

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**

**Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas**



**FCSH**  
FACULTAD DE CIENCIAS  
SOCIALES Y HUMANÍSTICAS

**“VALORACIÓN DE LA EMPRESA CURTIEMBRE RENACIENTE S.A.”**

**MATERIA DE TITULACIÓN**

**Previa la obtención del Título de:**

**ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL**

**Presentado por:**

**KEISSA ELIZABETH SANTILLAN HILER**

**ITMENIA ELIZABETH TORRES AYALA**

**Guayaquil – Ecuador**

**2016**

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a Dios por darme la vida, la salud y la fuerza para culminar esta etapa.  
A mis padres Eduardo y Maritza quienes con sus enseñanzas y consejos siempre me animaron a seguir adelante.  
A mi familia los cuales siempre estuvieron apoyándome de una u otra manera.  
A mis amigos y a todas las personas que conocí en este trayecto de mi vida.

Keissa Elizabeth Santillan Hiler

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a Dios,

A mis padres por permitirme llegar hasta aquí ya que fueron ellos los que me guiaron por el buen camino y hoy estoy terminando una de mis metas sin su ayuda nunca la hubiera cumplido.

A mis hermanos que siempre han estado presentes en cada paso de mi vida, a mis compañeras de vida universitaria, mi prima y hermana que me acompañaron siempre.

A los profesores que tuve a lo largo de la carrera.

**Itmenia Elizabeth Torres Ayala**

## **DEDICATORIA**

Dedico este trabajo a Dios por su misericordia siempre para conmigo, a mi madre quien siempre se ha esmerado para darme una buena educación, por inculcarme solidos valores éticos y morales, por su sacrificio y sus sabios consejos.

Keissa Elizabeth Santillan Hiler

## **DEDICATORIA**

Este trabajo le dedico primero a Dios,  
A mis Padres que son mi ejemplo y mi guía  
Mis hermanos que siempre están conmigo en todo momento  
A mis amigos que me ayudaron siempre.

**Itmenia Elizabeth Torres Ayala**

## **TRIBUNAL DE SUSTENTACIÓN**

---

**MSc. Washington Macías Rendón**  
**Director de Materia de Titulación**

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

"La responsabilidad y la autoría del contenido de este Trabajo de Titulación, nos corresponde exclusivamente; y damos nuestro consentimiento para que la ESPOL realice la comunicación pública de la obra por cualquier medio con el fin de promover la consulta, difusión y uso público de la producción intelectual"

---

Keissa Elizabeth Santillán Hiler

---

Itmenia Elizabeth Torres Ayala

## **RESUMEN**

En el siguiente trabajo se busca conocer los diferentes métodos de valoración que existen para establecer el valor real de una empresa con la cual los gerentes y altos ejecutivos puedan tomar decisiones oportunas acerca de la misma. Teniendo como objetivo establecer la metodología más óptima para Curtiembre Renaciente S.A. que se dedica a la producción de cuero. Contiene cinco capítulos. En el primer capítulo se plantea una pequeña reseña histórica y los motivos por la cual se investiga el valor económico. En el segundo capítulo se describe el concepto de valoración de empresas, se estudia los diferentes métodos que existen, planteando ejemplos de cada uno detallando ventajas y desventajas. En el tercer capítulo se realiza la justificación y descripción del método de Flujo de Caja Descontado (FCD) ya que este es el más adecuado. En el Cuarto Capítulo se procede a realizar un análisis macro y micro donde se elabora un estudio sectorial en el cual se desarrolla la actividad comercial de la empresa, además se realiza un análisis financiero y no financiero. Y para finalizar, en el quinto capítulo se plantean los supuestos de la valoración, cálculo de costo de capital, se aplica el método elegido (FCD) y por último se realiza un análisis de sensibilización aplicando modelos estadísticos como Simulación de Montecarlo.



## ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I .....	1
1 INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 Antecedentes.....	1
1.2 Definición del problema .....	1
1.3 Objetivo general .....	2
1.4 Justificación.....	2
CAPÍTULO II .....	3
2 REVISIÓN DE LITERATURA.....	3
2.1 Definición y objetivos de valoración de empresas .....	3
2.1.1 Definición .....	3
2.1.2 Objetivos de valoración de empresas .....	3
2.2 Métodos de valoración de empresas .....	4
3 METODOLOGÍA .....	8
3.1 Justificación del método de valoración seleccionado .....	8
3.2 Descripción del proceso de valoración .....	8
3.3 Análisis sectorial .....	8
3.4 Análisis no financiero.....	9
3.5 Análisis financiero histórico.....	9
3.6 Análisis de los ratios financieros.....	9
3.7 Proyección de los estados financieros.....	10
3.8 La tasa de descuento .....	10
3.9 El valor residual.....	10
3.10 Valor presente neto .....	11
3.11 Simulación de Montecarlo.....	11
3.12 Fuentes de información .....	11
CAPÍTULO IV .....	12
4 ANÁLISIS DE LA EMPRESA CURTIEMBRE RENACIENTE S.A.....	12
4.1 Análisis del entorno de la empresa.....	12
4.1.1 Análisis macro .....	14
Producto interno bruto (PIB) .....	14
Inflación.....	18

Desempleo .....	19
Balanza comercial .....	19
4.1.2    Análisis micro .....	21
4.2    Análisis de la empresa .....	22
4.2.1    Análisis no financiero .....	22
Actividad y productos .....	22
Mercados y clientes .....	23
Análisis estratégico .....	23
Análisis de las 5 fuerzas Porter .....	24
Análisis FODA .....	25
4.2.2    Análisis financiero .....	26
Análisis horizontal y vertical .....	26
Razones financieras.....	29
CAPÍTULO V .....	32
5    Valoración de la empresa .....	32
5.1    Supuestos de proyección de flujo de caja .....	32
5.2    Estimación de la tasa de descuento.....	34
5.3    Flujo de caja proyectado.....	35
5.4    Simulación de Montecarlo.....	38
5.4.1    Valoración de los escenarios.....	38
5.4.2    Simulación de Montecarlo .....	40
CAPÍTULO VI .....	42
6    Conclusiones .....	42
Referencias.....	43

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 4.1 Financiamiento Externo del Ecuador	12
Ilustración 4.2 Evolución del Precio del Petróleo	13
Ilustración 4.3 Variación Trimestral del PIB	14
Ilustración 4.4 Contribución de la Variación Trimestral del PIB	15
Ilustración 4.5 Crecimiento del PIB en el Sector Manufacturero	16
Ilustración 4.6 Tasa de Crecimiento Sector Manufacturero de la Región	17
Ilustración 4.7 Inflación de Octubre 2015	18
Ilustración 4.8 Evolución de la Balanza comercial	20
Ilustración 4.9 Activo Corriente y Activo no Corriente	26
Ilustración 4.10 Análisis Horizontal del Activo	27
Ilustración 4.11 Pasivo Corriente y Pasivo no Corriente	27
Ilustración 4.12 Variación de Ingresos y Costo de Venta	28
Ilustración 4.13 Análisis Horizontal de Ingresos y Costo de Venta	28
Ilustración 4.14 Participación de los Costos de ventas, Gastos de venta y administrativos respecto a las Ventas	29
Ilustración 4.15 Razones de Solvencia	30
Ilustración 4.16 Razones de endeudamiento.	30
Ilustración 4.17 Razones de Rotación de Activos	31
Ilustración 5.1 Gráfico de Correlación	39
Ilustración 5.2 Valor de la Empresa	39
Ilustración 5.3 Valor del patrimonio	40
Ilustración 5.4 Sensibilidad del Valor de la Empresa	41
Ilustración 5.5 Sensibilidad del Valor del Patrimonio	41

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 2.1 Métodos de Valoración de Empresa.....	4
Cuadro 2.2 Balance General - Empresa XYZ.....	5
Cuadro 2.3 Cuenta de Resultados Rahnema S.A. ....	6
Cuadro 2.4 Free Cash Flow .....	7
Cuadro 5.1 Proyecciones para la elaboración del flujo.....	33
Cuadro 5.2 Datos para elaborar la tasa de descuento.....	34
Cuadro 5.3 Flujo de Caja Proyectado a 6 años.....	36
Cuadro 5.4 Matriz de Correlación .....	38

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1 Crecimiento Económico .....	15
Tabla 4.2 Evolución de la tasa de desempleo por ciudades .....	19
Tabla 4.3 Ventas y Utilidades de principales empresas del sector 2014 .....	22
Tabla 4.4 Ingresos por Ciudades de Curtiembre Renaciente S.A.....	23

# CAPÍTULO I

## 1 INTRODUCCIÓN

### 1.1 Antecedentes

Curtiembre Renaciente S.A. es constituida en 1933 en la ciudad de Cuenca por inmigrantes italianos que se dedicaban a la producción de suela con el nombre de Curtiembre Molinari, en 1947 pasa a manos de Carlos Tosí Siri quien la renombró con el nombre Curtiembre Renaciente como se llama en la actualidad.

Debido a la aceptación en el mercado ecuatoriano en 1987 optó por expandirse en las ciudades más representativas del Ecuador como Quito y Guayaquil para poder brindar un mejor servicio.

En 1987 fábrica cuero para tapicería convirtiéndose en la primera en procesar pieles, en este mismo año empieza a exportar cuero a países como EE.UU, Colombia, Guatemala, Perú y otros países más, llegando a ser una de las empresas más importantes en la exportación de cuero para la tapicería de Automotores.

Para el 2007, Curtiembre adquiere los derechos de la empresa guayaquileña Q-EROS S.A. y la quiteña GIOTTO SCC donde empieza a fabricar tapicería automotriz. En años posteriores adquieren maquinaria y tecnología de punta convirtiéndose en la más moderna del país.

Curtiembre Renaciente S.A. actualmente es una empresa líder e innovadora que no solo produce cueros sino también se dedica a la fabricación de tapicería para vehículos, muebles, mobiliarios, etc. Tiene un fuerte compromiso con la seguridad, salud organizacional y el cuidado del medio ambiente por lo que utiliza productos eco amigable.

### 1.2 Definición del problema

En la actualidad, para que los gerentes y altos ejecutivos puedan tomar decisiones acertadas es necesario realizar una valoración y estar al tanto del valor económico real que tienen las empresas, principalmente cuando se requiere adquirir, vender, valorar el patrimonio o fusionarse y seguir con el desarrollo y crecimiento en el mercado.

Curtiembre Renaciente S.A. Necesita conocer cuál es su valor financiero correcto, con el fin de tomar decisiones futuras adecuadas, seguir creciendo y posicionándose en el mercado.

### **1.3 Objetivo general**

Determinar el valor financiero y establecer el método más adecuado para la empresa Curtiembre Renaciente S.A.

### **1.4 Justificación**

La valoración nos ayuda a determinar con mayor profundidad el valor económico y de igual manera contribuye en la toma de decisiones de los accionistas. En una empresa se pueden realizar inversiones, adquisición de maquinarias con tecnología de punta, procesos de fusiones, etc.

Curtiembre Renaciente es una empresa que en la actualidad posee la mejor tecnología del país para producir la calidad requerida en lo que se refiere a cueros y es de suma importancia saber cuál es su valor financiero, analizándolo por el método más idóneo para la misma, que le permita seguir prosperando a futuro y poder competir con cualquier país de Latinoamérica.

## CAPÍTULO II

### 2 REVISIÓN DE LITERATURA

#### 2.1 Definición y objetivos de valoración de empresas

##### 2.1.1 Definición

Fernández (2008, p.23) la definió como “un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia”. Consiste en establecer un valor a los bienes para la realización del intercambio entre productores y consumidores, es necesario tener en cuenta la diferencia entre precio y valor; el precio es la cantidad de dinero por la que se puede transar un producto y valor es una estimación que se establece para la adquisición teniendo en cuenta especificaciones y variables que el comprador o vendedor consideren necesarias. En la actualidad debido a factores políticos, sociales, culturales, económicos, etc., resulta más complejo determinar el valor real de una empresa.

##### 2.1.2 Objetivos de valoración de empresas

La valoración de empresas se rige siempre en función de unos parámetros para poder mantener o alcanzar objetivos de un determinado valor o bien que conlleva a establecer el precio de la empresa (López Cabarcos, 1999, p.55). Realizar una valoración tiene muchas finalidades, Fernández (2008) señala algunas:

- Operaciones de compra y venta
- Valoración de empresas que cotizan en bolsa
- Salidas a bolsa
- Herencia y testamentos
- Sistemas de remuneración basados en creación de valor
- Identificación y jerarquización de los impuestos de valor
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa
- Planificación estratégica
- Procesos de arbitraje y pleitos



En general la valoración sirve para saber en qué estado se encuentra la empresa, si deben seguir invirtiendo o no, para plantear mejores estrategias a futuro.

## 2.2 Métodos de valoración de empresas

No hay que olvidar que una valoración no es sinónimo de comprobación. Esta se refiere a que es un proceso diferente e independiente, donde los cálculos se realizan una vez que se cuenta con la información necesaria (Galindo, 2005).

Hoy en día hay muchos métodos por los cuales se puede valorar una empresa, siendo necesario analizar los más comunes. Algunos autores como Damodaran (2002), Fernández (2000) e Investigaciones Europeas (2001), los describen de la siguiente manera:

Cuadro 2.1 Métodos de Valoración de Empresa

<b>Método</b>	<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
<b>Balance</b> Valor contable Valor contable ajustado Valor de liquidación Valor sustancial	Son sencillos y su información se encuentra disponible, los activos son el valor para generar ingresos.	No tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, ni los factores que puedan afectar.
<b>Cuenta de Resultados</b> Múltiplos PER (Relación entre precio y beneficios) Ventas P/Ebitda ( precio / beneficio antes de interés, impuesto, depreciación y amortización)	Se pueden hacer comparaciones con empresas del mismo sector.	No se considera el valor del dinero en el tiempo, no considera el riesgo.
<b>Descuento de Flujos</b> Free cash flow	Se considera los flujos futuros de la empresa, y	Para obtener una valoración precisa es

Cash flow acciones Dividendos Capital cash flow APV( Valor Presente Ajustado)	Es el método más correcto para evaluar una empresa.	necesario realizar muchos supuestos, esto incrementara la incertidumbre.
<b>Mixtos</b> Clásicos Unión de expertos Contables Europeos Renta Abreviada	Valor de los elementos inmateriales de la empresa que representa una ventaja respecto a otras empresas del sector.	Difícil cálculo para determinar su valor.

Fuente: Fernández (2000), Investigaciones Europeas (2001) y Damodaran (2002).

- **Ejemplo del método de balance (valor contable):**

El valor contable se lo calcula tomando el activo total menos el pasivo exigible que son: proveedores, deuda bancaria y deuda a largo plazo a continuación se presenta el balance general de la empresa XYZ en millones de dólares:

Cuadro 2.2 Balance General - Empresa XYZ

Activo		Pasivo	
<b>Caja</b>	<b>\$ 4</b>	Proveedores	\$20
<b>Deudores</b>	<b>\$ 8</b>	Deuda bancaria	\$6
<b>Inventario</b>	<b>\$12</b>	Deuda a largo plazo	\$8
<b>Activos fijos</b>	<b>\$40</b>	Patrimonio	\$30
<b>Total Activos</b>	<b>\$64</b>	Total Pasivo	\$64

Fuente: Elaboración Nuestra

- **Ejemplo del método de cuenta de resultados (per):**

Se obtiene multiplicando la utilidad por acción y por la razón precio/utilidad promedio de una industria: Se estima que la empresa XYZ obtendrá utilidades por acción

(UPA) de \$4, la razón precio /utilidad (P/U) de empresas comparables es de 8; el valor de las acciones sería:

$$(UPA) \times (P/U) = \$ 4 \times 8 = \$32$$

- **Ejemplo del método de descuento de flujo (free cash flow):**

Se presenta un ejemplo de Fernández (2000), la cuenta de resultados de la empresa Rahnema S.A. Para obtener el free cash flow:

Cuadro 2.3 Cuenta de Resultados Rahnema S.A.

<b>Cuentas</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Ventas</b>	1000	1100	1200
-Coste de mercancías vendidas	-550	- 610	-660
-Gastos generales	- 200	-220	-240
-Amortización	-100	-110	-120
<b>Beneficios antes de intereses e impuestos</b>	150	160	180
-Pagos de intereses	-50	-60	-60
<b>Beneficios antes de impuestos (BAT)</b>	100	100	120
-Impuestos (30%)	-30	-30	-36
<b>Beneficio neto (BDT)</b>	70	70	84
-Dividendos	-50	-55	-60
<b>Beneficios retenidos</b>	20	15	24

Fuente: (Fernández, 2000)

Fernández (2000, p.43) Sostuvo que “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”.

Cuadro 2.4 Free Cash Flow

<b>Cuentas</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)	150	160	180
-Impuestos sobre el BAIT (30%)	-45	-48	-54
Beneficio neto de la empresa sin deuda	105	112	126
+ Amortización	100	110	120
-Incremento de activos Fijos	-60	-66	-72
-Incremento de NOF (Necesidades Operativas de Fondos)	-11	-11	-12
<b>Free Cash Flow</b>	<b>135</b>	<b>145</b>	<b>162</b>

Fuente: (Fernández, 2000)

Según Fernández (2000), si la empresa no tuviera deuda el free cash flow sería igual al flujo de fondos para los accionistas (FCac). El flujo de fondos para los accionistas (FCac) va a ser igual al flujo de fondos libre menos intereses después de deuda y pago principal sumando las aportaciones de la nueva deuda.

$$FCac = FCF - (\text{Intereses Pagados} \cdot (1-T)) - \text{Pago Principal} + \text{Nueva Deuda}$$

- **Ejemplo de Método Mixto (Clásico) :**

Según Fernández (2000) y Damodaran (2002) se calcula utilizando la siguiente fórmula para empresas industriales  $V = A + n \times B$ , donde A= Valor de activo neto, n= coeficiente comprendido entre 1.5 y 3 y B= beneficios netos.

## **CAPÍTULO III**

### **3 METODOLOGÍA**

Con la finalidad de realizar un mejor análisis, fue necesario conocer la situación económica actual del país es por ello que se analizaron variables macro y microeconómicas tales como inflación, producto interno bruto (PIB), tasa de desempleo, balanza comercial entre otras más específicas en torno a la empresa.

Para Curtiembre Renaciente S.A. es necesario conocer el entorno en el que se desempeña la industria, sus competidores, leyes laborales, leyes tributarias, políticas y económicas etc. Una vez analizado el mercado la empresa puede tomar decisiones más acertadas.

#### **3.1 Justificación del método de valoración seleccionado**

Después de revisar los métodos de valoración antes mencionados y para realizar un mejor análisis se optó por el flujo de caja libre descontado ya que este si toma en cuenta los flujos futuros y factores como la inflación, los cambios políticos y económicos a diferencia del método de balance que se basa en cifras históricas siendo este un método muy estático.

Además se considera en la actualidad el método más correcto y completo en cuanto a valoración se refiere, también ayuda a examinar cuidadosamente los movimientos de los activos financieros. El proceso que se seguirá para la valoración es el siguiente:

#### **3.2 Descripción del proceso de valoración**

El proceso de valoración se va a realizar utilizando el flujo de caja libre descontado el cual trae a valor presente los flujos de efectivos proyectados utilizando una tasa de descuento adecuada.

#### **3.3 Análisis sectorial**

Para realizar el análisis sectorial analizamos las variables macro y microeconómicas del país, variables como el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), inflación, precio del petróleo, inversión extranjera directa, desempleo y balanza

comercial, las cuales afectan directa e indirectamente al crecimiento de la industria, con este análisis podemos determinar si la industria manufacturera del país crece o decrece.

### **3.4 Análisis no financiero**

El análisis no financiero nos ayudó a conocer mejor la empresa y la industria en la que se encuentra, al realizar el análisis estudiamos el mercado, los clientes, los productos y la actividad en la que se desarrolla, realizando un estudio estratégico podemos determinar el nivel de los competidores, las amenazas de los productos sustitutos entre otros y así mejorar las estrategias de mercado.

### **3.5 Análisis financiero histórico**

Para la valoración de Curtiembre Renaciente S.A. empresa líder en elaboración de cueros es necesario hacer una revisión de sus estados financieros pasados, para determinar cuáles son las cuentas que afectan el desarrollo de la misma ya que influyen en el proceso de valoración de una empresa, analizando esto y la situación económica del país se pueden proyectar los flujos de caja.

Tomaremos los cinco últimos años ya que nos permite conocer cuál es la realidad financiera para poder realizar las proyecciones futuras.

### **3.6 Análisis de los ratios financieros**

El análisis de los ratios se realiza para detallar la situación de los estados financieros de la empresa.

Estos ratios están dados en porcentajes (%).

$$\text{Rendimiento sobre la inversión} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}}$$

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

$$\text{Rendimiento sobre ventas} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Netas}}$$

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

$$\text{Prueba Ácida} = \frac{(\text{Activo Circulante} - \text{Inventario})}{\text{Pasivo Circulante}}$$

$$\text{Razón de Endeudamiento} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}}$$

$$\text{Ratio de solvencia} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Exigible total}}$$

### 3.7 Proyección de los estados financieros

Se tomó en cuenta el análisis de proyecciones de 5 años de los estados financieros como del flujo de caja libre (FCL), el Flujo de caja de accionistas (FCac) y las prevenciones en varios resultados.

Según Fernández (2000), estos métodos parten de la fórmula:

$$\text{Valor} = \frac{CF_1}{(1+K)^1} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n} \quad \text{Donde:}$$

CF= Fondo generado por la empresa

VR<sub>n</sub> = Valor residual de la empresa en el año n

K= Tasa de descuento de flujos futuros

### 3.8 La tasa de descuento

La tasa de descuento que se considere adecuada según el ambiente y el riesgo de los flujos proyectados.

La tasa de descuento del Flujo de caja Libre (FCL), considera la rentabilidad exigida por los accionistas (K<sub>p</sub>) y la tasa exigida de deuda (K<sub>d</sub>).

La WACC =  $K_p \frac{P}{V} + K_d \frac{D}{V} * (1+T)$  el K<sub>p</sub> se lo puede calcular por medio del CAPM que se la relaciona a la rentabilidad con los activos libres de riesgo R<sub>f</sub>, la β del riesgo del mercado, prima por riesgo de mercado (PRM) y el diferencial de la inflación de EE.UU y Ecuador.

$$K_p = R_f + \beta (\text{PRM}) + \Delta I$$

### 3.9 El valor residual

Según Fernández (2000), este valor es muy importante en la valoración de la compañía ya que puede tener un peso grande en el valor total. Para su cálculo utilizaremos el modelo de Gordon.

$$VR = \frac{FCn (1 + g)}{k - g}$$

Donde:

FC: representa el flujo de caja esperado en el período n.

k: tasa de descuento

g: tasa de crecimiento

### **3.10 Valor presente neto**

Sirve para obtener el valor real de la empresa, se lo obtiene sumando todos los flujos proyectados y utilizando la tasa de descuento idónea. Es necesario proyectar el balance general, el estado de resultado y el flujo de caja libre.

### **3.11 Simulación de Montecarlo**

Para la valoración se consideran variables para determinar los flujos de caja ya que pueden tomar algunos valores, esta simulación se trata de introducirle el riesgo a la valoración. Se realizará por medio del Valor Actual Neto (VAN), se selecciona la tasa de descuento, luego se procede a elegir las variables para la simulación y se efectúa el análisis de sensibilidad.

### **3.12 Fuentes de información**

Las fuentes que fueron necesarias revisar para el desarrollo de la valoración de la empresa fueron: Superintendencia de Valores y Seguros, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), Banco Central del Ecuador (BCE), Banco Mundial (BM), Página web de la empresa Curtiembre Renaciente S.A., libro sobre valoración de empresas de Pablo Fernández (2000), páginas web especializadas para encontrar las primas de riesgo y tasa de descuento como Damodaran.

Para encontrar los índices macroeconómicos se utilizó la página de Ecuador en cifras, la revista EKOS, página del Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO).



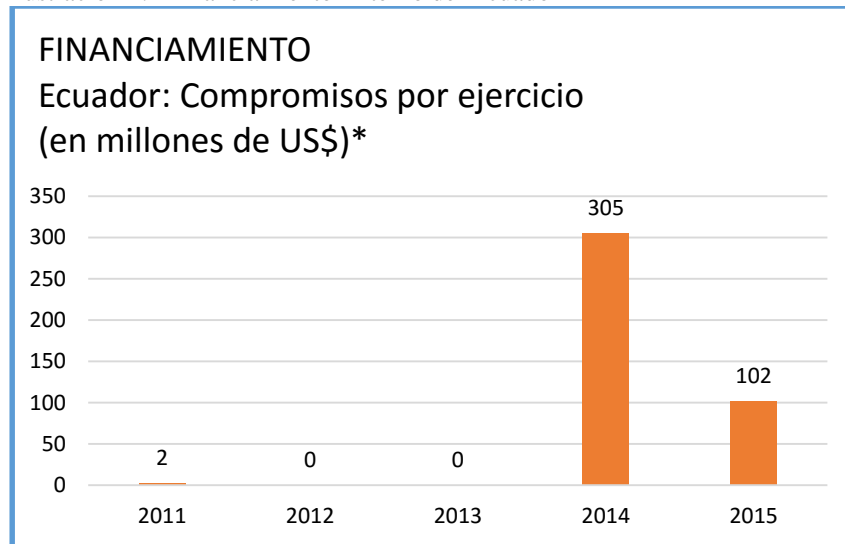
## CAPÍTULO IV

### 4 ANÁLISIS DE LA EMPRESA CURTIEMBRE RENACIENTE S.A.

#### 4.1 Análisis del entorno de la empresa

La economía del Ecuador desde finales del año 2014 viene disminuyendo debido a la caída del precio del petróleo, para contrarrestar su efecto se han tomado medidas como financiamiento externo e implementación de mecanismos para restringir las importaciones (Banco Mundial, 2014).

Ilustración 4.1 Financiamiento Externo del Ecuador



Fuente: Banco Mundial  
Elaboración Propia

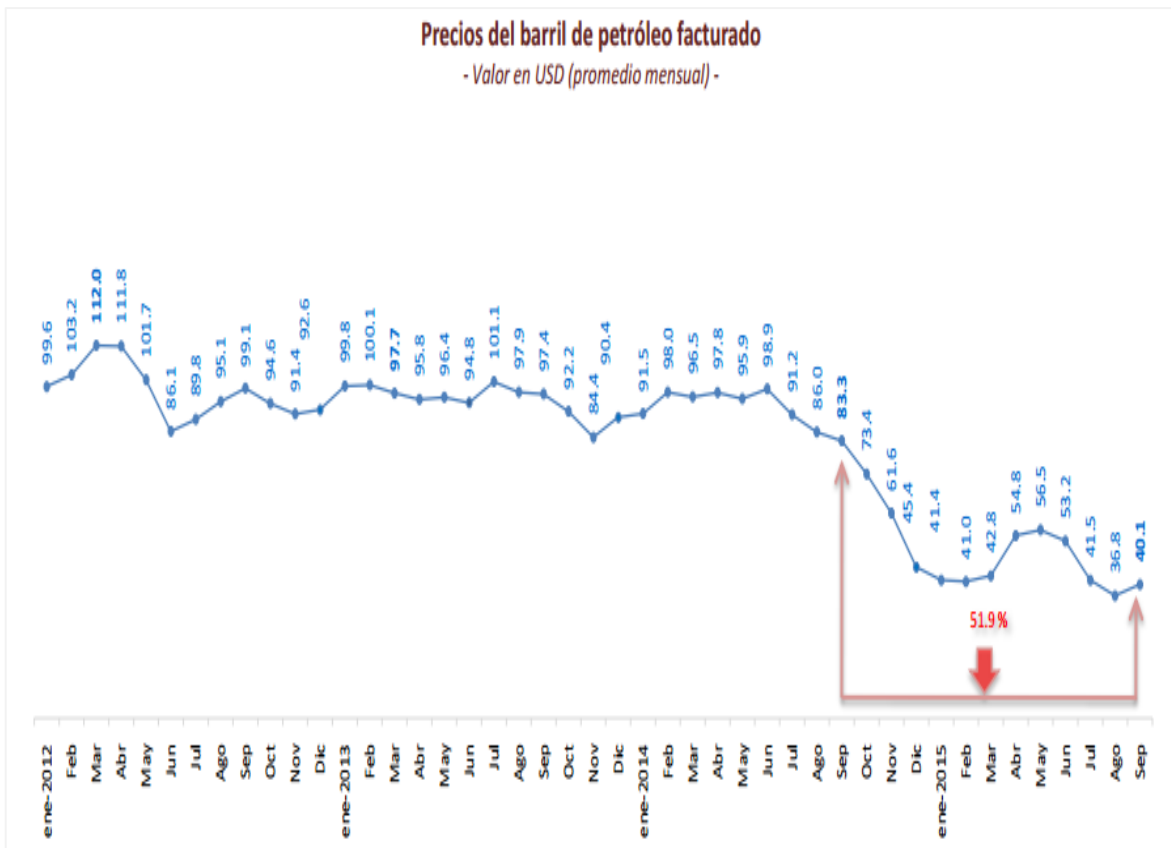
En nuestro país, tras la crisis financiera de 1999 el Banco Central del Ecuador (BCE) con el fin de salvar el déficit presupuestario, devaluó el sucre y cambio de moneda al dólar. Este cambio tuvo efectos positivos como la estabilidad de la economía ecuatoriana, adquirir deudas y planificar como pagarlas. La tasa de morosidad en el sistema financiero disminuyó del 8% en el 2002 a 2% en el 2013 (Superintendencia de Bancos, 2013).

Luego de 15 años de dolarización se sienten los efectos negativos ya que en el 2015 el dólar empezó a apreciarse, la moneda es más cara y esto afecta al tema de las exportaciones ya que los diferentes países de la región que compiten con los mismos

bienes pueden devaluar su moneda y tener precios bajos, esto quiere decir que para Ecuador es más difícil vender sus productos y fácil comprarlos de otros países.

La caída del precio del crudo es otra de las razones de la disminución del ritmo de la economía. Según datos del Banco Central del Ecuador (BCE) analizando el precio del barril en el período que comprende enero del 2012 hasta septiembre del 2015 el precio promedio de cada barril fue de \$83.4, en Marzo del 2012 el precio llegó hasta \$112 alcanzando el nivel más alto en este período. A mediados del 2014 debido a la sobreoferta de petróleo y al escenario geopolítico el crudo empezó a bajar abruptamente, situando el precio promedio de \$51.9 analizado en el período de septiembre del 2014 hasta septiembre del 2015, esta caída en el precio del crudo ocasionó una disminución en el crecimiento económico y en la inversión por parte del estado.

Ilustración 4.2 Evolución del Precio del Petróleo



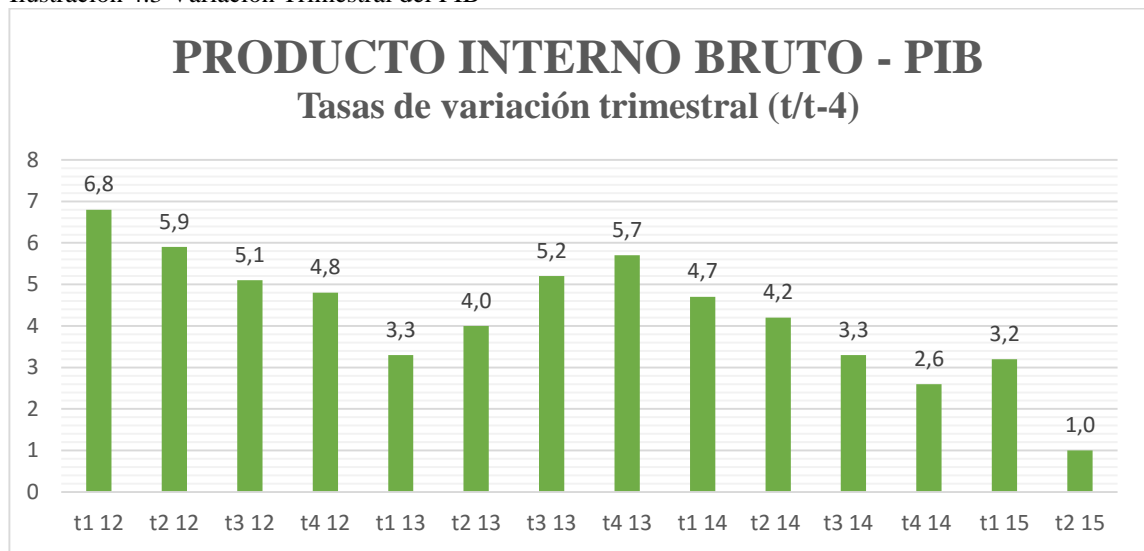
Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

### 4.1.1 Análisis macro

#### Producto Interno Bruto (PIB)

El crecimiento de la economía en el Ecuador del año 2014 fue de 3,8% según el informe del Banco Central del Ecuador (BCE). Se estimaba que para el 2015 la tasa de crecimiento fuera de 4%, pero por la caída del precio del crudo no ha tenido ese tipo de crecimiento. En la siguiente ilustración se presenta la tasa de variaciones trimestrales del PIB, para el segundo trimestre de este año tuvo un crecimiento de 1% en comparación con el mismo período del año anterior (BCE, 2015).

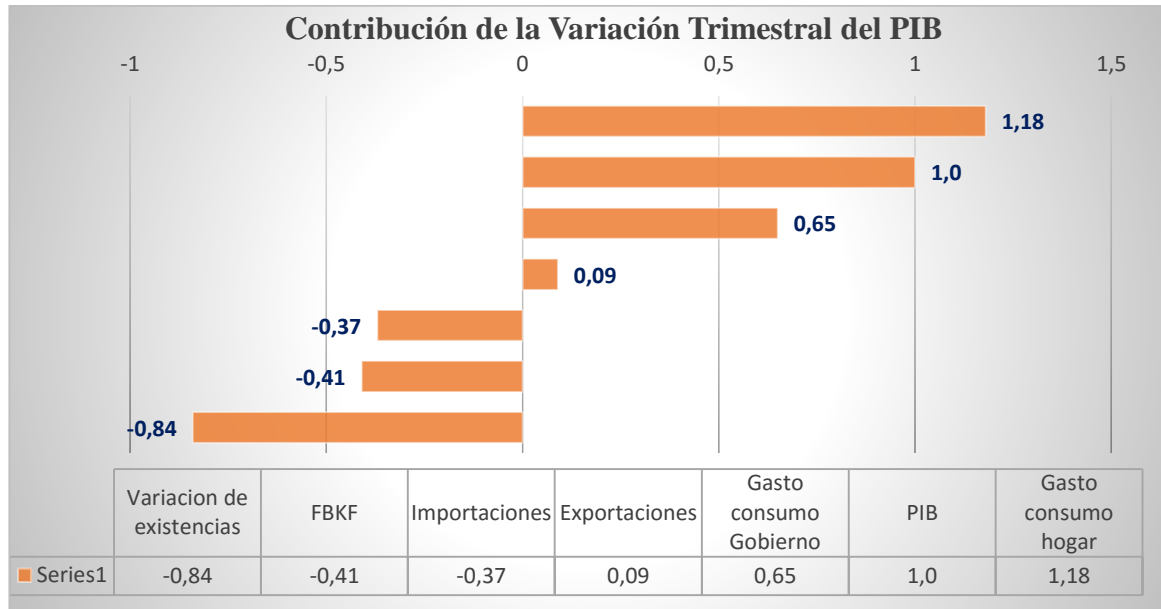
Ilustración 4.3 Variación Trimestral del PIB



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)  
Elaboración Propia

La razón a la que se debe este crecimiento es al Valor Agregado Bruto (VAB) no petrolero, los componentes del PIB que más ayudaron son: el gasto de consumo final de hogares (1,18), Gasto de consumo final de gobierno (0,65) y las exportaciones (0,09) como se muestra en la ilustración 4.4, según (BCE, 2015).

Ilustración 4.4 Contribución de la Variación Trimestral del PIB



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración Propia

Según el estudio realizado por Economist Intelligence Unit, el Producto Interno Bruto (PIB) tuvo un crecimiento negativo de 0.6% en el 2015 y se estima que para el 2016 exista un incremento leve que podría llegar a 0.7% esto debido a los bajos precios del petróleo. Los pronósticos para el 2017 son un poco más alentadores ya que se pretende que las exportaciones de crudo aumenten debido a trabajos realizados por la refinería de Esmeraldas y la disminución de la demanda interna de petróleo.

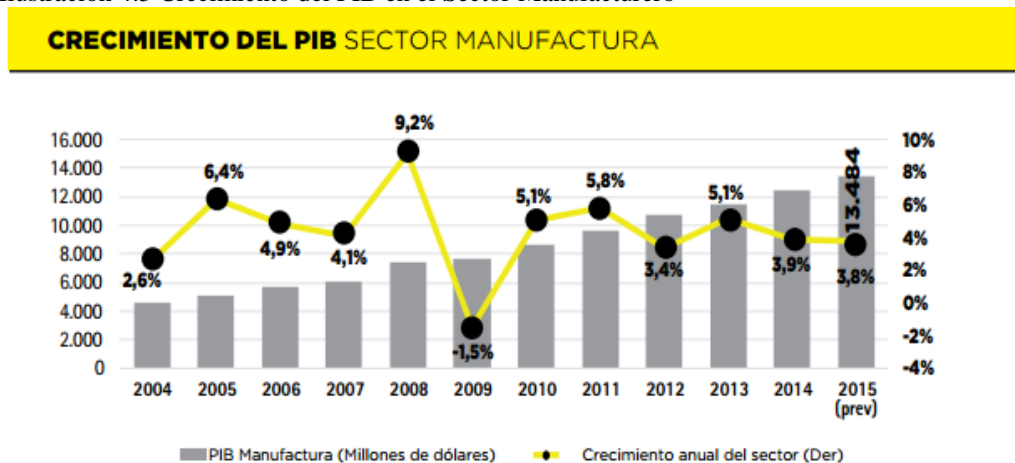
Tabla 4.1 Crecimiento Económico

%	2014 <sup>a</sup>	2015 <sup>b</sup>	2016 <sup>b</sup>	2017 <sup>b</sup>	2018 <sup>b</sup>	2019 <sup>b</sup>
GDP	3.7	-0.6	0.7	2.4	2.1	2.1
Private consumption	3.5	1.2	1.4	1.7	2.7	2.7
Government consumption	3.5	1.6	-0.8	1.0	1.5	2.0
Gross fixed investment	5.3	-3.5	-3.0	1.0	1.5	1.5
Exports of goods & services	4.9	2.0	1.8	3.8	4.4	4.8
Imports of goods & services	5.6	-2.6	2.7	5.0	5.3	6.3
Domestic demand	3.9	-1.8	1.0	2.8	2.5	2.7
Agriculture	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Industry	3.1	4.5	5.0	5.2	5.2	5.2
Services	9.2	-4.5	-2.8	0.2	-0.6	-0.8

Fuente: Economist Intelligence Unit

La empresa Curtiembre Renaciente S.A. pertenece al sector manufacturero, a continuación se presenta un análisis del PIB sectorial. Desde el 2004 al 2015 el sector ha crecido en un promedio de 4,5% anual, en el 2008 presentó su punto más alto llegando a 9,2% y su punto más bajo en el año 2009 de -1,5%. Para el 2015 con la desaceleración económica que se ha presentado, la industria también disminuyó a 3,8% un 0.1% menos en comparación con el año anterior, en consecuencia de las políticas impuestas por el gobierno y las restricciones que tienen a las importaciones como las salvaguardias de la balanza comercial para mediar con la crisis. Esta política que se ha impuesto a corto plazo tiene como fin el desarrollo de la industria nacional, existe poca preocupación para la fabricación de cueros ya que estas medidas a las importaciones perjudican parcialmente a este sector puesto que la materia prima que necesitan para los procesos de producción son 100% ecuatorianas, pero si necesita algunos insumos provenientes del extranjero.

Ilustración 4.5 Crecimiento del PIB en el Sector Manufacturero



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

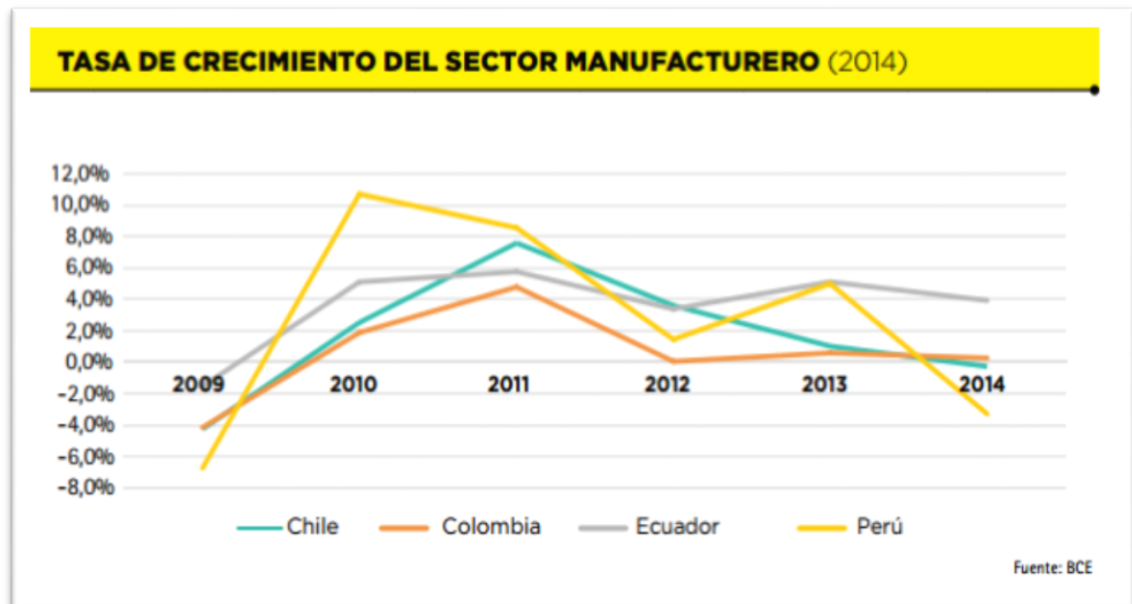
Según la revista EKOS a pesar de la importancia que tiene el sector en el crecimiento del PIB, este es uno de los que más déficit mantienen, es necesario señalar que las mayores importaciones de la manufactura corresponden a materias primas y bienes de capital, necesarios para mantener una producción con precios competitivos tanto localmente como en mercados internacionales. Durante 2014 las importaciones de materias primas para la industria sumaron USD 4,323.4 millones, mientras que las de

bienes de capital sumaron USD 3,423.8 millones; las exportaciones manufactureras no petroleras sumaron USD 162.0 millones según el Banco Central del Ecuador (BCE, 2015).

Se han desarrollado mecanismos para regular las importaciones, tales como la implementación de un régimen de control de la calidad a través de los certificados de conformidad (Resolución No. 116-2013 – COMEX), y durante 2015 a través de las salvaguardias, esto no necesariamente afecta a la producción de Curtiembre Renaciente, ya que a) en general las medidas regulatorias se han diseñado de tal manera que incidan lo menor posible sobre la industria manufacturera en general, y b) porque la empresa recurre al mercado local para su abastecimiento de materia prima. La industria de textiles y cuero a la cual pertenece la empresa Curtiembre Renaciente S.A. representa el 7% y el cuarto lugar de la composición del PIB manufacturero (Ekos, 2015).

En la región, Ecuador se ubica en segundo lugar con 11,8% de la participación en el PIB, en primer lugar esta Perú con 14,2% y el país que menos participación tiene es Chile con 10%, en los últimos años ha tenido una disminución como se muestra en la siguiente ilustración del (BCE).

Ilustración 4.6 Tasa de Crecimiento Sector Manufacturero de la Región

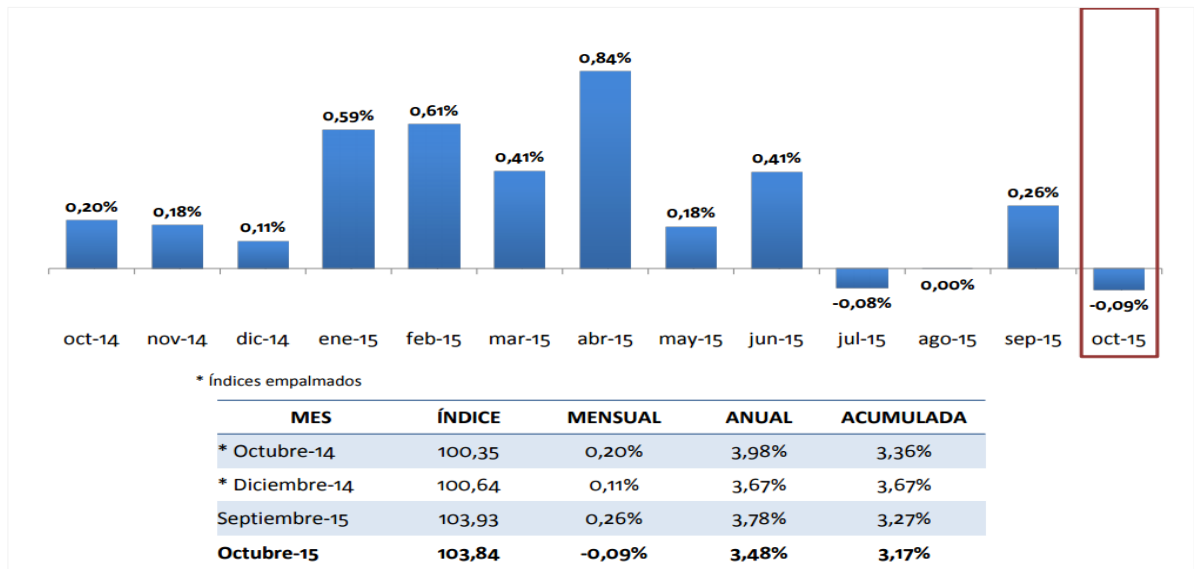


Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

## Inflación

La inflación de Ecuador mensual para el mes de octubre del 2014 fue de 0,20% y la anual de 3,98% comparada con el mismo período del 2015 la mensual es de -0,09% y la anual 3,48%, analizando estos diez meses del año se nota que existe una disminución según (INEC, 2015). Las razones se deben a la baja del precio del petróleo, la apreciación del dólar frente a la depreciación de las monedas de los países de la región que se han vuelto más competitivos los productos de estos países por lo que los productores ecuatorianos han bajado sus precios, quiere decir que existe la oferta de los productos pero no hay demanda de los consumidores.

Ilustración 4.7 Inflación de Octubre 2015



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Según el INEC la canasta familiar básica en el mes de octubre del 2015 tuvo déficit ya que la canasta era de \$669.88 y el ingreso mensual \$660.80, de un hogar de cuatro miembros con 1.6 receptores de ingreso.

Para las empresas de la industria manufacturera los costos de los insumos de producción se pueden elevar, causando un incremento en el producto final y debido a la devaluación de la moneda en los países vecinos resulta mucho más difícil competir con precios tan bajos.

## Desempleo

La tasa de desempleo según el INEC para el mes de septiembre del 2014 fue de 3,90% a nivel nacional comparado para el mismo mes del 2015 que llegó a 4,3%, se incrementó en 0,40%.

A continuación se muestra la evolución trimestral de la tasa de desempleo para las ciudades más relevantes del Ecuador del 2013 a septiembre del 2015, Cuenca en el período de septiembre 2014 a septiembre 2015 muestra una disminución en la tasa de desempleo de 1,5%, Guayaquil registra un aumento de 1,07% en comparación del mismo período. La ciudad que tiene la tasa más alta de desempleo es Quito con 5,21%.

Tabla 4.2 Evolución de la tasa de desempleo por ciudades

Periodo	Quito	Guayaquil	Cuenca	Machala	Ambato
mar-13	4,06%	5,46%	3,15%	4,21%	4,39%
jun-13	4,44%	5,97%	4,52%	3,68%	4,53%
sep-13	4,67%	5,51%	4,29%	3,18%	3,62%
dic-13	4,04%	5,74%	3,68%	3,83%	3,39%
mar-14	4,34%	6,13%	3,23%	3,80%	5,81%
jun-14	4,16%	6,97%	3,37%	3,08%	5,04%
sep-14	4,91%	3,86%	4,17%	2,73%	4,86%
dic-14	3,22%	4,01%	2,30%	2,48%	3,68%
mar-15	4,39%	3,78%	3,22%	3,70%	6,43%
jun-15	4,77%	4,65%	3,10%	4,48%	3,62%
sep-15	5,21%	4,93%	2,65%	4,07%	4,80%

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Según la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo (ENEMDU) para junio del 2015 dice que el sector privado aporta con 88,13% y el sector público 16,9%. La actividad que más empleo genera es la agricultura que tiene (26,6%), el sector manufacturero se encuentra entre las actividades de mayor ocupación ubicándose en el tercer puesto con (11,2%) y las ramas de actividad que menos empleo ofrecen son la de petróleo y suministro de electricidad y agua con (0,71%) y (0,61%) respectivamente.

## Balanza comercial

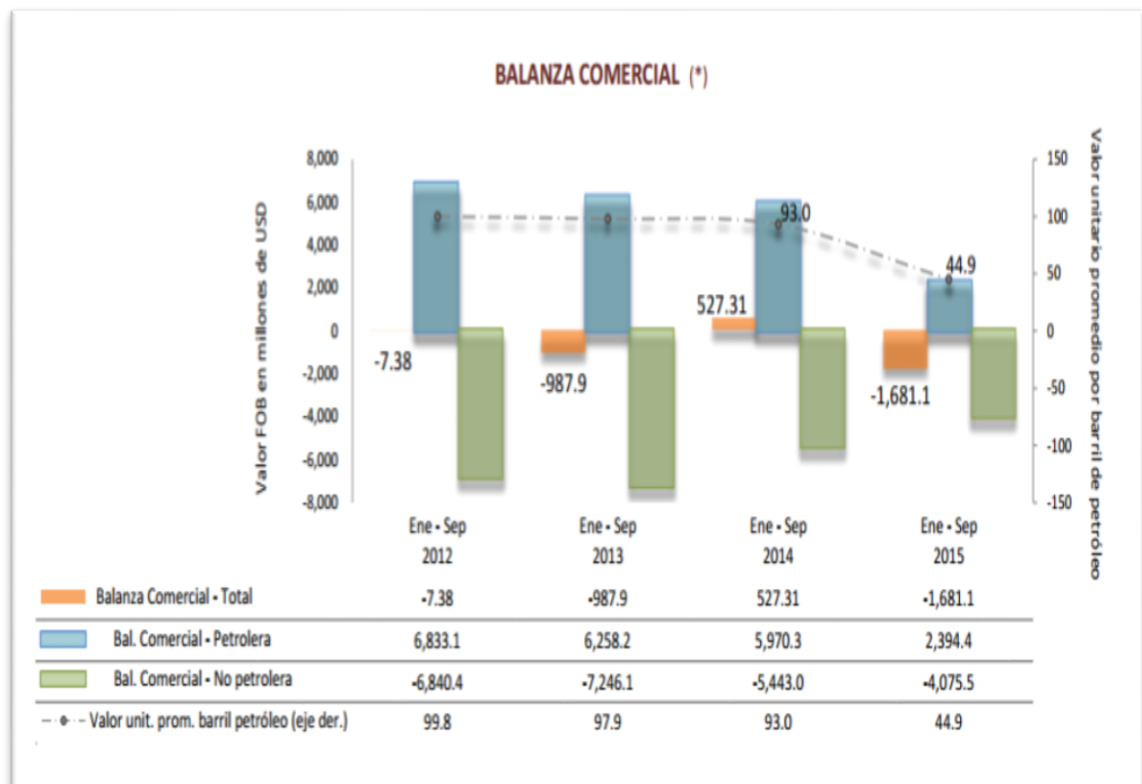
Para el tercer trimestre del 2015 cerró con un déficit de \$1,681.1 millones, comparando con el mismo período del 2014 que registró un superávit de \$527.3 millones,



reflejando que cambio de ritmo totalmente. Como ya lo mencionamos en todo este capítulo las consecuencias vienen dadas por la caída del precio del petróleo y la apreciación del dólar principalmente que viene afectando de forma inversa a la balanza comercial (BCE, 2015).

La balanza petrolera de enero - septiembre del 2014 fue de \$5,970.3 millones comparado con el mismo período del 2015 registro \$2,394.4 disminuyó notablemente con respecto al superávit del año anterior ya que el precio promedio del barril exportado paso de \$93.0 en el 2014 a \$ 44.9 en el 2015. La balanza no petrolera de enero - septiembre 2014 cerró con un saldo negativo de \$5,443.0 millones y en el 2015 con \$4,075.5, esto significa que en el período del 2015 ha disminuido el déficit, esto se debe a la disminución de las importaciones por las restricciones impuestas y un incremento en las exportaciones de productos no petroleros (BCE, 2015).

Ilustración 4.8 Evolución de la Balanza comercial



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Las exportaciones hasta octubre de este año son de \$22.4 millones de la manufactura de cueros que representan el 1.4% de la participación de los productos no tradicionales de las exportaciones no petroleras (BCE, 2015).

#### **4.1.2 Análisis micro**

El sector de cueros ha crecido durante los últimos años, según el Ministerio de Industrias y Productividad (MIPRO) este crecimiento se ha dado por las políticas arancelarias implementadas por el gobierno al producto extranjero, préstamos otorgados por la banca pública en pro mejora y desarrollo de las curtiembres, registro de las importaciones y exportaciones, certificación de origen como política pública.

Otras de las medidas implementadas son la actualización de las normas de estandarización para garantizar la calidad de sus productos y las buenas prácticas de la manufactura, la capacitación es otro factor importante en este crecimiento ya que el país invirtió 2.2 millones en mejora de mano de obra con el fin de asegurar perfiles de calidad. También el gobierno del Ecuador ha invertido en infraestructura para crear centros de diseños de cueros y calzados en Azuay para seguir con el desarrollo del sector y ajustarse a los parámetros del consumidor.

La producción en Ecuador asciende a 350 mil al año de cueros y pieles, una parte de esta producción se la utiliza en el país para la elaboración de calzado, tapicería y confecciones, y otra gran parte de cueros y pieles se exporta. Según el ministerio de comercio exterior las exportaciones de cueros y pieles superan los \$24,6 millones de dólares FOB (Free On Board)<sup>1</sup> al año y los principales destinos de exportación fueron países como Colombia, Perú, Venezuela, EE.UU y Panamá (Ministerio de Comercio Exterior, 2014).

El sector manufacturero de cueros en los últimos 3 años ha fomentado más de 100 mil puestos de trabajo, en la producción de cueros, pieles, calzado y tapicería. Los principales fabricantes de cueros se encuentran en Tungurahua, Azuay y Pichincha (Ministerio de Comercio Exterior, 2014).

La principal competencia de la empresa Curtiembre Renaciente S.A es la empresa Curtiduría Tungurahua ya que fabrica cueros y realiza tapicería automotriz otro de los competidores representativos es Teneraria San José. Las empresas más importantes

---

<sup>1</sup> FOB (Free On Board)

de cuero se encuentran distribuidas en las Ciudades de Quito, Ambato, Guayaquil y Cuenca.

Tabla 4.3 Ventas y Utilidades de principales empresas del sector 2014

<b>Empresas</b>	<b>Ventas</b>	<b>Utilidad</b>
Curtiduría Tungurahua	\$ 14.608.750,00	\$ 497.968,00
Curtiembre Renaciente S.A	\$ 4.475.057,00	\$ 65.196,00
Teneraria San Jose	\$ 4.018.359,00	\$ 111.747,00

Fuente: Revista EKOS

Elaboración Propia

## **4.2 Análisis de la empresa**

Curtiembre Renaciente es una empresa dedicada a la fabricación de cuero de alta calidad desde 1949. Debido a su antigüedad y a la calidad de sus productos hoy en día Curtiembre Renaciente es una de las empresas más grandes del Ecuador en la industria del cuero.

### **4.2.1 Análisis no financiero**

#### **Actividad y productos**

Inicialmente la empresa elaboraba cuero para zapatos pero debido a la aceptación y su acelerado crecimiento decidió ampliar su portafolio implementando nuevos productos como:

- Cuero automotriz
- Cuero para muebles
- Cuero para vestimenta
- Pisos y paredes de cuero

En el año 2007 Curtiembre Renaciente absorbe a dos empresas dedicadas a la fabricación de tapicería automotriz Q-EROS S.A y GUIOTTO las cuales en la actualidad aún conservan su nombre iniciando así con la fabricación de tapicería automotriz.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Fuente: Curtiembre Renaciente S.A

## Mercados y clientes

La empresa tiene buena participación en el mercado internacional exportando cuero a países como Colombia, EEUU, Costa Rica, El Salvador, Venezuela, Perú y España, sus mayores exportaciones las realiza a Colombia y Costa Rica.

En el mercado nacional la ciudad que representa mayores ingresos es Cuenca debido a que ahí está la matriz principal y se encuentra la fábrica representando el 73.47%, seguido de la ciudad de Guayaquil la cual representa el 22.87% y posteriormente la ciudad de Quito con 3.66% de los ingresos.

Tabla 4.4 Ingresos por Ciudades de Curtiembre Renaciente S.A.

CIUDAD	INGRESOS	%
CUENCA	\$ 3.287.662,30	73,47%
GUAYAQUIL	\$ 1.023.646,72	22,87%
QUITO	\$ 163.748,44	3,66%
<b>TOTALES</b>	<b>\$ 4.475.057,46</b>	<b>100%</b>

Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.  
Elaboración Propia

Entre los productos más destacados se encuentran la tapicería automotriz y de hogar, es por eso que se considera uno de los principales proveedores para las concesionarias como Kia, Ford, Hyundai, Toyocosta, Chevrolet. En lo que respecta a la tapicería de hogar su principal cliente son las galerías, quienes exhiben pisos y paredes de cuero.

## Análisis estratégico

- **Misión**

Servir con excelencia a nuestros clientes y satisfacer sus requisitos. Perseverar en nuestro esfuerzo hacia el mejoramiento continuo a través de la utilización racionalizada de los recursos, la capacitación, motivación y participación del personal. <sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Fuente: Curtiembre Renaciente S.A

- **Visión**

Una empresa rentable que persigue el mejoramiento continuo, utiliza tecnología apropiada y controla sus procesos para producir cueros de excelente calidad y satisfacer con excelencia a sus clientes.

### **Análisis de las 5 fuerzas Porter**

- **Rivalidad entre los competidores**

Para la empresa Curtiembre Renaciente es muy importante conocer cuáles son sus mayores competidores, los rivales más destacados son Curtiduría Tungurahua y Teneraria San José ya que entre los productos que elaboran esta la tapicería automotriz el cual es nuestro principal producto. Existen otras empresas que fabrican cuero pero son pequeñas, las cuales no tienen la tecnología de punta para una elaboración sofisticada, elaborando cueros o cuerinas que tienen una calidad muy baja, tenemos competencia en precios, publicidad, promociones, servicios y calidad.

- **Amenaza de entrada de nuevos competidores**

La amenaza de nuevos competidores existe porque hay competencia extranjera que quiere abrirse en el mercado nacional, esto es un poco difícil ya que existen barreras de entrada como fuertes inversiones de dinero, tener una cartera de clientes, falta de canales de distribución y elaborar sus productos preocupándose por el ambiente.

- **Amenaza de productos sustitutos**

La tecnología y la globalización contribuyen al ingreso de productos sustitutos de cuero al país, siendo estos más baratos y de buena calidad. En Latinoamérica existen países como Colombia, Argentina y Brasil que ofrecen sustitutos de cuero tales como cuerina, gamuza entre otros con precios muy bajos lo cual representa una gran competencia para nuestros productos.

- **Poder de negociación de proveedores**

Existen pocos proveedores para los insumos que la empresa utiliza, es por ello que los precios son establecidos por los proveedores existiendo bajo poder de negociación para Curtiembre Renaciente S.A, la empresa trata de tener proveedores fijos para mantener un precio constante en los insumos, el principal proveedor es Quimicurtex.

- **Poder de negociación de los clientes**

Para una buena negociación se debe plantear estrategias, elaborar productos sofisticados y de buena calidad para poder captar mayores clientes. Los clientes son lo más importante para el crecimiento de la empresa por lo que siempre se los trata de mantener satisfechos, tenemos bajo poder de negociación ya que existen algunos competidores y nuestros clientes más reconocidos son Kia, Chevrolet, Toyocosta concesionarias que tienen mucho poder de negociación.

### **Análisis FODA**

Se lo realiza con la finalidad de conocer el mercado en donde se desarrolla la industria, analizar su nivel de competencia a la vez que se realiza un análisis interno de la misma.

#### **Fortalezas**

- Líder en el mercado
- Calidad en sus productos cumpliendo los más altos estándares
- Utilización de tecnología de punta para la elaboración de sus productos
- Ubicación en las 3 ciudades más grandes del país
- Tiene uno de los laboratorios de pruebas más grandes del país
- Realiza procesos amigables con el medio ambiente

#### **Oportunidades**

- Crecimiento continuo
- Diversificación de su portafolio
- Oportunidad y apertura para otros mercados extranjeros
- Implementación de tecnología con la finalidad de mejorar los procesos
- Creación de una nueva sucursal dentro del país

#### **Debilidades**

- Falta de publicidad para dar a conocer sus productos
- Rotación constante de personal
- Las maquinarias tienen precios muy altos
- Falta de incentivos a la Inversión
- No se aprovecha toda la capacidad instalada

### Amenazas

- Alta competencia Internacional
- Competir con precios más bajos
- Cambios Políticos y económicos (impuestos)

#### 4.2.2 Análisis financiero

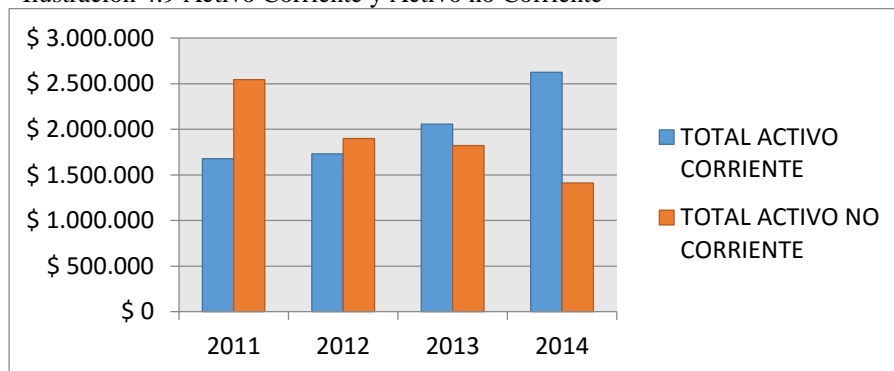
##### Análisis horizontal y vertical

Al realizar los respectivos análisis horizontal y vertical del Balance General y Estado de Resultado, (anexo 1) podemos apreciar variaciones que las diferentes cuentas han tenido en un período de cuatro años, siendo este desde el 2011 al 2014.

El análisis vertical nos muestra el porcentaje que representa cada cuenta respecto al total de activo en el Balance General, mientras que en el Estado de Resultado nos indica el porcentaje que posee cada cuenta respecto al total de ventas.

De acuerdo al análisis vertical la cuenta de propiedades, plantas y equipos es la que tiene una mayor parte del total de activos, esto se debe a que es una empresa industrial. Los inventarios es la segunda cuenta que posee mayor participación en los activos con un promedio de 26.97% en los cuatro años, la cuenta de activos financieros que representa a las cuentas y documentos por cobrar, clientes nacionales y extranjeros no relacionados y provisiones incobrables, representan un 11.35% en el 2011, 12.07% en el 2012, 19.83% en el 2013 y 29.14% en el 2014.

Ilustración 4.9 Activo Corriente y Activo no Corriente

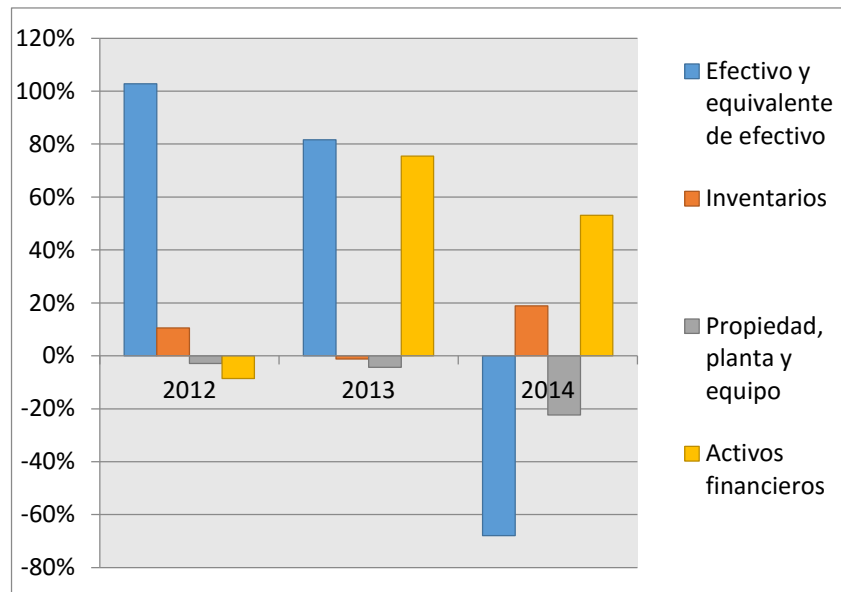


Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

De acuerdo al análisis horizontal realizado el efectivo de la empresa ha disminuido en los últimos años, volviendo a la empresa menos líquida, esto puede darse

debido al incremento de los activos financieros de la empresa por lo que existen más clientes deudores, el inventario tuvo un aumento del 18.93% en el año del 2014 debido a un aumento en la producción de tapicería.

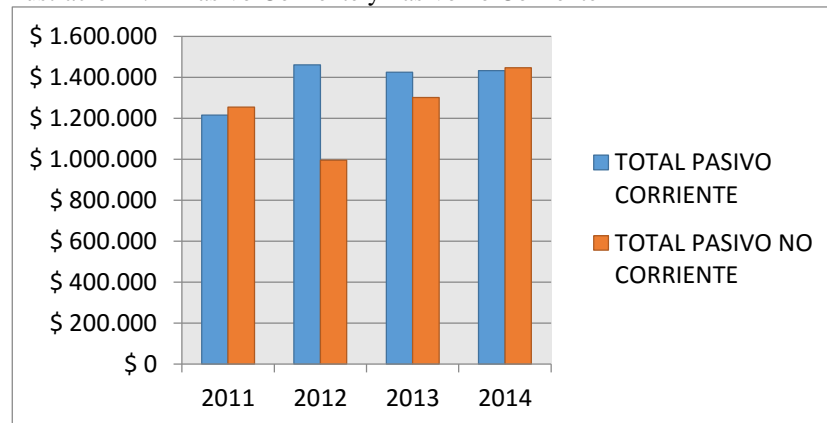
Ilustración 4.10 Análisis Horizontal del Activo



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

De las cuentas del pasivo la cuenta que mayor parte toma del total del pasivo más patrimonio es la de cuentas y documentos por pagar del pasivo corriente siendo en promedio de 22.27%, lo que demuestra que la empresa ha incrementado sus deudas con los proveedores, la segunda cuenta es la de obligaciones con instituciones financieras del pasivo no corriente que representan a las hipotecas que posee la empresa, la misma que en promedio representa el 16.92% del total del pasivo más patrimonio.

Ilustración 4.11 Pasivo Corriente y Pasivo no Corriente



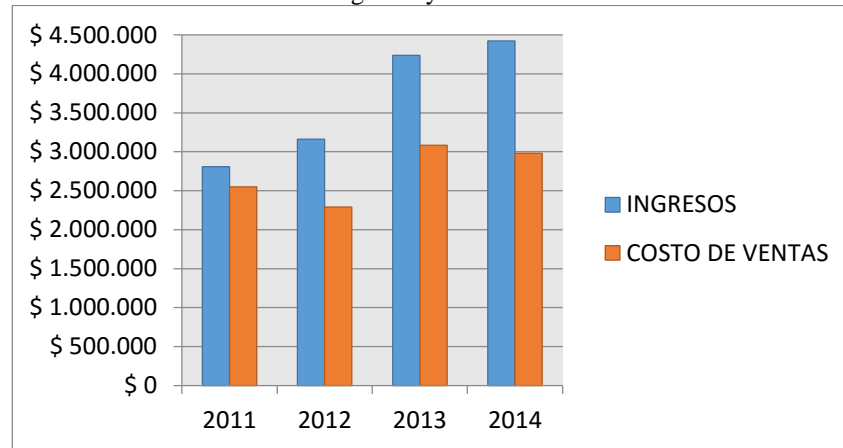
Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.



El capital social es la cuenta del patrimonio con mayor participación en el pasivo y patrimonio de la empresa, siendo esta del 23.76% en el 2011, 15.12% en el 2012, 14.16% en el 2013 y 13.59% en el 2014.

Los ingresos en el período de estudio muestran un crecimiento promedio del 17.02%, mientras que los costos de ventas han presentado un comportamiento irregular.

Ilustración 4.12 Variación de Ingresos y Costo de Venta

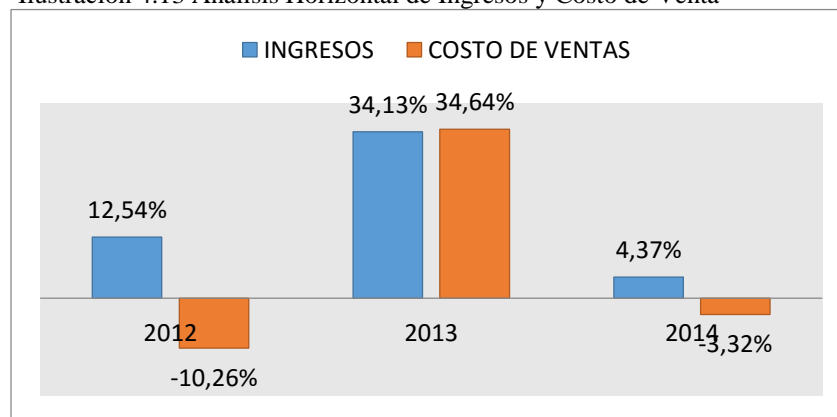


Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

El crecimiento de las ventas en el 2013 fue de 34.13% siendo el mayor en el período, mientras que en el 2014 fue de 4.37%. Las ventas realizadas a empresas nacionales fueron mayor en comparación con las extranjeras, representado estas el 73% (Curtiembre Renaciente S.A., 2014).

Los Costos de ventas disminuyeron en 10.26% en el 2012, mientras que en el 2013 estos aumentaron en 34.64%.

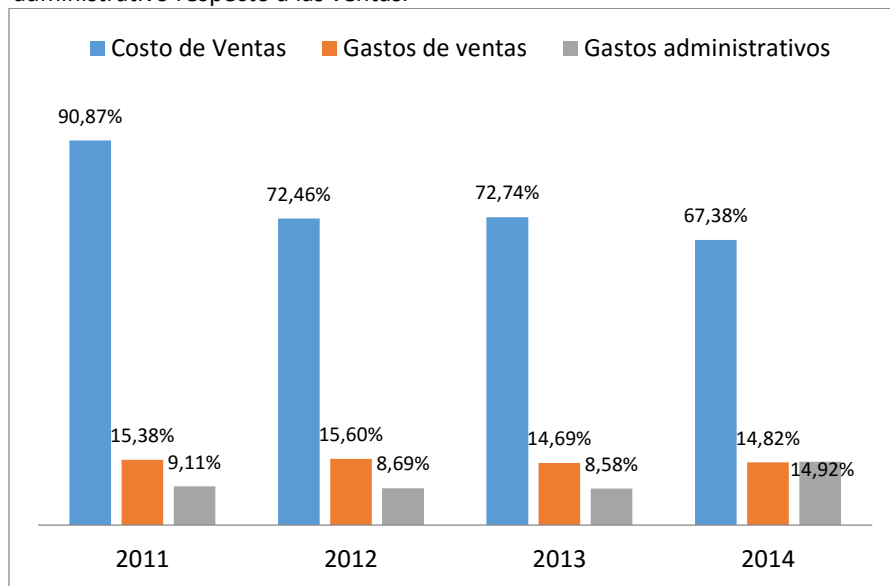
Ilustración 4.13 Análisis Horizontal de Ingresos y Costo de Venta



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

En el análisis vertical del estado de resultado los costos de venta representan un 75.86% en promedio frente a las ventas en el período 2011 al 2014, los gastos de venta y gastos administrativos muestran un margen significativo de las ventas siendo estos del 15.12% y 10.33% en promedio en el período de análisis.

Ilustración 4.14 Participación de los costos de ventas, gastos de ventas y administrativo respecto a las ventas.



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

En los años 2011 y 2012 el resultado integral fue negativo siendo este de \$656,607 y \$4,382 respectivamente, para el 2013 fue de \$1 mientras que en el 2014 de \$10,183 representando apenas el 0.23% del total de ingresos.

### Razones financieras

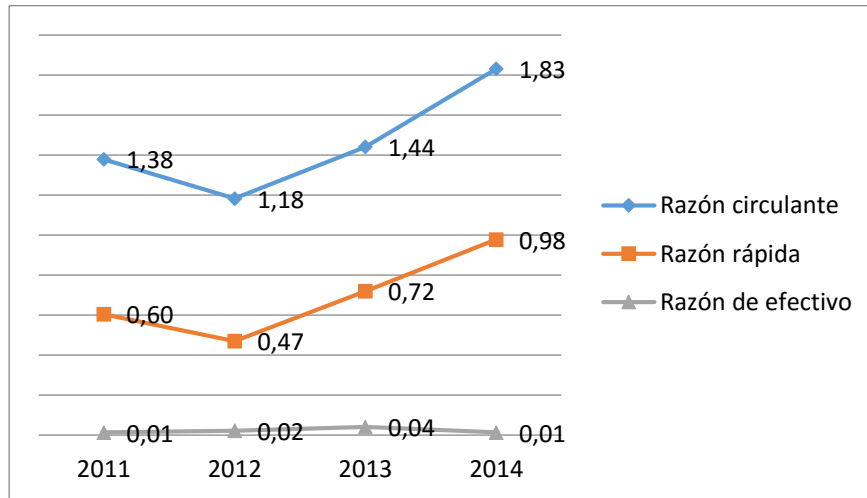
Se realizaron las razones financieras de solvencia, apalancamiento financiero, rotación de activos y rentabilidad, para poder revisar el estado actual en el que se encuentra la empresa.

La empresa en el período del 2012 al 2014 aumento su razón circulante, siendo capaz de hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, debido a que por cada dólar del pasivo corriente tiene \$1.83 en activos circulantes en el 2014.

La razón rápida nos muestra la posibilidad que tiene la empresa de suspender los pagos frente a terceros, la misma que en el 2014 es de 0.98, un nivel adecuado es cercano a uno por lo que se podría decir que ha mejorado en los últimos años, anteriormente tenía

problemas de puntualidad de calidad en la mercadería, actualmente se encuentra mejorando esta situación. La razón de efectivo es de 0.01 lo que muestra que la empresa no cuenta con efectivo suficiente para hacer frente a las obligaciones de corto plazo, representando un problema de liquidez.

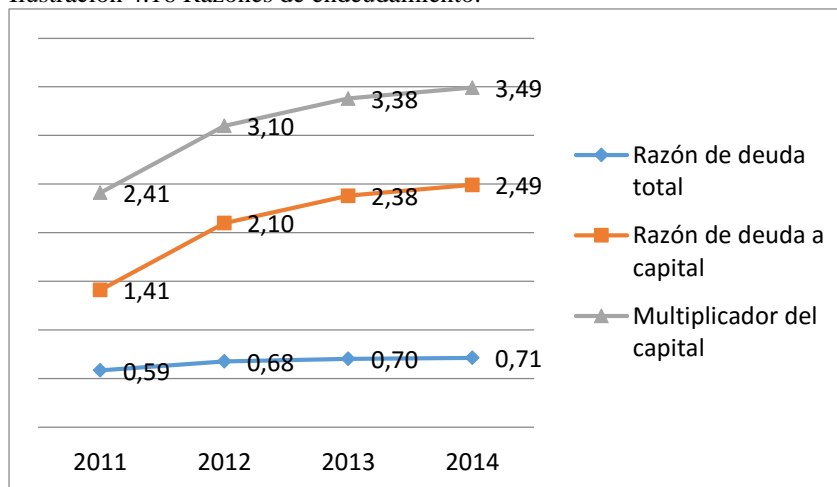
Ilustración 4.15 Razones de Solvencia



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

La razón de endeudamiento es de 0.71 por lo que la empresa se encuentra perdiendo independencia frente a terceros, esto nos indica que por cada dólar que la empresa se encuentra recibiendo, 0.71 dólares son financiadas y le pertenecen a terceros, el multiplicador de capital nos está indicado que por un dólar invertido en la empresa por parte de los propietarios se forman \$3.49 dólares de activos, por lo que los accionistas han participado en el 28.65% en el financiamiento del activo.

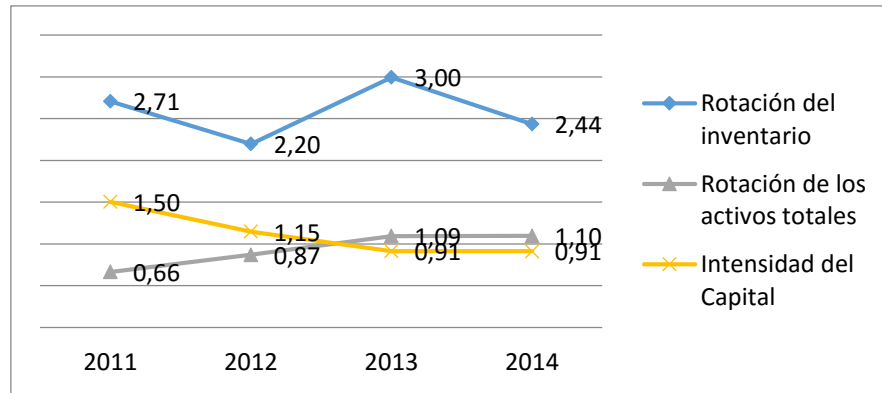
Ilustración 4.16 Razones de endeudamiento.



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

En las razones de rotación de activos podemos ver que el inventario se encuentra rotando cada 150 días en el 2014, aumentando su rotación del 2013 que era de 122 días, este aumento de días también afecta a la falta de liquidez de la empresa debido a que la empresa renueva su inventario 2.44 veces al año lo que genera pérdida de ventas e ineficacia en el manejo del inventario.

Ilustración 4.17 Razones de Rotación de Activos



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

Las razones de rentabilidad han mejorado en el último año, aunque no son considerables porque por cada dólar que la empresa se encuentra recibiendo esta percibe una utilidad del 0.003 dólares, mientras que por cada dólar de venta la empresa obtiene un 0.2% de ganancia, y los accionistas por cada dólar que han invertido reciben una utilidad de 0.009 dólares. El ROK representa la utilidad ganada por cada dólar que han invertido los propietarios, en el año 2014 fue de 0.019 dólares.

Cuadro 4.1 Razones de Rentabilidad.

Ratio	2011	2012	2013	2014
Margen de utilidad	-0.234	-0.001	0.000	0.002
Rendimientos sobre los activos (ROA)	-0.155	-0.001	0.000	0.003
Rendimientos sobre el capital (ROE)	-0.375	-0.004	0.000	0.009
Rendimiento Sobre Capital (ROK)	-0.655	-0.008	0.000	0.019

Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

## CAPÍTULO V

### 5 Valoración de la empresa

#### 5.1 Supuestos de proyección de flujo de caja

Para realizar la proyección del flujo de caja es necesario realizar los supuestos a los que la industria crecerá en los próximos 5 años, estos se basan en información recolectada de la junta general de los accionistas de la empresa Curtiembre Renaciente S.A. y de los análisis realizados a los estados financieros.

Para realizar una proyección del crecimiento de ventas, se revisó el informe general de la junta, el mismo que indica que en los últimos años la producción de tapicería está aumentando, en el año 2015 las ventas se incrementaron en un 4.17%, este será el año base para el análisis.

El panorama del 2016 no es muy favorable, los bajos precios del petróleo y el fortalecimiento del dólar estadounidense influyen en la economía ecuatoriana por lo que según el Fondo Monetario Internacional (2015), espera que el país sufra desaceleración.

En el 2015 se hizo el implemento de las salvaguardias que afectaron al precio de las maquinarias y aparatos para la elaboración del curtido en un 15%, el gobierno del Ecuador planea eliminar esta sobretasa en enero del 2016 reduciéndola desde abril a un 10%, en mayo se establecerá en un 5% y en junio será eliminada por completo. Para el 2017 en adelante se espera que la economía del país empiece a mejorar.

El Costo de venta respecto a las ventas es de 67.38% en el 2015, por lo que se lo mantendrá igual en los próximos años, se espera que estos costos no tengan ninguna variación significativa.

Además con el plan del gobierno de eliminar las salvaguardias el costo de los insumos que son importados para el tratamiento de curtir los cueros bajarán y se estima que los costos podrían verse reducidos.

Crecimiento de los gastos administrativos y financieros.- Los gastos administrativos representan el 10.33% de las ventas aproximadamente y los gastos de venta representan en promedio el 15.12% de las ventas.

Según datos de la empresa se realizó una inversión en capital de trabajo de \$1,192,213.00 en el 2014, esta inversión fue realizada gran parte ayudar a eliminar los problemas de puntualidad de calidad en la mercadería que tenía la empresa, debido al tamaño que se invirtió no se realizará más inversiones en los años siguientes.

En lo que respecta a la participación de trabajadores y a la tasa impositiva del impuesto a la renta se tomará la del mercado siendo estas del 15% y 22% respectivamente. La depreciación es de \$77,774, como la empresa en los últimos años no ha disminuido la inversión en activo fijo se mantendrá la misma depreciación en la proyección. El promedio de otros gastos respecto a las ventas es de 1.76% por lo que lo mantendrá en la proyección.

Cuadro 5.1 Proyecciones para la elaboración del flujo.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en ventas	3.17%	3.67%	4.10%	4.17%	4.17%	3.17%
Costo de Ventas sobre ventas	67.38%	67.38%	67.38%	67.38%	67.38%	67.38%
Gastos de administración	10.33%	10.33%	10.33%	10.33%	10.33%	10.33%
Gastos de ventas	15.12%	15.12%	15.12%	15.12%	15.12%	15.12%
15% Part. Trabajadores	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Tasa impositiva - Impuesto Renta	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
Crec. depreciación	77,774	77,774	77,774	77,774	77,774	77,774
Otros Ingresos	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%	1.68%
Otros Gastos	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%

Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

## 5.2 Estimación de la tasa de descuento

La tasa de descuento fue de 8.67% estimada para el año 2016, para su elaboración intervino: la tasa libre de riesgo (Rf), el beta desapalancado de empresas pertenecientes al sector del curtido de cueros, la prima de riesgo del mercado que fue tomada de E.E.U.U. y el riesgo no sistemático, que es el que no puede ser influenciado por la industria, debido a que el nivel de deuda es variable la tasa sufrirá cambios cada año.

Como la empresa se encuentra financiada por deuda esta tasa tomará diferentes valores a medida que las deudas sean canceladas, lo mismo ocurrirá para el WACC. En el 2017 las deudas serán canceladas en su totalidad, para el 2018 debido a que ya no existe deuda el valor del WACC y CAPM serán iguales.

$$K_e = R_f + (B * PRM) + \text{Spread}$$

Cuadro 5.2 Datos para elaborar la tasa de descuento, año 2016

<b>RF</b>	<b>2.09%</b>
<b>Prima por riesgo</b>	4.84%
<b>Beta apalancado de la empresa</b>	1.02
<b>variación de inflación de ecuador y estados unidos (IN.ECU-IN.USA)</b>	1.63%
<b>IN.USA</b>	1.90%
<b>IN.ECU</b>	3.53%
<b>WACC</b>	7.90%
<b>Tc</b>	33.70%
<b>RAZÓN DEUDA</b>	21.00%
<b>FINANCIAMIENTO ACCIONISTAS</b>	79.00%
<b>Beta Desapalancado</b>	0.87
<b>Deuda /Patrimonio</b>	0.27

Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

El Rf, In USA fueron datos de Estados Unidos, otros datos fueron tomados de los balances y ratios de la empresa. Para el costo de la deuda financiera se tomó las deudas bancarias que finalizan en el 2017.

### **5.3 Flujo de caja proyectado**

En la valoración financiera se puede conocer el valor que tiene la empresa, y si esta es capaz de hacer frente a cambios estructurales y a las deudas, también podemos ver que tan rentable es invertir dinero en ella.

En el desarrollo del flujo de caja se utilizaron los supuestos antes planteados además del WACC y CAPM, que son las tasas usadas para calcular el valor de la empresa y patrimonio.

La empresa Curtiembre Renaciente S.A. en un período proyectado de 5 años obtuvo un valor de \$5,261,463.64, mientras que el valor del patrimonio fue de \$4,156,339.68. Al realizar la diferencia entre dichos valores nos muestra la cantidad en que la empresa se encontrará endeudada en los próximos 5 años, esta dio como resultado \$ 1,105,123.95

Este tipo de análisis nos ayuda a ver como la empresa ganará valor en los próximos años, además de ayudar a tomar decisiones para mejorar los diferentes escenarios.



Cuadro 5.3 Flujo de Caja Proyectado a 5 años.

	0	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidad
Ingresos por Ventas		\$ 4,564,298.58	\$ 4,708,986.84	\$ 4,881,806.66	\$ 5,081,960.73	\$ 5,293,878.49	\$ 5,487,422.69
-Costo de Ventas		-\$ 3,075,424.38	-\$ 3,172,915.33	-\$ 3,289,361.35	-\$ 3,424,225.14	-\$ 3,567,015.33	-\$ 3,697,425.41
<b>Utilidad Bruta</b>		<b>\$ 1,488,874.20</b>	<b>\$ 1,536,071.51</b>	<b>\$ 1,592,445.31</b>	<b>\$ 1,657,735.59</b>	<b>\$ 1,726,863.16</b>	<b>\$ 1,789,997.28</b>
-Gastos Administrativos		-\$ 471,492.04	-\$ 486,438.34	-\$ 504,290.63	-\$ 524,966.54	-\$ 546,857.65	-\$ 566,850.76
-Gastos de Venta		-\$ 689,893.73	-\$ 711,763.36	-\$ 737,885.08	-\$ 768,138.36	-\$ 800,169.73	-\$ 829,423.94
-Depreciación		-\$ 77,774.00	-\$ 77,774.00	-\$ 77,774.00	-\$ 77,774.00	-\$ 77,774.00	-\$ 77,774.00
+Otros Ingresos		\$ 76,908.39	\$ 79,346.38	\$ 82,258.39	\$ 85,630.99	\$ 89,201.80	\$ 92,463.02
-Otros gastos		-\$ 107,695.80	-\$ 102,311.01	-\$ 97,195.46	-\$ 92,335.69	-\$ 87,718.90	-\$ 83,332.96
<b>Impuestos</b>		<b>\$ 218,927.01</b>	<b>\$ 237,131.18</b>	<b>\$ 257,558.54</b>	<b>\$ 280,151.98</b>	<b>\$ 303,544.68</b>	<b>\$ 325,078.63</b>
-15% Trabajadores		-\$ 32,839.05	-\$ 35,569.68	-\$ 38,633.78	-\$ 42,022.80	-\$ 45,531.70	-\$ 48,761.80
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>		<b>\$ 186,087.96</b>	<b>\$ 201,561.50</b>	<b>\$ 218,924.76</b>	<b>\$ 238,129.19</b>	<b>\$ 258,012.98</b>	<b>\$ 276,316.84</b>
-Impuestos		-\$ 38,699.09	-\$ 44,343.53	-\$ 48,163.45	-\$ 52,388.42	-\$ 56,762.86	-\$ 60,789.70
<b>Utilidad Neta</b>		<b>\$ 147,388.87</b>	<b>\$ 157,217.97</b>	<b>\$ 170,761.31</b>	<b>\$ 185,740.76</b>	<b>\$ 201,250.12</b>	<b>\$ 215,527.13</b>
<b>Flujo de Caja de los activos</b>							
<b>Utilidad Neta</b>		\$ 147,388.87	\$ 157,217.97	\$ 170,761.31	\$ 185,740.76	\$ 201,250.12	\$ 215,527.13
+Depreciación		\$ 77,774.00	\$ 77,774.00	\$ 77,774.00	\$ 77,774.00	\$ 77,774.00	\$ 77,774.00
+Intereses (desp. de Imptos.)		\$ 15,392.38	\$ 10,321.07	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00
-Inversión en CT		\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00
<b>Flujo de Caja Libre</b>	-	<b>\$ 240,555.24</b>	<b>\$ 245,313.04</b>	<b>\$ 248,535.31</b>	<b>\$ 263,514.76</b>	<b>\$ 279,024.12</b>	<b>\$ 293,301.13</b>
<b>Valor Residual</b>						<b>\$ 5,044,166.22</b>	
<b>Valor presente</b>		\$ 222,946.88	\$ 210,656.84	\$ 197,686.07	\$ 194,202.83	\$ 190,526.33	\$ 4,245,444.68
<b>Valor de la empresa</b>		<b>\$ 5,261,463.64</b>					
<b>Flujo de caja del accionista</b>							
Flujo de Caja Libre	-	\$ 240,555.24	\$ 245,313.04	\$ 248,535.31	\$ 263,514.76	\$ 279,024.12	\$ 293,301.13
-Intereses (desp. de Imptos.)		-\$ 15,392.38	-\$ 10,321.07	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00	\$ 0.00
+Préstamo-Amortización		-\$ 117,275.19	-\$ 117,275.19			\$ 0.00	\$ 0.00
<b>Flujo de caja del accionista</b>	-	<b>\$ 107,887.67</b>	<b>\$ 117,716.78</b>	<b>\$ 248,535.31</b>	<b>\$ 263,514.76</b>	<b>\$ 279,024.12</b>	<b>\$ 293,301.13</b>
<b>Valor residual</b>						<b>\$ 5,044,166.22</b>	
<b>Valor del patrimonio</b>		<b>\$ 99,279.25</b>	<b>\$ 99,680.85</b>	<b>\$ 195,805.31</b>	<b>\$ 194,202.83</b>	<b>\$ 190,526.33</b>	<b>\$ 3,376,845.11</b>
<b>Valor de la deuda</b>		<b>\$ 1,105,123.95</b>					

Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

Para continuar analizando los posibles valores que tomará la empresa en estos años se realizó un análisis empleando variables macroeconómicas que podían influir o reflejar el estado del mercado del cuero. Las variables usadas fueron el PIB y la inflación que reflejan el estado de la economía de un país. Variables microeconómicas también fueron usadas como el ingreso y el costo de venta. Las distribuciones que se utilizaron para estas variables fueron:

- La normal: que es la encargada de describir fenómenos en los que el hombre no puede influenciar, los parámetros que se utilizan son la media y la desviación estándar.
- La distribución triangular: es muy útil cuando uno desea analizar variables como ventas, números de vehículos vendidos en una semana, inventario, etc., para esto se necesita conocer el valor mínimo, máximo y más probable.

#### **Descripción de las variables usadas en la simulación de Monte Carlo:**

- PIB: indica la cantidad que se produce en bienes y servicios en un país, esto se refleja a través de la cantidad monetaria ganada, lo que nos ayuda a ver el crecimiento industrial, se utilizó el PIB de la industria aplicando distribución normal.
- Inflación: por medio de esta variable vemos como se han encarecido los bienes y servicios dentro de un país, por lo que al ser una empresa manufacturera tiene una relación directa con los costos, mayor inflación mayor costos, para esta variable se usará una distribución normal.
- Las ventas fueron usadas debido a que influyen directamente en el valor del patrimonio y de la empresa la distribución más adecuada para esto es la triangular, las ventas se encuentran relacionadas de manera directa con el PIB, debido a que si el país se encuentra bien económicamente las ventas en los diferentes mercados aumentan y esto se refleja de forma positiva en el PIB, pero con la inflación la relación es inversamente proporcional a mayor inflación menor venta.
- Los costos de venta también influyen en las variables de previsión por lo que fueron aplicados en el análisis para esta variable se usó la distribución normal.

## 5.4 Simulación de Montecarlo

### 5.4.1 Valoración de los escenarios

Con la simulación de Montecarlo se pudo estimar los valores que tendría la empresa en los diferentes escenarios, para esto se realizó una proyección de 5 años del PIB, inflación, costo de venta y ventas, además de calcular el promedio y la desviación estándar de estas variables.

También fue necesario elaborar una tabla de correlación a partir de datos históricos, en la que muestran la relación que tienen estas variables, el PIB y la inflación son inversamente proporcionales al crecer uno disminuye el otro en 6.75%, mientras que los costos de venta y la inflación tienen una relación directamente proporcional igual que las ventas y el PIB.

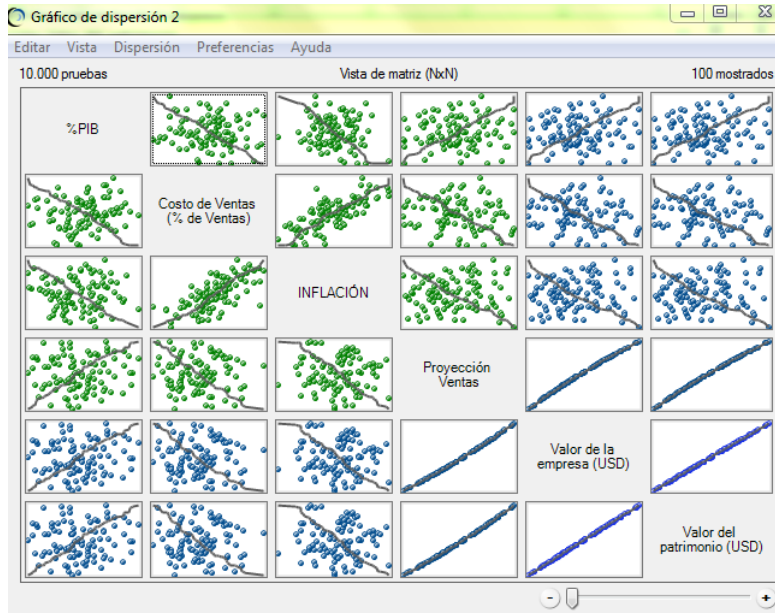
Cuadro 5.4 Matriz de Correlación

	Proyección Ventas	Costo de Ventas	%PIB	INFLACIÓN
Proyección Ventas	1		0.080073	
Costo de Ventas		1		0.6681992
%PIB			1	-0.0675399
INFLACIÓN				1

Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

La correlación negativa de la inflación y del costo de venta son las que hacen que el valor del patrimonio y de la empresa disminuya.

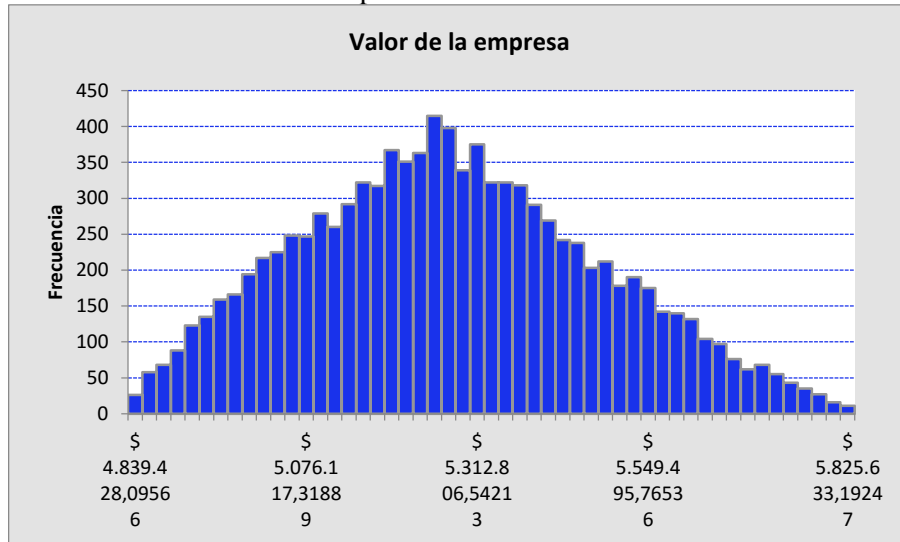
Ilustración 5.1 Gráfico de Correlación



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

Al realizar el análisis de valoración de la empresa se encontró que el valor mínimo que esta podría llegar a tener es de \$ 4,829,566.04 mientras que el valor máximo es de \$ 5,835,495.24, este es el rango de los posibles valores que la empresa puede tener en un aproximado de 10.000 escenarios.

Ilustración 5.2 Valor de la Empresa

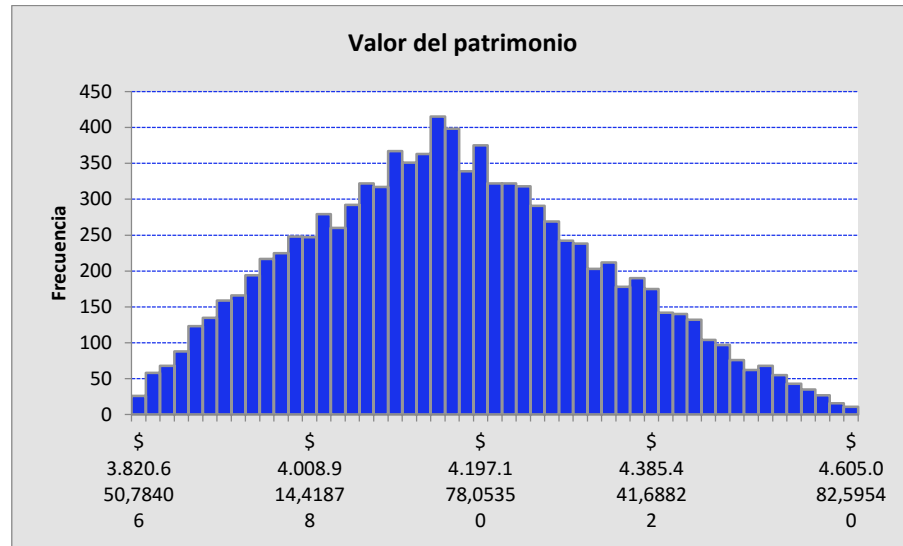


Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

El valor mínimo que el patrimonio puede llegar a tener es de \$ 3,812,806.47 y el máximo valor que este puede llegar a poseer es de \$ 4,612,926.91 en el mejor de los

escenarios, el valor promedio del patrimonio de la empresa puede llegar a ser de \$4,168,477.94.

Ilustración 5.3 Valor del patrimonio



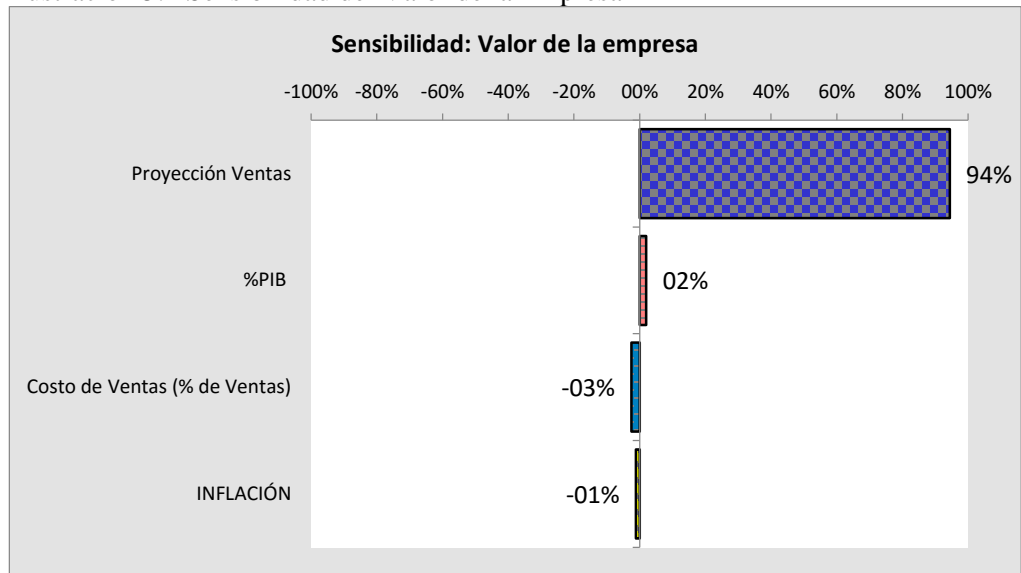
Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

#### 5.4.2 Simulación de Montecarlo

El análisis de sensibilidad nos indica como las variables de suposición son capaces de influir en el valor de la empresa como en el valor del patrimonio, para esto se usaron las variables macroeconómicas más conocidas como el PIB y la inflación.

La empresa es más sensible a las ventas afectando de manera significativa al valor de la compañía en un 94%, mientras que el PIB influye apenas en un 2%. El PIB global no afecta de manera significativa a la compañía esto se debe a que el mercado del cuero no influye en una mayor proporción en el consumo de bienes del país, por lo que si el PIB aumenta esto no se reflejará en el valor de la compañía al igual que las ventas.

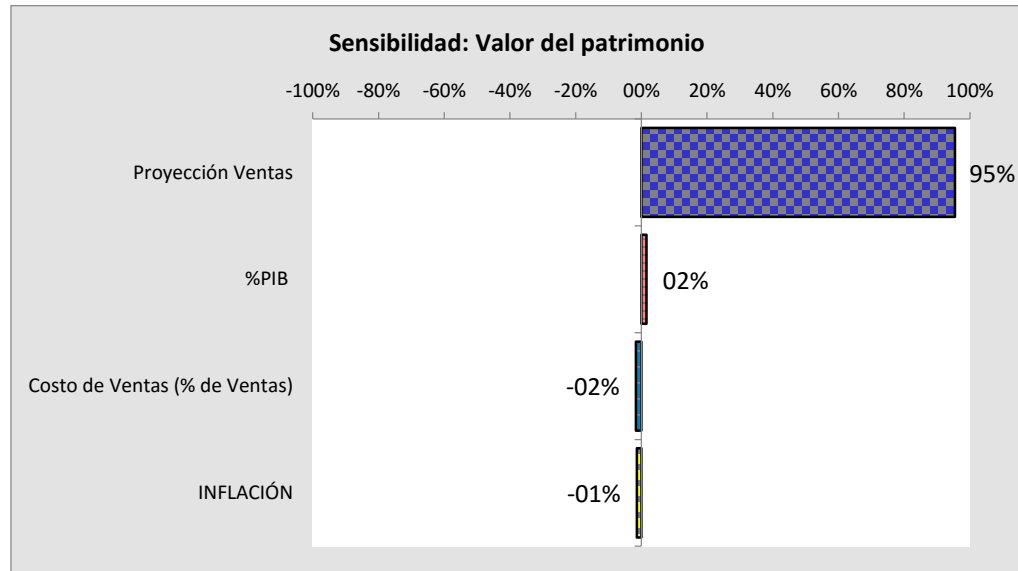
Ilustración 5.4 Sensibilidad del Valor de la Empresa



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

En el valor del patrimonio la variable que más afecta son las ventas en un 95%, PIB también aumenta dicho valor en un 2%, mientras que el costo ventas y la inflación disminuyen ese valor en un 2% y 1% respectivamente.

Ilustración 5.5 Sensibilidad del Valor del Patrimonio



Fuente: Curtiembre Renaciente S.A.

## CAPÍTULO VI

### 6 Conclusiones

La valoración de una empresa es fundamental para poder ver en qué situación se encuentra esta, el análisis de los estados financieros e indicadores financieros nos pueden ayudar a detectar donde se encuentra la deficiencia en la compañía.

Los diferentes métodos de valoración muestran información que ayuda a tomar decisiones no solo a los gerentes de la empresa sino también a inversionistas, accionistas, proveedores, etc.

Curtiembre Renaciente S.A. es una empresa dedicada al curtido de cuero, el análisis realizado en el período del 2011 al 2014 indica que la empresa tenía problemas de liquidez e ineficiencia en el manejo del inventario.

La variable que mayormente afecta al valor de la empresa y del patrimonio es la cuenta de ventas, el PIB no influye de manera significativa en estos valores debido a que este sector no es muy representativo en la economía del país.

El flujo de caja desarrollado en base a supuestos junto con la simulación de Montecarlo ayudo a observar los diferentes valores que el valor de la empresa y patrimonio podrían tener en 10.000 escenarios mostrando el mejor y peor escenario de estos valores.

El valor que la empresa tendrá aproximadamente en los próximos 5 años es de \$5,261,463.64, en el mejor de los escenarios este podría ser de \$ 5,835,495.24, el rango del valor del patrimonio de la empresa es de \$3.812.806,47 a \$4.612.926,91 el valor promedio que podrá tener es de \$ 4,168,477.94 aproximadamente.

Las variables de los costos de ventas y la inflación tienen una relación inversamente proporcional con el valor de la empresa y patrimonio por lo que les restan valor a ambos, mientras que el PIB y las ventas aumentan su valor.

## Referencias

- Fernández. (2000). *Valoración de Empresas*. Barcelona, España: Ediciones Gestión 2000. S.A, Barcelona.
- Fernández. (2008). **Métodos de Valoración de Empresas**. Madrid: IESE Business School-Universidad de Navarra
- Cuervo García, A. (1994): **Análisis y Planificación Financiera de la Empresa**. Civitas. Madrid.
- Galindo Lucas, A. (2005): “**Aspectos de la valoración de empresas en la Nueva Economía**”, Alta Dirección, 241 (en imprenta).
- Damodaran, A. (2002). **Investment Valuation. 2da. Edición**, New York: John Wiley y Sons Inc.
- Damodaran, A. (2015). **Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928- Current**. Obtenida de: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Ekos Negocio, (2015). **La Industria en Ecuador**. Obtenida en Septiembre de 2015 de: <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/1300.pdf>
- Banco Central del Ecuador, (2015). **Balanza Comercial 2do trimestre del 2015**, <http://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/835-disminuy%C3%B3-el-d%C3%A9ficit-en-la-cuenta-corriente-de-la-balanza-de-pagos-en-el-segundo-trimestre-de-2015>
- Economist Intelligence Unit, (2015). **Country Report – Ecuador**. Obtenida Noviembre de 2015.
- Curtiembre Renaciente S.A, **La Empresa** Obtenida de: <http://www.renaciente.com/es/extensions/la-empresa>
- Ecuador en cifras, (2015). **Índice de actividad económica**. Obtenida el 30 de Octubre del 2015: <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indices-de-la-actividad-economica/>
- Banco Mundial. (2015). **Ecuador: Panorama General**. Obtenida el 15 de Septiembre del 2015 de: <http://www.bancomundial.org/es/country/ecuador/overview>.
- Banco Mundial. (2016). **Inflación, precios al consumidor (% anual)**. Obtenida el 10 de Enero del 2016 de: <http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG>
- Banco Central del Ecuador: (2016). **Cuentas Nacionales Trimestrales Del Ecuador No. 90**. Obtenida el 10 de Enero del 2016 de: <http://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Publicaciones/Notas/Catalogo/CuentasNacionales/Indices/c090032015.htm>



Fondo Monetario Internacional (2015). **FMI estima que Ecuador no crecería en este año.** Obtenida el 10 de Enero del 2016 de: <http://www.eluniverso.com/noticias/2015/10/07/nota/5170223/fmi-estima-que-ecuador-no-creceria-este-ano>

## ANEXOS

Cuadro 1 Balance General

BALANCE GENERAL	2011	2012	2013	2014
Efectivo y equivalente de efectivo	\$ 15.768	\$ 31.972	\$ 58.085	\$ 18.653
Activos financieros	\$ 479.144	\$ 437.871	\$ 768.228	\$ 1.176.484
Inventarios	\$ 942.090	\$ 1.041.858	\$ 1.029.113	\$ 1.223.960
Servicios y otros pagos anticipados	\$ 33.320	\$ 34.272	\$ 7.271	\$ 7.561
Activos por impuestos corrientes	\$ 207.031	\$ 183.531	\$ 192.156	\$ 199.239
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.677.353</b>	<b>\$ 1.729.504</b>	<b>\$ 2.054.853</b>	<b>\$ 2.625.897</b>
Propiedad, planta y equipo	\$ 1.956.735	\$ 1.899.528	\$ 1.817.248	\$ 1.412.089
Otros activos no corrientes	\$ 588.489	-	\$ 2.241	-
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 2.545.224</b>	<b>\$ 1.899.528</b>	<b>\$ 1.819.489</b>	<b>\$ 1.412.089</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$ 4.222.577</b>	<b>\$ 3.629.032</b>	<b>\$ 3.874.342</b>	<b>\$ 4.037.986</b>
Cuentas y documentos por pagar	\$ 780.063	\$ 843.398	\$ 884.608	\$ 990.975
Obligaciones con instituciones financieras	\$ 87.168	\$ 186.318	\$ 370.006	\$ 285.174
Otras obligaciones corrientes	\$ 349.458	\$ 432.492	\$ 171.045	\$ 157.535
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.216.689</b>	<b>\$ 1.462.208</b>	<b>\$ 1.425.659</b>	<b>\$ 1.433.684</b>
Obligaciones con instituciones financieras	\$ 822.000	\$ 701.939	\$ 532.421	\$ 611.234
Cuentas por pagar diversas relacionadas	\$ 12.792	\$ 13.710	\$ 469.803	\$ 551.154
Beneficios a empleados	\$ 420.396	\$ 280.036	\$ 300.451	\$ 285.724
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>\$ 1.255.188</b>	<b>\$ 995.685</b>	<b>\$ 1.302.675</b>	<b>\$ 1.448.112</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$ 2.471.877</b>	<b>\$ 2.457.893</b>	<b>\$ 2.728.334</b>	<b>\$ 2.881.796</b>
Capital social	\$ 1.003.205	\$ 548.640	\$ 548.640	\$ 548.640
Aportes para futura capitalización	\$ 304.617	\$ 310.934	\$ 264.141	\$ 264.141
Reservas	\$ 37.931	\$ 36.939	\$ 36.939	\$ 36.939
Otros resultados integrales	\$ 898.305	\$ 780.509	\$ 851.484	\$ 851.484
Resultados acumulados	\$ 163.249	\$ -501.501	\$ -555.197	\$ -555.197
Resultados del ejercicio	\$ -656.607	\$ -4.382	\$ 1	\$ 10.183
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$ 1.750.700</b>	<b>\$ 1.171.139</b>	<b>\$ 1.146.008</b>	<b>\$ 1.156.190</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$ 4.222.577</b>	<b>\$ 3.629.032</b>	<b>\$ 3.874.342</b>	<b>\$ 4.037.986</b>

Cuadro 2 Estado de Resultado

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2011	2012	2013	2014
INGRESOS	\$ 2.807.968,00	\$ 3.160.048,00	\$ 4.238.725,00	\$ 4.424.056,00
COSTO DE VENTAS	\$ 2.551.484,00	\$ 2.289.818,00	\$ 3.083.078,00	\$ 2.980.788,00
MARGEN BRUTO	\$ 256.484,00	\$ 870.230,00	\$ 1.155.647,00	\$ 1.443.268,00
Gastos de ventas	\$ (431.946,00)	\$ (492.883,00)	\$ (622.630,00)	\$ (655.433,00)
Gastos administrativos	\$ (255.810,00)	\$ (274.652,00)	\$ (363.483,00)	\$ (660.276,00)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS A LA RENTA	\$ (431.272,00)	\$ 102.695,00	\$ 169.534,00	\$ 127.559,00
Gastos financieros	\$ (127.329,00)	\$ (124.997,00)	\$ (92.484,00)	\$ (101.978,00)
Otros ingresos	\$ -	\$ 155.385,00	\$ 28.143,00	\$ 51.001,00
Otros gastos no operacionales	\$ (60.547,00)	\$ (97.591,00)	\$ (65.078,00)	\$ (11.386,00)
UTILIDAD (PERDIDA) DEL AÑO	\$ (619.148,00)	\$ 35.492,00	\$ 40.115,00	\$ 65.196,00
15% Participación a los trabajadores	\$ (2.909,00)	\$ (5.324,00)	\$ (6.017,00)	\$ (9.779,00)
Impuesto a la renta	\$ (34.550,00)	\$ (34.550,00)	\$ (34.097,00)	\$ (45.234,00)
TOTAL RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	\$ (656.607,00)	\$ (4.382,00)	\$ 1,00	\$ 10.183,00

Cuadro 3 Análisis Horizontal y Vertical del Balance General

BALANCE GENERAL	ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2011	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Efectivo y equivalente de efectivo	0.37%	0.88%	1.50%	0.46%	102.77%	81.67%	-67.89%
Activos financieros	11.35%	12.07%	19.83%	29.14%	-8.61%	75.45%	53.14%
Inventarios	22.31%	28.71%	26.56%	30.31%	10.59%	-1.22%	18.93%
Servicios y otros pagos anticipados	0.79%	0.94%	0.19%	0.19%	2.86%	-78.78%	3.99%
Activos por impuestos corrientes	4.90%	5.06%	4.96%	4.93%	-11.35%	4.70%	3.69%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>39.72%</b>	<b>47.66%</b>	<b>53.04%</b>	<b>65.03%</b>	<b>3.11%</b>	<b>18.81%</b>	<b>27.79%</b>
Propiedad, planta y equipo	46.34%	52.34%	46.90%	34.97%	-2.92%	-4.33%	-22.30%
Otros activos no corrientes	13.94%	-	0.06%	-	100.00%	100.00%	100.00%
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>60.28%</b>	<b>52.34%</b>	<b>46.96%</b>	<b>34.97%</b>	<b>-25.37%</b>	<b>-4.21%</b>	<b>-22.39%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>-14.06%</b>	<b>6.76%</b>	<b>4.22%</b>
Cuentas y documentos por pagar	18.47%	23.24%	22.83%	24.54%	8.12%	4.89%	12.02%
Obligaciones con instituciones financieras	2.06%	5.13%	9.55%	7.06%	113.75%	98.59%	-22.93%
Otras obligaciones corrientes	8.28%	11.92%	4.41%	3.90%	23.76%	-60.45%	-7.90%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>28.81%</b>	<b>40.29%</b>	<b>36.80%</b>	<b>35.50%</b>	<b>20.18%</b>	<b>-2.50%</b>	<b>0.56%</b>
Obligaciones con instituciones financieras	19.47%	19.34%	13.74%	15.14%	-14.61%	-24.15%	14.80%
Cuentas por pagar diversas relacionadas	0.30%	0.38%	12.13%	13.65%	7.18%	3326.72%	17.32%
Beneficios a empleados	9.96%	7.72%	7.75%	7.08%	-33.39%	7.29%	-4.90%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>29.73%</b>	<b>27.44%</b>	<b>33.62%</b>	<b>35.86%</b>	<b>-20.67%</b>	<b>30.83%</b>	<b>11.16%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>58.54%</b>	<b>67.73%</b>	<b>70.42%</b>	<b>71.37%</b>	<b>-0.57%</b>	<b>11.00%</b>	<b>5.62%</b>
Capital social	23.76%	15.12%	14.16%	13.59%	-45.31%	0.00%	0.00%
Aportes para futura capitalización	7.21%	8.57%	6.82%	6.54%	2.07%	-15.05%	0.00%
Reservas	0.90%	1.02%	0.95%	0.91%	-2.62%	0.00%	0.00%
Otros resultados integrales	21.27%	21.51%	21.98%	21.09%	-13.11%	9.09%	0.00%
Resultados acumulados	3.87%	-13.82%	-14.33%	-13.75%	-407.20%	10.71%	0.00%
Resultados del ejercicio	-15.55%	-0.12%	0.00%	0.25%	-99.33%	-100.02%	1018200%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>41.46%</b>	<b>32.27%</b>	<b>29.58%</b>	<b>28.63%</b>	<b>-33.10%</b>	<b>-2.15%</b>	<b>0.89%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>-14.06%</b>	<b>6.76%</b>	<b>4.22%</b>

Cuadro 4 Análisis Horizontal y Vertical del Estado de Resultado

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2011	2012	2013	2014	2012	2013	2014
INGRESOS	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	12.54%	34.13%	4.37%
COSTO DE VENTAS	90.87%	72.46%	72.74%	67.38%	-10.26%	34.64%	-3.32%
MARGEN BRUTO	9.13%	27.54%	27.26%	32.62%	239.29%	32.80%	24.89%
Gastos de ventas	-15.38%	-15.60%	-14.69%	-14.82%	14.11%	26.32%	5.27%
Gastos administrativos	-9.11%	-8.69%	-8.58%	-14.92%	7.37%	32.34%	81.65%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS A LA RENTA	-15.36%	3.66%	6.04%	4.54%	-123.81%	65.08%	-24.76%
Gastos financieros	-4.53%	-3.96%	-2.18%	-2.31%	-1.83%	-26.01%	10.27%
Otros ingresos	0.00%	4.92%	0.66%	1.15%	-	-81.89%	81.22%
Otros gastos no operacionales	-2.16%	-3.09%	-1.54%	-0.26%	61.18%	-33.32%	-82.50%
UTILIDAD (PERDIDA) DEL AÑO	-22.05%	1.12%	0.95%	1.47%	-105.73%	13.03%	62.52%
15% Participación a los trabajadores	-0.10%	-0.17%	-0.14%	-0.22%	83.02%	13.02%	62.52%
Impuesto a la renta	-1.23%	-1.09%	-0.80%	-1.02%	0.00%	-1.31%	32.66%
TOTAL RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	-23.38%	-0.14%	0.00%	0.23%	-99.33%	-100.02%	1018200.00%

Gráfico 1 Ventas – Distribución Triangular

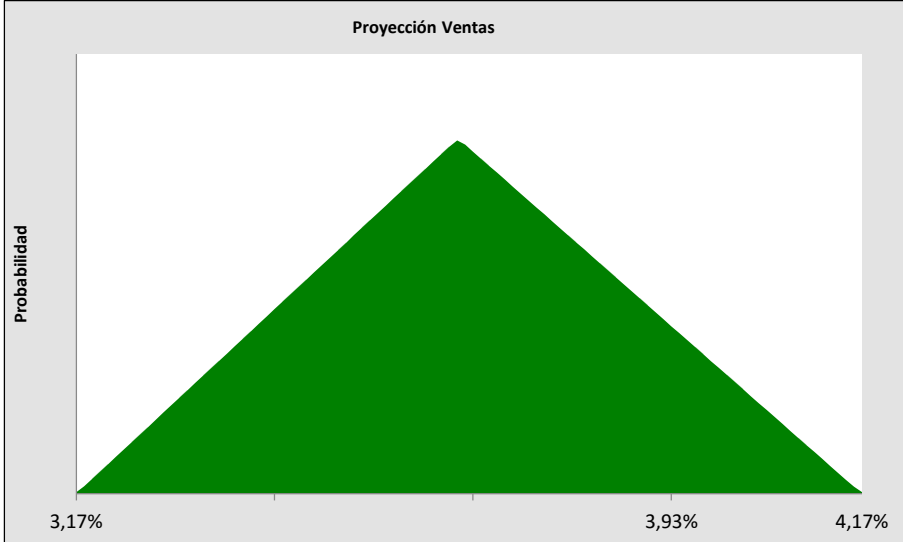


Gráfico 2 Costos de Ventas – Distribución Normal

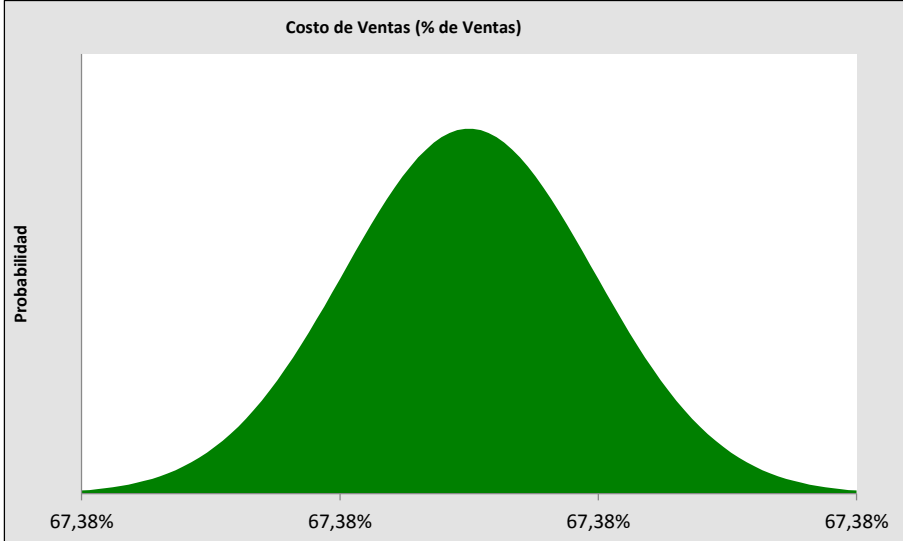


Gráfico 3 PIB – Distribución Normal

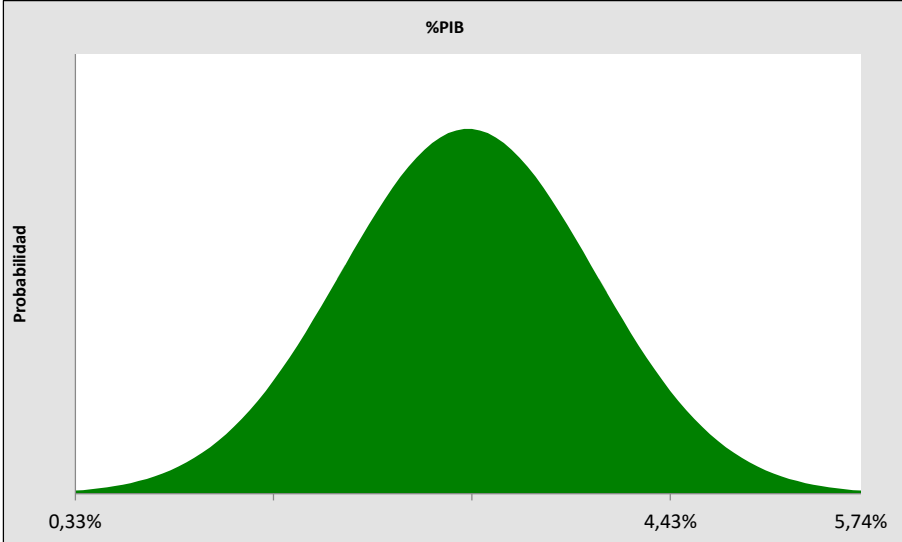


Gráfico 4 Inflación – Distribución Normal

