y concentra la mayor parte de deuda al largo plazo, por lo que, con el correcto direccionamiento y la adecuada ejecución de los planes comerciales, en el mediano y largo plazo obtendrá los recursos para poder

corresponder a esas deudas sin ningún tipo de inconveniente. Su apalancamiento es adecuado ya que el mismo está centrado en el aporte que le ha provisto otra empresa del grupo para que Chocostevia nazca y se desarrolle dentro del mercado de chocolates, dejando que, en un caso de un crecimiento exponencial por una demanda más allá de la proyectada, pueda recurrirse a instituciones financieras por primera vez para acceder a créditos que por los resultados presentados seguramente serán concedidos.

En el disciplinado respeto a las políticas de crédito y cobranza, radicará el éxito de Chocostevia, puesto que cumplirlo a cabalidad otorgará a la empresa una liquidez idónea para solventar sus operaciones cotidianas, así como para potenciales nuevas adquisiciones de infraestructura o maquinaria que se darán en tanto y cuanto, se planee y ejecute una estrategia administrativa comercial exitosa, que es la tendencia que Chocostevia ha venido manejando desde su nacimiento.

Finalmente, la valoración de Chocostevia fue realizada mediante el método de flujo de cajas descontados porque entre sus ventajas presenta entrada y salidas reales de efectivo, con información provista de un ejercicio ya efectuado; los flujos incorporan riesgos relevantes que se han experimentado, situación que los otros métodos no consideran. También considera valores pasados y futuros estimados. Pese a que Chocostevia es una empresa joven, ya muestra información histórica del ejercicio 2016.

Producto del empleo de este método de flujos de caja descontados, se obtuvo que el valor de la empresa es de US\$ 273.045,48, cifra sostenida en los activos que Chocostevia posee, y el potencial de ventas que puede generar en un futuro a mediano y largo plazo. No obstante, este método o cualquier otro de los existentes, se resumirá en que una empresa vale lo que el comprador desee pagar por ella. Chocostevia con su adecuado posicionamiento deberá demostrar que vale este monto indicado, y que, con una planeación estratégica correcta, y ejecución de tácticas administrativas y comerciales adecuadas, puede valer aún más en el futuro.

## **Recomendaciones**

Ampliar su portafolio de productos, pues la dependencia en un mono producto torna a una empresa muy vulnerable ante la potencial aparición de competidores que deseen una porción de mercado que Chocostevia posee actualmente. La diversificación es la clave del éxito, ya que otorga, además, nuevas opciones de producto con las que pueda cumplirse los presupuestos de venta trazados por la compañía y que son necesarios para sostener la operación a través del tiempo.

Extender su cartera de clientes, puesto que actualmente Chocostevia cuenta con ocho clientes de siete naturalezas distintas. Esto deriva, al igual de lo que se mencionó respecto al producto, no se tenga que depender de unos pocos para llegar al presupuesto de ventas, sino contar con más opciones, para que en el caso de que un cliente no compre por razones indistintas, pueda suplirse esa cifra de colocación en ventas, con la que aporte otro u otros clientes. Asimismo, existe una diversificación en la cartera, y en línea a aquello, es recomendable contar con distribuidores detallistas que repartan a tiendas de barrio y que representen un desembolso de dinero diario al contado en favor de la empresa, robusteciendo aún más su liquidez.

Emplear esta valoración como elemento de juicio para tomar decisiones en el futuro, tanto para sus colaboradores actuales, como personas ajenas a la empresa, dado que los resultados mostrados han sido obtenidos mediante el correcto uso de herramientas financieras vigentes.

Realizar inversiones adicionales en favor de Chocostevia, con fondos de instituciones financieras, ya que actualmente el capital con el que se sostiene todo el aparato operativo de la compañía proviene del mismo dueño que es propietario de otra empresa del grupo. Esto, a medida que la empresa presente los crecimientos proyectados en ventas que hagan necesaria la inversión en más maquinaria e infraestructura para responder satisfactoriamente a la demanda que se vaya presentando.

## Referencias

- Adam, J. A. (2005). Los métodos de valuación de empresas y su relación con la capacidad de las organizaciones para generar valor. *Ejournal UNAM*, 37.
- Alonso, S., & Villa, A. (2007). *Valoración de empresas*. Madrid: S.A. Mundi-Prensa Libros.
- Fernández, P. (20 de Mayo de 2016). El PER, la Rentabilidad Exigida y el Crecimiento Esperado. *SSRN*, 6.
- Fernández, P. (2016). Métodos de valuación de empresas. *SSRN*, 27.
- Fernández, P. (1 de Junio de 2016). Valoraciones de Amazon, Terra y empresas de Internet. *SSRN*, 24.
- Galindo, A. (2005). *Fundamentos de valuación de empresas*.
- Labatut, S. (2005). *El valor de las empresas: métodos de valuación tradicionales y comparativos / múltiplos*.
- Ricardo, D. (1959). *Obras y Correspondencias de David Ricardo Vol. I en los Principios de Economía, Política y Tributación*. México DF: Fondo de Cultura Económica.