

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



Facultad de
**Ciencias Sociales
y Humanísticas**



**“VALORACION FINANCIERA DE LA EMPRESA CRISTALERIA
DEL ECUADOR S.A. CRIDESA”**

PROYECTO INTEGRADOR

Previa a la obtención del Título de:

ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL

Presentado por:

MARCO ANTONIO ALVARADO PÁRRAGA

LAILA GABRIELA YAGUAL BUITRÓN

Guayaquil – Ecuador

2015

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

Econ. Iván Dávila Fadul

PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

M.Sc. Washington Macías Rendón

DIRECTOR DE MATERIA DE TITULACIÓN

M.Sc. Cristina Yoong Párraga

VOCAL

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Marco Antonio Alvarado Párraga

Laila Gabriela Yagual Buitrón

ÍNDICE GENERAL

TRIBUNAL DE TITULACIÓN	II
DECLARACIÓN EXPRESA	III
ÍNDICE GENERAL	IV
RESUMEN.....	VII
ÍNDICE DE CUADROS.....	VIII
ÍNDICE DE GRÁFICOS	IX
CAPÍTULO I.....	1
1 INTRODUCCIÓN	1
1.1 ANTECEDENTES.....	1
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA.....	1
1.3 OBJETIVOS.....	2
1.3.1 Objetivo General.....	2
1.3.2 Objetivos Específicos	2
1.4 JUSTIFICACIÓN.....	2
CAPÍTULO II	3
2 REVISIÓN DE LITERATURA.....	3
2.1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS GENERALES DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	3
2.1.1 Definición de valoración.....	3
2.1.2 Objetivos de la valoración	4
2.1.3 Relación objetivo-valoración.....	5
2.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	5
2.2.1 Métodos basados en el Balance	5
2.2.1.1 Valor contable	6
2.2.1.2 Valor contable ajustado.....	6
2.2.1.3 Valor de Liquidación.....	6
2.2.1.4 Valor sustancial	6
2.2.2 Métodos basados en la Valoración por Múltiplos.....	7
2.2.2.1 Múltiplos de comparación Directa	7
2.2.2.2 Múltiplos de EBIT (EBDIT, EBITDA).....	7
2.2.2.3 Múltiplo de las Ventas.....	9
2.2.3 Métodos basados en el descuento de flujo de fondo.....	9
2.2.3.1 Free cash flow “Flujo de caja Libre” (FCF).....	9

2.2.3.2	Valor actual ajustado (APV Adjusted Present Value).....	10
2.2.4	Método de opciones reales.....	10
2.3	BENEFICIOS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS	11
	CAPÍTULO III.....	13
3	METODOLOGÍA	13
3.1	JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO.....	13
3.2	DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE VALORACIÓN SELECCIONADO.....	14
3.3	FUENTES DE INFORMACIÓN	16
	CAPÍTULO IV.....	18
4	ANÁLISIS DE CRIDESA.....	18
4.1	ANÁLISIS EXTERNO.....	18
4.1.1	Contexto Macroeconómico.....	19
4.1.1.1	PIB.....	20
4.1.1.2	BALANZA COMERCIAL	21
4.1.1.3	PETRÓLEO	22
4.1.1.4	INFLACIÓN	23
4.1.1.5	DESEMPLEO	23
4.1.1.6	IMPUESTOS Y ARANCELES	24
4.1.2	ANÁLISIS DEL SECTOR DE ENVASES.....	25
4.2	ANÁLISIS INTERNO	26
4.2.1	ACTIVIDAD Y PRODUCTOS.....	26
4.2.1.1	Participación de las ventas por segmento.....	27
4.2.2	MERCADOS Y COMPETENCIA	28
4.2.2.1	MERCADO EXTERIOR Y CLIENTES	28
4.2.2.2	COMPETENCIA	28
4.2.3	Operaciones	29
4.2.4	Análisis FODA y riesgos de la empresa	29
4.2.5	Estrategia	30
4.2.6	Evolución de cifras financieras.....	31
4.3	Estimación de flujos de caja proyectados.....	40
4.4	Estimación de las tasas de descuento	42
4.5	Estimación de valores residuales.....	43
4.6	Análisis de escenarios	44
	CAPÍTULO V.....	46
5	VALORACIÓN FINANCIERA DE CRISTALERÍA DEL ECUADOR S.A.....	46

CONCLUSIONES	49
REFERENCIAS	50

RESUMEN

Este trabajo de titulación se basa en conocer el valor real de una empresa. Aquí se aplican todas las herramientas necesarias para efectuar un análisis efectivo a lo que valoración se refiere y permita tomar decisiones acertadas a los accionistas y directivos de la empresa. Es así, que su principal objetivo es utilizar la metodología de valoración correcta en Cristalería del Ecuador S.A. (CRIDESA), industria ecuatoriana que pertenece al grupo multinacional de Owens-Illinois. Consta de cinco capítulos. En el capítulo uno se conoce la trayectoria de CRIDESA; como su actividad comercial, sus competidores, su participación de mercado, y el porqué de la valoración financiera. En el capítulo dos se procura comprender el objetivo de la valoración, las ventajas y desventajas de los diferentes métodos existentes. En el capítulo tres se justifica la elección del método de valoración, siendo seleccionado el de flujo de caja libre (FCF) porque genera flujos sin tener en cuenta la deuda financiera, características que posee CRIDESA. En el capítulo cuatro se efectuó el análisis macroeconómico, sectorial e interno de la empresa, incluyendo las proyecciones del flujo futuro a cinco años, tasas de descuento, valores residuales y análisis de escenarios. Por último en el capítulo cinco se conocerá el valor financiero ponderado de la compañía considerando tres escenarios. En el caso de CRIDESA los valores oscilan entre US\$90 y US\$ 160 millones, obteniendo un promedio ponderado de US\$ 128 millones.

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1: Método de Valoración basado en el Balance	11
Cuadro 2: Método de Valoración por Múltiplos	12
Cuadro 3: Método de Valoración por Flujo de Caja Descontado	12
Cuadro 4: Beta referencial	15
Cuadro 5: Inflación Ecuador 2014	23
Cuadro 6: Composición de ventas por tipo de mercado.....	28
Cuadro 7: Índice de rentabilidad empresas del sector.....	39
Cuadro 8: Supuestos para la proyección de flujos de caja	40
Cuadro 9: Impuesto a la Renta ponderado	41
Cuadro 10: Flujo de caja proyectado a 5 años	42
Cuadro 11: Cálculo de costo patrimonial (Kp)	43
Cuadro 12: Cálculo del Valor Residual	44
Cuadro 13: Supuestos escenario optimista.....	44
Cuadro 14: Supuestos escenario pesimista	45
Cuadro 15: Cálculo del valor financiero CRIDESA (Escenario esperado).....	46
Cuadro 16: Cálculo del valor financiero CRIDESA (Escenario optimista).....	47
Cuadro 17: Cálculo del valor financiero CRIDESA (Escenario pesimista).....	47
Cuadro 18: Valor financiero ponderado de CRIDESA	48

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución PIB por trimestre	20
Gráfico 2: Porcentaje del PIB por sector.....	20
Gráfico 3: PIB de los países latinoamericanos.....	21
Gráfico 4: Composición Ventas por Segmento de Negocio	27
Gráfico 5: Participación de mercado.....	29
Gráfico 6: Evolución de ingresos (Millones de US\$)	31
Gráfico 7: Evolución de ingresos (Millones de US\$)	32
Gráfico 8: Evolución de gastos operacionales	32
Gráfico 9: Evolución de gastos financieros	33
Gráfico 10 Evolución Utilidad Neta	33
Gráfico 11: Evolución y Composición de Activos (Millones de US\$).....	33
Gráfico 12: Evolución y Composición de activos corrientes (Millones de US\$)	34
Gráfico 13: Evolución de activos fijos (Millones de US\$)	35
Gráfico 14: Evolución y composición de activos no corrientes (Millones de US\$)	35
Gráfico 15: Evolución y composición de pasivos (Millones de US\$)	36
Gráfico 16: Evolución y composición de pasivos corrientes (Millones de US\$)	36
Gráfico 17: Evolución y composición de pasivos no corrientes (Millones de US\$).....	37
Gráfico 18: Evolución y composición del patrimonio (Millones de US\$).....	37
Gráfico 19 Evolución y Composición de Capital (Millones de US\$).....	38
Gráfico 20: Evolución EBITDA (Millones de US\$).....	38
Gráfico 21: Evolución de rentabilidad	39
Gráfico 22: Evolución de índices de solvencia, liquidez y endeudamiento	40

CAPÍTULO I

1 INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES

La compañía Cristalería del Ecuador S.A. (CRIDESA) es una empresa ecuatoriana, que fue constituida en 1965 con un capital de 10 millones de sucres.

En 1978, Owens-Illinois, uno de los fabricantes número uno de envases de vidrio, adquirió un porcentaje mayoritario de acciones de Cridesa. O-I incrementó su participación al 69% de las acciones de Cridesa en 1998. Desde entonces la empresa pasó de ser CRIDESA a llamarse O-I.

O-I es una empresa multinacional que debe cumplir con altos estándares de calidad; contar con equipos modernos y sofisticados; y personal capacitado. Por ello CRIDESA cuenta permanentemente con el respaldo y asistencia técnica de personal calificado de Owens-Illinois Inc, en programas de capacitación y soporte técnico, no sólo en las áreas de producción sino en las administrativas.

Atiende el 100% del mercado de las embotelladoras, cervecerías, alimentos, licores, bebida no alcohólicas y parte de los laboratorios farmacéuticos del Ecuador.

CRIDESA es una compañía que mantiene bajos gastos financieros ya que hasta la fecha no mantiene deuda alguna a corto ni largo plazo.

En agosto del 2013 se amplió la capacidad de producción con la incorporación de la máquina A4 provocando una reducción en el costo por tonelada producida que permitió ofrecer envases a un mejor precio motivando de esta forma la demanda no solo interna sino externa con el incremento de las exportaciones.

1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

En finanzas corporativas los analistas y asesores financieros tienen que responder inquietudes de los accionistas; por ejemplo: ¿Cuál es el valor real de la empresa?, ¿El precio de las acciones que se cotiza en bolsa es el acertado?, ¿Por qué un alto dividendo reduce el crecimiento de la empresa? (Fernández, P., 2008).

Se puede utilizar muchos métodos en el proceso de valoración de empresas., dependiendo del agente que valora y con qué propósito lo hace, como se explicará

adelante. En cualquier caso, es muy importante contar con la información necesaria y conocer que método valorativo cuantificará una serie de situaciones referentes a la empresa (Galindo, 2005). Sin embargo, en la mayoría de los casos el desconocimiento de cuál es el método de valoración a emplear los lleva a utilizar el incorrecto. Esa dificultad afecta la medición del valor y se traduce en un coste.

Por los motivos expuestos, se determinará cuál es el valor financiero de CRIDESA y se fijará una línea base que nos permita evaluar si las decisiones que se vayan a tomar en el futuro puedan ser acertadas en cuanto a la generación de valor de la empresa.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo General

Determinar el valor financiero de la empresa: CRIDESA.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Comprender la utilidad o fines de la valoración de empresas.
- Contrastar los diferentes métodos de valoración financiera y definir el método a utilizar.
- Evaluar el entorno macroeconómico y sectorial de la empresa.
- Aplicar el modelo de valoración adecuado para fijar el valor de la empresa.

1.4 JUSTIFICACIÓN

El análisis del valor económico es una principal vía para que los administradores evalúen las decisiones financieras en cuanto a la adquisición de activos, financiación y reinversión de capital (Lubian y De Luna, 2001).

El incremento de fusiones y adquisiciones produce la necesidad de valorar las empresas de la forma más real posible, creando valor a través de sus políticas de inversión, y de financiamientos. Por todo lo expuesto, la valoración de empresas es un mecanismo esencial para la toma de decisiones.

Para determinar el valor financiero de CRIDESA, organización orientada a la excelencia en la fabricación de envases de vidrio, que cotiza acciones en el mercado bursátil será de gran utilidad para los inversionistas contrastar el precio de dichas acciones con la valoración de la empresa que se realizará.

CAPÍTULO II

2 REVISIÓN DE LITERATURA

2.1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS GENERALES DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Es importante dejar claro algunos conceptos generales y objetivos que forman parte en una valoración de empresas e identificar que método es más conveniente a usar dependiendo de la estructura de cada empresa.

2.1.1 Definición de valoración

El proceso de valoración de empresas es un modelo en el que se pretende cuantificar el valor económico de la empresa. Este proceso es dinámico porque la empresa va obteniendo resultados diferentes a lo largo del tiempo.

El autor Fernández (2008) define a la valoración de empresas como una acción que tiene que ser lógica y que requiera de conocimientos técnicos y perfeccionamiento con la experiencia.

Para Sarmiento (2002), un modelo de valoración es un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa que debe definir un rango de valores, de los cuales el precio de la compañía debería estar fluctuando.

La valoración de empresas se puede considerar como un proceso subjetivo ya que se fundamenta sobre suposiciones en cuanto a comportamientos del mercado en el futuro que podrían impactar a las ventas y de la misma forma a los resultados de la empresa. Por lo tanto, el evaluador debe ser riguroso en el análisis y fijar buenos supuestos de partida; de acuerdo con López y De Luna (2001) para que exista una correcta valoración debe estar bien fundamentada técnicamente, basándose en supuestos idóneos, y conociendo la perspectiva relativa de la cual se lleva a cabo la valoración.

Este mecanismo de valorar económicamente una empresa debe contestar debidamente preguntas como: valorar para qué, valorar para quién y valorar en qué circunstancias. (Álvarez, García, Monsalve y Borraez, 2006).

- ¿Para qué?

Para alcanzar resultados de una empresa ya sea en un proceso de liquidación, operaciones de compra-venta, entre otros.

- ¿Para quién?

Para los accionistas, un comprador, un vendedor o los acreedores.

- ¿En qué circunstancias?

Puede ser en apogeo, en desarrollo, crisis, entre otras.

Por lo tanto, para realizar una correcta valoración se debe comenzar con un análisis exhaustivo técnico del sector y de la empresa. Se debe contar con información financiera transparente, precisa y considerar los posibles riesgos específicos que pueda tener la empresa.

2.1.2 Objetivos de la valoración

La valoración de empresas tiene diferentes propósitos. Fernández (2008) describe entre los principales los siguientes:

Conflictos legales:

- Precisar la participación de beneficiarios de una herencia, testamento o sucesión.
- Liquidación o quiebra de un negocio.
- Repartición de bienes de un patrimonio conyugal (Divorcio)
- Procesos de expropiación o nacionalización.
- Medioambientales, fiscales, laborales y financieros.

Oportunidades de mercado:

- Emisión de acciones de títulos o deudas.
- Transacciones de compra venta
- Operaciones de fusión, integración o capitalización.
- Establecer estructura de portafolio de inversión.
- Privatizaciones
- Incursionar en nuevos mercados.

Cambios estructurales internos:

- Identificación de productos, áreas o unidades creadoras o destructoras de valor.
- Para identificar las fuentes de creación o destrucción de valor, de la misma forma como el impacto de las decisiones tomadas en dichas fuentes.

- Decisiones estratégicas como: absorciones, escisiones, crecimiento, asociaciones.
- Política de dividendos.
- Mejora de sistemas de remuneración basados en la contribución del trabajador o unidad al valor de la empresa.
- Apertura de capital.

Una empresa puede tener distintos valores pues varía de acuerdo con quién se interese por ella y los motivos a que muevan su interés. (Álvarez, García y Borraez, 2006). Por ejemplo, la absorción de una empresa nacional “Bavaria” por la empresa multinacional SABMILLER. Las valoraciones que efectuaron compradores y vendedores se basaban en criterios muy diferentes. A la empresa local, Bavaria, fundamenta su valoración en la asignación de recursos materiales que son los que han permitido lograr el nivel de reconocimiento y competencia en el mercado local; sin embargo a la empresa extranjera le importa el reconocimiento y posicionamiento de la marca para avalar una exitosa incursión en el mercado local y su posterior extensión a los mercados regionales (Latinoamérica), en cuyo caso se aprecia la marca pero no es relevante en su valoración las instalaciones, la maquinaria, etc., ya que la multinacional cuenta con unos activos de mayor avance tecnológico.

2.1.3 Relación objetivo-valoración

Esto demuestra que el valor implícito proyectado de los activos de una empresa puede que no determinen su valor real y que este dependa del beneficio que pueda generar su propietario. Los oferentes y demandantes obtienen distintos valores por motivos como: percepciones del sector, expectativas futuras, marcas, economías de escala, etc.

2.2 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Hoy en día se cuenta con varios métodos para valorar una empresa, se describirá los más comunes basados en Jenkins (2012), Pereyra (2008), Fernández (2008), Titman (2008) y Álvarez, García y Borraez (2006).

2.2.1 Métodos basados en el Balance

En pocas palabras estos métodos determinan el valor de la empresa basándose principalmente en cifras contables. Consisten en tomar el valor de sus activos y pasivos

del balance y luego aplicando el principio contable de Activos (–) Pasivos obtener el valor de su patrimonio.

Una desventaja de estos modelos es que consideran una perspectiva estática como es el balance general y no contemplan la posible evolución futura de la empresa o mercado.

Algunos de los más utilizados son: El valor contable, el valor contable ajustado, el valor sustancial y el valor de liquidación.

2.2.1.1 Valor contable

Es la diferencia entre el Activo Total y Pasivo Exigible, siendo el valor en libros que figura en el Balance. Este valor depende de las políticas de provisión, amortización, métodos de valoración de existencias, los criterios de amortización de gastos, etc. Es muy estático al considerar el supuesto de que el valor en libros que se encuentra en el balance es un buen estimador de su valor en el mercado (Jenkins, 2012).

2.2.1.2 Valor contable ajustado

Este método trata de corregir el anterior, es la diferencia entre el valor contable y el ajuste a precios de mercados que trata de mostrar una aproximación más real del mercado (retasaciones técnicas, ajustes de incobrables, costo de personal, castigos de inventarios); generando el valor de la compañía en el futuro. Esto se puede dar por distintas causas tales como las marcas y líneas de productos que tengan en el mercado, tipo de tecnología usada, acceso a información o recursos escasos, en otras palabras; ventajas competitivas que tenga la empresa (Pereyra, 2008 y Jenkins, 2012).

2.2.1.3 Valor de Liquidación

Este método adopta el supuesto de que la empresa será liquidada por cese de sus actividades y sus activos serán vendidos en el mercado así como la efectividad de sus obligaciones de forma inmediata. El cálculo de este valor se obtiene deduciendo al valor contable ajustado, los gastos de liquidación de la empresa tales como indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y legales entre otros. (Pereyra, 2008 y Jenkins, 2012).

2.2.1.4 Valor sustancial

Es el valor de reemplazo o de reposición bajo el supuesto de continuidad. Se lo considera como una verdadera cuantificación de la potencialidad de generar beneficios (Galindo, L., 2005). Simboliza la inversión que se efectúa para obtener una empresa en similares escenarios en las que se encuentra. Existen 3 clases: Valor sustancial bruto que

es el activo al precio de mercado; valor sustancial neto se refiere al patrimonio neto ajustado; el valor de la deuda sin coste es el valor sustancial bruto reducido. (Pereyra, 2008).

2.2.2 Métodos basados en la Valoración por Múltiplos

Estos métodos calculan el valor de la empresa utilizando el valor de otras empresas semejantes, asume que toda la información disponible está descontada en los precios y que los mercados son eficientes. Son por comparación directa o aproximación de acciones y deuda (García, P., 2008).

2.2.2.1 Múltiplos de comparación Directa

El PER es el modelo utilizado con mayor frecuencia en la valoración de acciones que cotizan en bolsa. Nos permite conocer el número de veces que el mercado paga el beneficio de la empresa y accede comparar los beneficios entre empresas. Está vinculado con el ROE y la tasa de crecimiento de los dividendos.

Los dividendos son los pagos periódicos que se efectúan a los accionistas. Estos capitalistas exigen una rentabilidad que no debe ser alta porque el pago alto de dividendos trae como consecuencia una reducción del crecimiento ya que se dejaría de utilizar el dinero en nuevas inversiones.

Su denotación es:
$$PER = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Beneficio Neto}}$$

La principal ventaja es que relaciona el precio al que cotiza una acción y su beneficio neto, otorgando el grado de infravaloración o sobrevaloración de la empresa. (Fernández, P., 2008).

Por ejemplo, se desea conocer el precio de la acción de la compañía “ABC” y se cuenta con información tales como: el beneficio por acción del último año de \$0.79 y que la compañía “XYZ”; del mismo sector, tiene un PER de 10. Se despeja en la fórmula y calcula un precio por acción aproximado de la compañía “ABC” de \$7.90.

2.2.2.2 Múltiplos de EBIT (EBDIT, EBITDA)

El EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) representa el rendimiento operativo y es el resultado de la empresa antes de interés e impuesto, se lo utiliza en la proyección de la rentabilidad futura y elimina las distorsiones causadas por los distintos niveles de endeudamiento. (Fernández, P., 2008)

Es más comparable que el EBDIT (Earnings before depreciation, Interest and Taxes) porque agrega las depreciaciones de bienes materiales, ofreciendo una mejor aplicabilidad.

El factor de rendimiento EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) se obtiene adicionando las amortizaciones de bienes inmateriales, siendo el más apropiado para comparaciones internacionales de valoración.

De la misma forma, hay que recordar que las ventas, los costes y los gastos, se tratan de conceptos contables. Por ejemplo, si se vende a crédito a 60 días en el mes de diciembre, solo se lo cobrará en febrero del ejercicio siguiente. Pero la facturación actual registrará dicha venta así no se la haya cobrado aún. Es por eso que el EBITDA tampoco es el flujo de caja operativo, pero al menos se le acerca más que el tradicional EBIT. (Neffa, 2014).

Por ejemplo, se detalla el estado de resultado de la compañía XYZ del año 2013:

Compañía XYZ	
Estado de Resultados	
Año 2013	
Ingreso Operacional	\$634.750
(-) CMV	\$338.430
Utilidad Bruta	\$296.320
(-) Gastos Administración	\$44.000
(-) Gastos de Ventas	\$108.750
Utilidad Operativa	\$143.570
(+) Ingresos no Operacionales	\$59.400
(-) Gastos no Operacionales	\$42.900
Utilidad antes de Impuestos	\$160.070
(-) Provisión Impuesto	\$35.215
UTILIDAD NETA	\$124.855

En los gastos administrativos y ventas se consideraron las depreciaciones y amortizaciones por \$ 25.500.

Se resta las depreciaciones y amortizaciones al EBIT o Utilidad Operativa.

Utilidad Bruta	\$296.320
(-) Gastos Administración	\$44.000
(-) Gastos de Ventas	\$108.750
EBIT	\$143.570
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	\$25.500
EBITDA	\$169.070

Para calcular el múltiplo VE/EBITDA; siendo VE el Valor de la empresa que es la suma de capitalización bursátil y la deuda financiera.

El valor de mercado es \$ 500.000

$$\frac{VE}{EBITDA} = \frac{500.000}{169.070} = 2.96$$

Este múltiplo de comparación se lo puede aplicar para calcular el valor de la empresa ABC y solo puede ser utilizado como referencia comparativa entre compañías del mismo sector; siendo su EBITDA \$ 150.000.

$$VE = EBITDA * \text{Múltiplo de comparación} = 150.000 * 2.96 = 444.000$$

2.2.2.3 Múltiplo de las Ventas

Este método se puede utilizar con frecuencia por su simplicidad, se calcula el valor multiplicando sus ventas por un múltiplo de ventas, obteniéndolo a través de datos históricos. Se establece el múltiplo de referencia de empresas del mismo sector (López, 2004). Por ejemplo una farmacia se valora frecuentemente multiplicando sus ventas anuales (en dólares) por 2 o por otro número, según las condiciones de mercado en donde se encuentre (Fernández, 2008).

2.2.3 Métodos basados en el descuento de flujo de fondo

Determina el valor de la empresa por las estimaciones de flujo de dinero que se materializarán a lo largo de la existencia de la empresa, descontándole una tasa de descuento apropiada según el riesgo y la volatilidad de cada tipo de flujo de fondos. (Fernández, P., 2008)

Este método es el más acertado para valorar una empresa porque se basa en un pronóstico minucioso y metódico para generar los flujos esperados por los propietarios de las acciones.

2.2.3.1 Free cash flow “Flujo de caja Libre” (FCF)

Es la capacidad que tiene una empresa para generar flujos de fondos sin tener en cuenta la deuda financiera. Este dinero podría ser disponible por distribución de

dividendos de los accionistas de la empresa o proveedores de deuda a los que hay que devolver la deuda e intereses.

Su enfoque se basa en efectuar un presupuesto de tesorería; todo lo que se tiene que pagar en cada período. Sin embargo, la contabilidad no puede facilitarnos dichos datos a mayor distancia del tiempo por lo que estos criterios no dejan de ser arbitrarios.

Se aplica descontando el flujo de caja libre con el WACC, que es el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos.

Se denota con la fórmula:

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

Siendo CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i ; VR_n = valor residual de la empresa en el año n ; K = tasa de descuento aplicada para el riesgo de los flujos de fondos. (Fernández, P., 2008)

2.2.3.2 Valor actual ajustado (APV Adjusted Present Value)

Se basa en el método de valuación de deducción impositiva que es la suma de dos partes. La primera es el valor de la firma como una libre de deuda, 100% patrimonio. Este valor se calcula descontando los flujos de caja esperados que corresponde a un costo de capital libre de deuda. La segunda parte es el valor agregado a la firma por elección de su estructura de capital que viene dado por el escudo tributario (Fernández, P., 2008).

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

Donde “E” corresponde al valor de mercado de las acciones y “D” es el valor de mercado de la deuda; $VA(FCF; Ku)$ es el valor de la empresa sin deuda descontando el flujo de caja libre utilizando una tasa de rentabilidad exigida por el accionista “Ku” sin apalancamiento, la cual depende del riesgo sistemático.

2.2.4 Método de opciones reales

Es un proceso por el cual un activo tangible es estimado de forma coherente cuando existe elasticidad para las opciones. Se aplica estas técnicas de valoración para dar la opción de expandir, hacer, contraer o abandonar una inversión de capital.

Logra atraer la incertidumbre que existe en el futuro, creando un valor adicional a su resultado. Los modelos pueden ser: binomiales, Black and Scholes o simulación de Montecarlo. (Benítez, G., 2013).

2.3 BENEFICIOS Y DESVENTAJAS DE LOS DIFERENTES MÉTODOS

Al puntualizar las principales tipologías y fundamentos de los métodos de valoración; se detallarán las ventajas y prejuicios que brindan cada técnica mencionada con la finalidad de determinar cuál es el método más acertado para establecer el valor económico de CRIDESA.

Los métodos de valoración de una empresa pueden ser: los estáticos que toman información del Estado de Situación Financiera, los comparativos que se basan en expectativas del beneficio y los dinámicos que analizan el rendimiento futuro de la empresa.

Los métodos estáticos están basados en criterios contables y no cuentan con la posible evolución futura de la empresa. Los principales son: valor contable, valor de liquidación, valor contable ajustado y valor sustancial. No considera valores liquidables, posición de mercado, marcas, etc. El valor de las acciones tiene que ver poco con el valor contable.

Cuadro 2.1: Método de Valoración basado en el Balance

Tipo	Ventajas	Desventajas
Método de Valoración Basados en el Balance	<p>Es un método sencillo y económico</p> <p>Lo puede emplear cualquier persona que tenga conocimiento contable para valorar una empresa.</p>	<p>Hace cálculos desde una perspectiva estática.</p> <p>No prevé cambios colaterales de la empresa que no son visibles en la contabilidad</p> <p>El valor calculado será inferior al valor real de la misma porque no mide la capacidad de generación de dinero de una empresa.</p> <p>No es un método confiable para tomar decisiones de compra o venta.</p>

Fuente: Fernández (2008), Pereyra (2008) y Jenkins (2012), Valoración de empresas

Los métodos comparativos son los que utilizan ratios de un sector similar al que se intenta valorar, permite realizar un cálculo rápido para estimar una empresa y se compara con el valor de otras empresas de similares características. Las valoraciones con múltiplos tienen muy escasa fiabilidad en mercados de valores.

El múltiplo más utilizado por los mercados bursátiles e inversores es el PER por su facilidad de estimación, y juicios rápidos sobre la valoración o sub valoración de empresas; pero puede sufrir distorsiones por diferentes políticas contables entre países y por el nivel de apalancamiento de empresas comparables, ya que compara el precio de

mercado de la acción (valores de hoy), con utilidades contables (valores de ayer). Por ello, hay una preferencia a emplear el flujo de caja en lugar de utilidades.

Cuadro 2.2: Método de Valoración por Múltiplos

Tipo	Ventajas	Desventajas
Método de Valoración por Múltiplo	Su cálculo es fácil y los datos son accesibles	Se concentra en un momento del tiempo, sin considerar la competencia ni el comportamiento dinámico
	Son fáciles de interpretar y de presentar a los clientes	No considera en su cálculo el riesgo, el crecimiento, generación de flujo de caja
	Proporciona información relevantes sobre la información de la empresa	Es un método manipulable por la falta de transparencia.
	Utilizan datos estadísticos ampliamente utilizado por los inversores.	Los resultados entre los múltiplos difieren entre sí, dificultando la comparación.

Fuente: Fernández (2008), Pereyra (2008) y Jenkins (2012), Valoración de empresas

Las técnicas dinámicas o de Rentabilidad Futura se basan en proyecciones de flujo de efectivo y/o resultados de ejercicios estimados a un horizonte de tiempo. Para el correcto uso de estas herramientas es necesario dominar varios modelos de análisis financiero y proyecciones.

El método del descuento de flujos de fondos (DCF) es el método financiero más óptimo porque es aplicable a cualquier empresa y considera: los flujos de caja, la tasa de descuento, el horizonte de valoración, etc., demostrando la esencia del proceso de valoración; lo que llevaría a interpretar que este método es superior al PER. (López, G, 2003).

Cuadro 2.3: Método de Valoración por Flujo de Caja Descontado

Tipo	Ventajas	Desventajas
Método de Valoración por Flujo de Caja Descontados	Es uno de los métodos que tiene mayor validez por los elementos que intervienen en su elaboración y su nivel informativo	El criterio del evaluador puede influenciar en el desarrollo del método y su resultado
	Analiza la dispersión de los datos obtenidos en cada escenario económico (optimista, pesimista, normal)	Los niveles de efectivo pueden afectarse por las políticas de dividendos tomadas por los directivos
	Determina el nivel de riesgo	La tasa de descuento seleccionado puede ser no apropiada; por lo que afecta los resultados
	Es una herramienta que da seguridad a las partes involucradas en la negociación.	
	Es un pronóstico detallado y minucioso de cada período; siendo confiable hasta ser usado como presupuesto de tesorería.	

Fuente: Fernández (2008), Pereyra (2008) y Jenkins (2012), Valoración de empresas

CAPÍTULO III

3 METODOLOGÍA

3.1 JUSTIFICACIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

Por lo expuesto en el capítulo 2 y considerando que CRIDESA no ha tenido deuda en los últimos 5 años, se aplicará la metodología del flujo de caja libre descontado para encontrar su valor.

El método de flujo de caja descontado (DCF) ha sido la técnica más viable en los últimos tiempos por su adaptabilidad en los negocios y porque incluye en su análisis las nuevas situaciones que se presentarán en el futuro de la organización; considerando variables como: el riesgo, la inflación, cambios tecnológicos, etc.

El valor de la empresa dependerá de la capacidad de dinero generado a través del tiempo y no de las utilidades; reafirmando que no es estático, ni se calcula con multiplicadores comparativos del mismo sector.

Se descarta los métodos contables porque presentan limitaciones para medir el valor empresarial. En su cálculo hay distorsión pues solo se basa en cifras contables, no considera los efectos de la inflación, los factores asociados a la organización ni el recurso humano.

De igual forma se considera que es irrelevante el método de comparación por múltiplos porque asume que los mercados de valores son eficientes y dificulta la comparabilidad entre empresas por diferentes criterios para determinar estructuras de financiamiento. Además, Ecuador tiene un mercado de valores poco desarrollado, con baja liquidez. Por lo tanto, los precios y los múltiplos a partir de dichos precios no reflejan la información sobre el tipo de negocio.

En un DFC, los flujos son construidos sobre un horizonte de tiempo determinado y luego descontados para reflejar su valor presente. Así mismo estos flujos deben ser considerados más allá del horizonte de evaluación, siendo “valor terminal” o “perpetuidad”.

Aunque se pueda pensar que este método es complicado y subjetivo al proyectar los flujos y al fijar la tasa de descuento; esas razones no son suficientes para rechazarlo porque se puede minimizar el riesgo.

3.2 DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE VALORACIÓN SELECCIONADO

Hoy en día el flujo de caja libre es una medida financiera que muestra el valor verdadero de la organización. Es el saldo disponible para cubrir lo que se debe pagar a los accionistas y las deudas de la empresa, luego de descontar las inversiones efectuadas en activos fijos y en insuficiencias operativas de fondos.

El FCL se refiere a los flujos de caja esperados que serán generados por el plan de actividades a ejecutar que es el presupuesto, mostrando las entradas y salidas de efectivo en un período de tiempo.

Estos flujos generados por actividades operativas de la empresa tienen que estar disponibles para pagar a los acreedores e inversionistas. Con estos resultados se puede analizar la gestión llevada por los directivos, conocer la situación del patrimonio, establecer políticas de dividendos, reestructurar el capital, etc.

Tomando como base la explicación de Gutiérrez y Martínez (2012), a continuación describimos la metodología a utilizar:

1. Análisis de los estados financieros históricos

Para fijar el primer año de flujo, se evaluará los estados financieros de los tres últimos años estableciendo un promedio. Para ello, se depurará los errores comunes de los Estados Financieros que no muestran la realidad de la empresa. También, es importante considerar cómo están asignados los activos y pasivos de la entidad, sus características operativas, las fortalezas y debilidades de la empresa.

2. Análisis histórico de ratios financieros

Para extrapolar el comportamiento futuro de la empresa, se analizará los siguientes ratios:

Rentabilidad sobre patrimonio (ROE) = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$ establece la rentabilidad de la empresa sobre sus fondos propios e influye en la cotización de la acción.

Rentabilidad sobre Activos Totales (ROA) = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos Totales}}$ evalúa las decisiones de la empresa como su eficiencia operativa. También es útil para comparar con el coste de capital y detectar si genera o pierde valor la empresa.

Rentabilidad sobre Ventas (ROS)= $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$ evalúa si el margen de ganancia es mucho o poco, también es posible evaluar la disponibilidad de cubrir los gastos generales.

3. Proyección de los estados financieros

Se debe proyectar para los próximos cinco años el Estado de Resultados y el Flujo de Caja Libre de la organización.

4. Cálculo de la tasa de descuento

Se debe elegir la tasa de descuento a la realidad del entorno de la empresa, tanto nacional como de su sector específico. De igual forma se considera el costo del patrimonio (rentabilidad exigida por los accionistas). No se considera el costo de deuda ya que como se mencionó anteriormente, CRIDESA no posee endeudamiento con alguna entidad financiera.

Se debe descontar los flujos de caja desapalancados con la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas, que es menor a la tasa exigida si existiese deuda en su estructura de capital. Se la obtiene a partir del modelo de valuación de activos de capital (CAPM) que explica la masa de la rentabilidad de diferentes activos en función del beta del proyecto, tasa libre de riesgo, rendimiento promedio de mercado y tasa de riesgo país.

El beta se lo obtendrá a partir de referenciales para mercados de valores emergentes y no desarrollados. En este proyecto se usará como referencia el beta desapalancado ponderado entre las industrias de alimentos procesados, de bebidas alcohólicas, bebidas no alcohólicas y la participación de mercado que tiene CRIDESA en estos sectores. Ese resultado se lo promediará con el beta de la industria de empaque; siendo 0.63 el valor que se utilizará en el proyecto.

Cuadro 3.4: Beta referencial

<u>Industry</u>	<u>Unlevered Beta</u>	<u>Participación de Mercado</u>	<u>Beta Ponderado</u>
Beverage (Alcoholic)	0.70	60%	0.42
Beverage (Soft)	0.77	32%	0.25
Food Processing	0.58	8%	0.05
			0.71

Fuente: Damodaran. (2014), Betas by sector.

$$(\text{Beta Industria de Empaque} + \text{Beta Ponderado})/2$$

$$(0.55+0.71)/2=0.63$$

5. Valor Residual

Se utilizará el modelo de crecimiento de Gordon porque considera en tomar el flujo de caja esperado que la compañía estime en el año n y estima que ese flujo crezca de forma perpetua con un ritmo de crecimiento definido.

$$VR = \frac{FC(t_n) * (1 + \textit{tasa de crecimiento})}{\textit{Tasa de descuento} - \textit{Tasa de crecimiento}}$$

6. Cálculo del valor presente neto

Los flujos de caja libre se descuentan usando la tasa de descuento que se determinará en el capítulo 4. La sumatoria de estos flujos nos dará el valor de la empresa.

El FCL del período de proyección:

- (+) Ingresos por Ventas
- (-) Costos de Ventas
- (=) Utilidad Bruta
- (-) Gastos Operativos
- (-) Gastos Financieros
- (=) Utilidad Neta antes de Impuestos (EBIT)
- (-) Participación de Trabajadores
- (-) Impuesto a la Renta
- (=) Utilidad Operativa Neta después de Impuestos
- (+) Depreciaciones
- (+/-) Variación del Capital del Trabajo Neto
- (-) Inversiones en capital (CAPEX)
- (=) FCL

3.3 FUENTES DE INFORMACIÓN

Para desarrollar la valoración de CRIDESA, se utilizará las siguientes fuentes de información:

Para el análisis interno de la compañía se utilizarán fuentes primarias como informes de gestión financiera, estudios de mercadeo realizados en el año 2012 y presentaciones de gestión.

Los Estados Financieros históricos, Proyección de Ventas y Presupuesto de Gasto de Capital se utilizarán como base para determinar los flujos de caja y valor residual. Estas a su vez son fuentes de información primaria.

Para determinar las tasas de descuento se recurrirá a información publicada en sitios web especializados en primas de riesgo, tasas libres de riesgo y betas referenciales de la industria.

Para el análisis externo se utilizarán fuentes de información secundarias tales como publicaciones realizadas en las páginas web de las siguientes instituciones: Superintendencia de Compañías (SIC), Banco Central del Ecuador (BCE), Servicio de Rentas Internas (SRI), Instituto Nacional de Estadísticas y Censo (INEC), así como artículos y revistas relacionados al sector económico e industrial que se analizará.

CAPÍTULO IV

4 ANÁLISIS DE CRIDESA.

4.1 ANÁLISIS EXTERNO

De acuerdo al análisis efectuado por la Revista Ekos Negocios publicado en Enero del 2015 denota que la tendencia de la economía ecuatoriana se llevará un escenario de mayores aprietos en este 2015 por la escasez de inversión privada, la caída del precio de petróleo, y los inconvenientes para cubrir el financiamiento público; esta situación ha llevado a que se incremente el endeudamiento público.

Tomando en cuenta la desaceleración de la actividad económica y el bajo precio del petróleo según la Unidad de Investigación Económica y de Mercado (UIEM) de Ekos estima que Ecuador cerrará este 2015 con una tasa de crecimiento del 3.7%, ubicándose en valores cercanos al 4% por cifras oficiales del país y de entidades multilaterales.

El desempeño de la economía ecuatoriana en el 2014 ha dependido en gran medida del comercio exterior; por la restricción comercial y el acrecentamiento de las exportaciones no petroleras que han aportado con el progreso del contexto externo del país.

A pesar del impacto de la reducción del precio del petróleo y la necesidad de importar derivados de petróleo influenciarán en los resultados para el año 2015. Según los índices de Ekos proyecta que la tasa de inflación será mayor a la del 2014 con 3,9% y se mantendrán los bajos niveles de desempleo inferior al 5%.

La economía mundial ha mantenido un ritmo moderado de recuperación después de la crisis global 2008-2009, se estima en el 2015 un crecimiento mundial del 3.8% de acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las economías emergentes reportan una estabilización de sus tasas de crecimiento. Se prevé que la economía estadounidense continúe recuperándose con una inflación controlada y que la tasa de desempleo se reduzca a 5,9%.

Aunque la industria petrolera no es el principal sector que contribuye al Producto Interno Bruto (PIB) pero si obtiene una notable correlación entre el precio del petróleo y el PIB.

Una baja en el precio del petróleo puede afectar a la balanza comercial y al equilibrio fiscal porque habría que financiarse a través de deuda, provocando un mayor déficit fiscal.

4.1.1 Contexto Macroeconómico

De acuerdo al último informe emitido en julio del 2014 del Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas confirma el crecimiento que ha tenido Ecuador en el 2014 ocupando el puesto 98 entre 187 naciones evaluadas. Este es el segundo año consecutivo que es tasada como una nación de desarrollo humano alto.

El crecimiento sostenido que vive el país pretende reducir el índice de pobreza extrema, y terminar con la desigualdad en la región, a una tasa promedio anual de -1,7% en la última década. De igual forma, muestra un gran progreso en temas de educación y de salud, reflejando el incremento de la inversión en estos sectores en los últimos años.

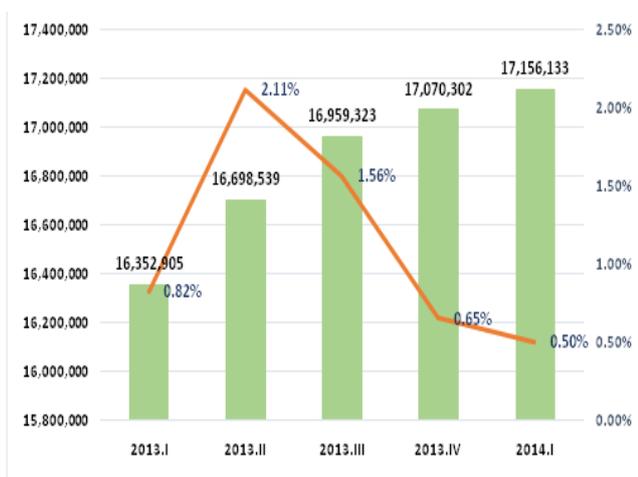
El buen avance del Ecuador para lograr los objetivos de Desarrollo del Milenio, es elogiado por el Programa para el Desarrollo de las Naciones Unidas consiguiendo: erradicar la pobreza extrema y el hambre; disminuir la mortalidad infantil; alcanzar una enseñanza primaria universal; promover la igualdad de género y autonomía de la mujer; combatir con el paludismo, el VIH-Sida, y otras enfermedades; avalar la sostenibilidad del medio ambiente, e impulsar una asociación mundial para el desarrollo.

En este 2014 ha habido retrasos en el financiamiento de la construcción de la Refinería del Pacífico, ocasionando una paralización por mantenimiento, obligando a aumentar las importaciones de derivados en el segundo semestre del año, esto es una reducción del PIB; e implica reducir la perspectiva de crecimiento del 4.5% al 4%. Aunque la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) anunció en abril que podría alcanzar en 2014 un crecimiento igual o superior al 5%, pero las previsiones oficiales eran de una expansión entre 4.5% y 5%.

4.1.1.1 PIB

El país durante el primer trimestre mantuvo un crecimiento económico de 0.50% más que el año anterior, provocando que el PIB se incrementara de 17.070.302 miles de dólares a 17.156.133 miles de dólares.

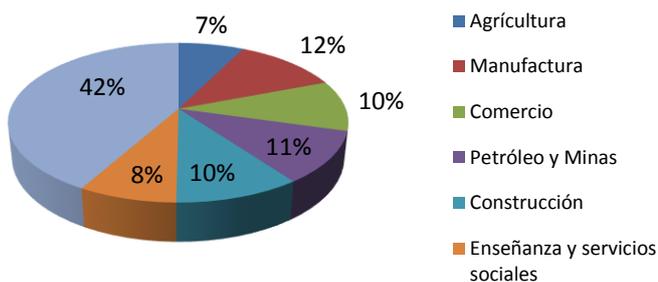
Gráfico 4.1: Evolución PIB por trimestre



Fuente: BCE, Evolución PIB trimestral 2013-2014

Entre las principales industrias que contribuyen con el crecimiento del PIB son: la manufactura con el 11.76%, seguido por el sector petrolero con el 10.52% y la construcción en 10.24%, según publicación del portal de Poderes Inteligencia Política (2014).

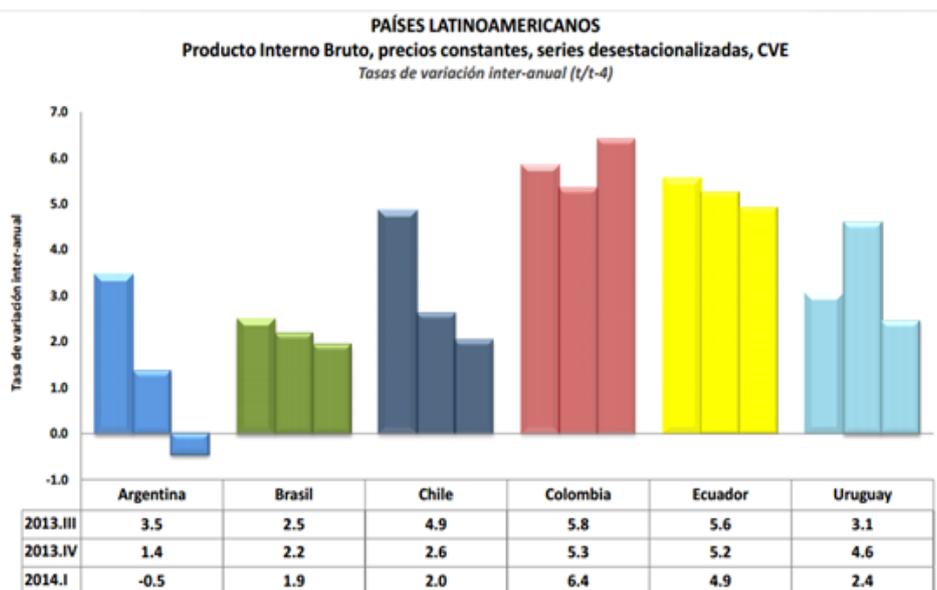
Gráfico 4.2: Porcentaje del PIB por sector



Fuente: BCE, Porcentaje del PIB por sector

Se aprecia que Ecuador se ha mantenido en posición de su progreso del PIB durante el 2013 y el primer trimestre del 2014 superando a Argentina, Brasil, Chile, y Uruguay.

Gráfico 4.3: PIB de los países latinoamericanos



Fuente: BCE, PIB de los países latinoamericanos.

4.1.1.2 BALANZA COMERCIAL

La economía de Ecuador reportó un crecimiento del PIB de 4.9% en el primer semestre del 2014. Comparando la balanza comercial del primer semestre en el 2013 se obtuvo US\$ 758 millones de déficit, y en el 2014 se logró 621 millones de superávit. Esta abrupta recuperación de la balanza comercial se debe al crecimiento de las exportaciones petroleras, camarón y banano.

La balanza comercial el año pasado había cerrado con un déficit de US\$ 1.213,8 millones. Este año según cifras del BCE, las exportaciones alcanzaron US\$ 22.033,9 millones mientras que las importaciones lograron US\$ 21.898,7 millones.

Uno de los factores que aportó al superávit fue que el Gobierno dictó una política indirecta de restricción de las importaciones mediante medidas administrativas como normas para los productos importados, reglamentos de calidad entre otros.

Entre enero a junio del 2014 según datos del BCE, las exportaciones petroleras superaron los US\$ 6.756 millones a US\$ 7.240 millones, las no petroleras en el primer semestre del 2013 fueron de US\$ 5.400 millones y en el 2014 llegaron a US\$ 6.137 millones. En el caso del camarón, las ventas aumentaron de US\$ 788 a US\$ 1.308 millones.

La mayoría de los recursos que se recibe por petróleo, se los invierte en derivados porque aún no se cuenta con la capacidad suficiente de refinado.

4.1.1.3 PETRÓLEO

El West Texas Intermediate (WTI) tuvo aprietos en producción y distribución de petróleo por algunos años debido a conflictos bélicos en territorios sensitivos al precio del petróleo provocando una mayor demanda del crudo ecuatoriano cotizándose por encima del WTI, beneficiando al país. En junio del 2014 según datos del Banco Central y la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA) el precio del petróleo ecuatoriano cayó y se le aplicó un castigo por su menor calidad.

En una entrevista a René Ortiz, ex secretario de la OPEP, que Diario El Comercio publicó en Septiembre del 2014 destacó tres factores que han intervenido en la variación de los precios de petróleo a escala mundial: el aumento de la oferta de petróleo no convencional conocida como shale oil, Estados Unidos crece en la oferta de crudo y de gas natural, y finalmente, Arabia Saudita siendo el mayor exportador de la OPEP fijó un piso de USD 70 por barril. Estos factores han “independizado el precio del petróleo de los procesos geopolíticos” en el mundo y los conflictos sobre todo en el Oriente Medio han reducido fuerza en el mercado.

Expertos analistas nacionales e internacionales estiman que si bien el precio del barril no bajará de US\$ 70, tampoco incrementarán superando los US\$ 100, como ocurrió en meses y años anteriores por causas especulativas circunstanciales del mercado.

Estas variaciones en el precio del crudo se tomaron en cuenta para el diseño de la proforma presupuestaria del 2015. Ecuador tiene que trabajar más en torno a acrecentar la producción para no ver afectados sus ingresos, son por esos motivos que el país ha propuesto medidas tributarias para suplir efectos de caída del precio de petróleo.

Las medidas según la Ley de Incentivo de Producción incluyen una reducción al impuesto a la renta de pequeñas y medianas empresas para que inviertan en capacitación del personal y exenciones por una década para las nuevas inversiones de industrias básicas. Se incrementará el Impuesto a los Consumos Especiales y también se recortará inversiones en proyectos estatales como Petroecuador y Petroamazonas que no afectarían los niveles de producción.

4.1.1.4 INFLACIÓN

De acuerdo al último reporte del Índice de Precios al Consumidor (IPC), publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), Ecuador registró una inflación mensual de 0,18% en noviembre del 2014 siendo inferior a la del mismo mes del 2013 (0,39%).

El país reportó una inflación anual de 3,76% y una acumulada de 3,55% en el onceavo mes del año. Aunque en noviembre del 2013, la inflación anual llegó a 2,3% y la acumulada a 2,49%.

Las ciudades que registraron la menor inflación en el 2014, fueron: Ambato con -0,31% y Guayaquil con el -0,13%; mientras Loja es la ciudad con la inflación mensual más alta 0,81%, seguida de Esmeraldas 0,61%.

La mayor contribución en la variación del IPC con el 69,33% es por la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas del total, seguida por Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros Combustibles con el 25,82%.

La Canasta Básica se colocó en US\$ 644,74, mientras el ingreso familiar mensual con 1,6 perceptores es de US\$ 634,67. En noviembre del 2013, la Canasta Básica llegó a US\$ 617,54 con un ingreso familiar de US\$ 593,60.

Cuadro 4.5: Inflación Ecuador 2014

FECHA	VALOR
Noviembre-30-2014	3,76%
Octubre-31-2014	3,98%
Septiembre-30-2014	4,19%
Agosto-31-2014	4,15%
Julio-31-2014	4,11%
Junio-30-2014	3,67%
Mayo-31-2014	3,41%
Abril-30-2014	3,23%
Marzo-31-2014	3,11%
Febrero-28-2014	2,85%
Enero-31-2014	2,92%

Fuente: BCE, Inflación 2014

4.1.1.5 DESEMPLEO

El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) informó que la tasa de desempleo en septiembre del 2014 fue de 3,90% y que la ocupación plena, conformada por las personas que trabajan como mínimo la jornada legal y ganan más que el salario básico, llegó al 44,57%.

El INEC también anunció los datos del área urbana, recalcando que la tasa de ocupados plenos incrementó 3,49 puntos porcentuales al pasar de 50,53% en septiembre del 2013, al 54,02% en septiembre de este año; implicando un cambio estadísticamente significativo.

Las ciudades que exhiben el mayor incremento de la ocupación plena son Quito y Guayaquil. En términos de subempleo, hubo una gran disminución en Quito comparando 2013 y 2014 de 30,46% a 25,50%; sin embargo, Guayaquil obtiene la mayor disminución de la tasa de desempleo al pasar de 5,51% al 3,86%.

La Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo realizada en marzo del 2014 reveló que aproximadamente 8 de cada 10 empleos en el área urbana son generados por el sector privado, directriz que se ha continuado en los últimos años.

La pobreza sigue igual, ubicándose en US\$ 80,24 mensuales per cápita y la línea de extrema pobreza se colocó en US\$ 45,22. Los individuos cuyo ingreso per cápita es menor a la línea de pobreza/pobreza extrema son considerados pobres/pobres extremos.

En el noveno mes la pobreza se ubicó en 24,75% y la extrema pobreza en 8,56%. Estas variaciones no son estadísticamente significativas.

4.1.1.6 IMPUESTOS Y ARANCELES

Según la publicación del blog, La República, en una entrevista realizada al ex ministro de Comercio Exterior, Diego Alaustia indicó que el Gobierno se ha visto en la necesidad de subir los aranceles por la drástica caída del precio del petróleo. La salvaguardia general involucra una tasa arancelaria del 5% para bienes de capital y materia prima, del 15% a bienes de sensibilidad media para la producción nacional, y del 25% a neumáticos, cerámica, parte de televisores y motocicletas. Adicional, incluye una sobretasa del 45% para importaciones de consumo final como televisores y motocicletas. Esta medida afectará a unos 2800 productos, afectando el 32% o el 33% total de compras del exterior.

El Servicio de Rentas Internas (SRI) puso en vigencia desde enero del 2015 la ley Orgánica de Incentivos a la Producción y Prevención de Fraude Fiscal, en los cuales constan que el límite para los gastos de publicidad será hasta el 4% y no podrán deducir estos gastos los contribuyentes que comercialicen alimentos preparados con contenido hiperprocesado. Las pérdidas por enajenación de acciones u otros derechos de

sociedades domiciliadas o que estén permanentes en el Ecuador podrán considerarse como gastos deducibles. La amortización de intangibles será deducible dentro de los plazos previstos por el contrato que no supere los 20 años.

La tarifa del Impuesto a la Renta será del 25% cuando la sociedad tenga en su composición societaria beneficiarios en paraísos fiscales que sean superiores al 50% de capital. Si es inferior al 50% se calculará el 25% solo a la parte de capital que esté en países de paraísos fiscales y la diferencia grabará con el 22%. Es obligación de las empresas informar sobre la totalidad de su composición societaria.

4.1.2 ANÁLISIS DEL SECTOR DE ENVASES

La evolución en los envases de productos de primera necesidad ha crecido en la medida de la demanda de consumo masivo. Es una tendencia cada vez que aparecen nuevas formas de empaque. Inicialmente surgen los envases de hojalata, pasaron a los de vidrio, luego a los de plástico y por último sachet y tetrapack. Los avances tecnológicos y el emprendimiento logran que los envases se adapten a las necesidades de las industrias y de esa forma revelar las características diferenciales como precio, contextura, calidad, etc. que los permite destacarse en cada producto.

En una publicación en el Diario El Comercio (2011) señalan que los empaques plásticos predominan el 60% en los envases de primera necesidad del mercado nacional, marcando un crecimiento acelerado en estos últimos 20 años. Entre sus ventajas son por su peso, precios, practicidad.

El envase de vidrio es más utilizado en alimentos, licores, y fármacos. Garantiza un 100% de pureza, calidad, presentación y frescura del producto. La materia prima para la fabricación de vidrio está compuesta de arena sílice, soda, y otros componentes menores. Sin embargo, puede resultar un 30% o 40% más costoso que el plástico pero el vidrio es más amigable con el medio ambiente.

Los empaques de cartón son más aceptados en firmas de galletas, línea blanca, camaroneras, flores y bananeras. Es un producto biodegradable que se lo puedo reciclar y volverlo a convertir en cartón. Por lo general el sector alimenticio se conserva en lata como el pescado, carnes, frutas, vegetales. Sin embargo, es cuestionado por su alto precio.

La industria de empaques y envases deben apoyarse en las nuevas tendencias y en alianzas estratégicas pues cuentan con grandes oportunidades de desarrollo y un

potencial crecimiento. El uso de reciclado pos consumo es una oportunidad para aperturar nuevos mercados relacionados con su recolección, procesamiento y uso, pero el esfuerzo se debe hacer en conjunto con la cadena de valor del producto y con el Estado para fomentar campañas eficaces en crear la cultura del reciclaje en el consumidor.

4.2 ANÁLISIS INTERNO

CRIDESA, es la única empresa manufacturera de envases de vidrio en el Ecuador, fue constituida en el año 1965 y 13 años más tarde el Grupo Internacional Owens Illinois Inc, mayor fabricante de envases de vidrio en el mundo, adquirió un porcentaje mayoritario de las acciones. A partir de ese momento los niveles de calidad, productividad y eficiencia alcanzaron niveles superiores gracias a la experiencia, investigación y desarrollo que incorporó el grupo internacional a dicha empresa.

4.2.1 ACTIVIDAD Y PRODUCTOS

CRIDESA se dedica a la fabricación y comercialización de envases de vidrio. Sus ventas están enfocadas a satisfacer la demanda interna y de forma secundaria el mercado internacional.

Los segmentos o líneas de negocio que maneja son:

- **NAB (Non Alcoholic Beverages – Bebidas no Alcohólicas)**
 - ✓ Refrescos Carbonatados
 - ✓ Jugos
 - ✓ Agua
 - ✓ Maltas
 - ✓ Té
 - ✓ Bebidas hidratantes
- **Cervezas**
 - ✓ Retornables
 - ✓ No retornables
- **Licores**
 - ✓ Vinos
 - ✓ Whisky
 - ✓ Vodka
 - ✓ Ron

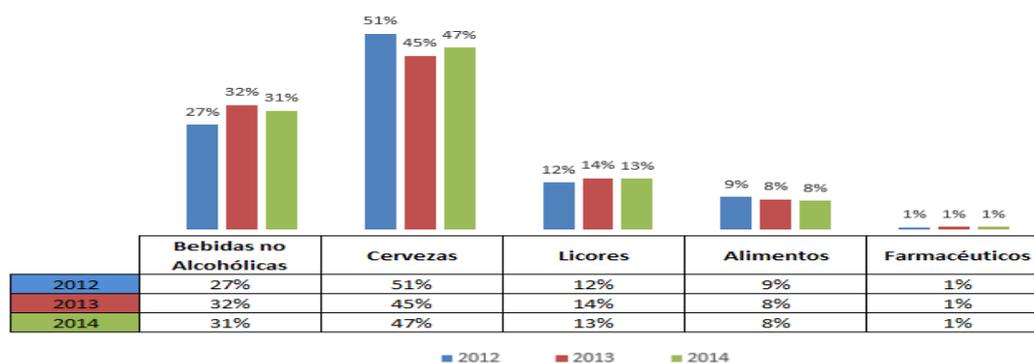
- ✓ Tequila
- ✓ Otros licores
- **Alimentos**
 - ✓ Productos lácteos: Yogurt, postres, leche.
 - ✓ Salsas: Mayonesa, Salsa de tomate, vinagre, mostaza
 - ✓ Nutrición infantil: Compotas de bebés, fórmulas, biberones
 - ✓ Alimentos Conservados: Frutas, verduras, carnes, atún, conservas, mermeladas
- **Farma**
 - ✓ Productos farmacéuticos
 - ✓ Cosméticos
 - ✓ Químicos

Los envases fabricados por CRIDESA pueden ser realizados en varios colores tales como: Flint (transparente), Ámbar (café), verde claro, verde oscuro, azul y transición. Los colores van a estar en función a las necesidades de los clientes.

4.2.1.1 Participación de las ventas por segmento

En el año 2014 se tuvo un importe total en ventas nacionales de US\$ 55,7 millones. El segmento de mayor aporte en ventas que tuvo CRIDESA fue la de cervezas con un 47%, seguido por las bebidas no alcohólicas con un 31%; el segmento que ocupa el tercer lugar es el de licores con un 13% quedando el de alimentos con un 8% y los farmacéuticos con una participación del 1%.

Gráfico 4.4: Composición Ventas por Segmento de Negocio



Fuente: CRIDESA, Informe de Ventas desde 2012 hasta 2014

4.2.2 MERCADOS Y COMPETENCIA

CRIDESA dispone de un distribuidor en la costa y uno en la sierra para la venta de envases de vidrio al menudeo con el fin de dar un mejor servicio a aquellos negocios que se encuentran iniciando y requieren cantidades pequeñas. CRIDESA, mantiene políticas de crédito de 7 hasta 60 días dependiendo del cliente y condiciones de mercado.

4.2.2.1 MERCADO EXTERIOR Y CLIENTES

El año 2014 fue histórico en ventas al exterior ya que se vendió en total US\$ 7,2 millones, representando un 12% del total de las ventas. El destino principal de los envases fueron los países del Caribe.

Cuadro 4.6: Composición de ventas por tipo de mercado

	2012	2013	2014
Ventas domésticas	100%	98%	88%
Venta al exterior	0%	2%	12%

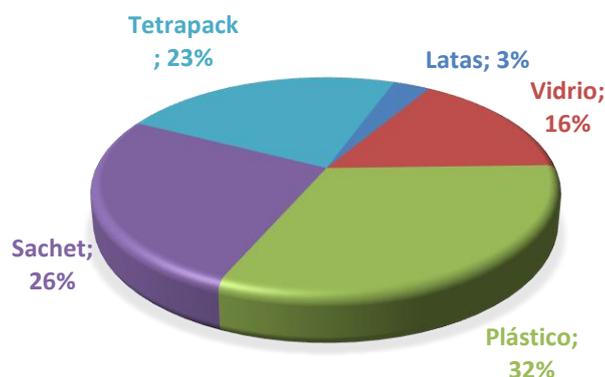
Fuente: CRIDESA, Informe de Ventas desde 2012 hasta 2014

4.2.2.2 COMPETENCIA

CRIDESA es la única empresa que fabrica envases de vidrio en el Ecuador pero tiene una fuerte competencia en el mercado de empaques de productos sustitutos como: el plástico, latas, sachet y tetrapack. Se puede concluir que la compañía se encuentra en un mercado altamente competitivo con una elasticidad del precio sobre la demanda alta.

En el último estudio de mercado que la compañía realizó en el 2012 se puede notar que el plástico ocupa el 36% del mercado seguido por el sachet con un 26%. En tercer puesto lo ocupa el tetrapack con un 23%, el vidrio ocupa el cuarto puesto, representando el 16% del mercado y finalmente se encuentra las latas con el 3%.

Gráfico 4.5: Participación de mercado



Fuente: CRIDESA, Estudio de Mercado realizado en el año 2012

4.2.3 Operaciones

Instalación y capacidades

La Planta de CRIDESA. está situada en el km 22,5 vía Perimetral, en la ciudad de Guayaquil, provincia del Guayas. Tiene una capacidad instalada de producción de 288 toneladas empacadas diarias.

Posee 4 máquinas con diferentes capacidades de producción, en agosto del 2013 se incorporó la máquina A4 la cual generó un incremento de la producción de casi el 33%.

En la actualidad, la planta de Ecuador está entre las plantas con menor costo por tonelada producida dentro del grupo de OI, esto está permitiendo crecer en el mercado del exterior y se esperan nuevos negocios con países del Caribe.

4.2.4 Análisis FODA y riesgos de la empresa

FORTALEZAS

- El 69% de las acciones le corresponde a Owens Illinois.
- La Corporación Internacional Owens-Illinois Inc., es uno de los fabricantes de vidrio más importantes del mundo y está presente en más de 20 países del mundo.
- Atiende el 100% del mercado de las embotelladoras, cervecerías, alimentos, licores, bebida no alcohólicas conserveras y parte los laboratorios farmacéuticos del Ecuador.
- Posee Infraestructura, equipos adecuados y tecnología de punta satisfaciendo las necesidades de sus clientes.

- Cumple con los más altos estándares de calidad y los procesos de producción están acorde a las políticas de protección del medio ambiente.
- Mejora constantemente los procesos con el objetivo de conservar y expandir su mercado.
- Invierte anualmente en mantenimiento, compra de nuevos equipos.

OPORTUNIDADES

- Es la única fábrica de envases de vidrio en el país.
- Desarrolla nuevas líneas de productos para que el cliente tenga una gama más amplia de variedad y lograr satisfacer sus necesidades.
- Cuenta permanentemente con el respaldo y asistencia técnica de personal calificado de Owens Illinois Inc, en programas de capacitación y soporte técnico.
- Está dentro de las plantas con menor costo por tonelada a nivel mundial del grupo de OI, esto permite ser más competitivos en el mercado externo.

DEBILIDADES

- Pocos proveedores para ciertas materias primas fundamentales como el caso de la arena.
- Ausencia de repuestos y partes de máquina para la producción al no haber otra planta fabricante de envases de vidrio.

AMENAZAS

- Presencia fuerte en el mercado de productos sustitutos como el tetrapack, latas y sachet.
- Escasos proveedores de materia prima localmente.

4.2.5 Estrategia

La estrategia comercial para los próximos 2 años que tiene CRIDESA es que el 15% de capacidad instalada de producción que actualmente se está vendiendo al exterior sea trasladada al mercado local, esto debido a que los márgenes en venta doméstica son mayores que los que se generan al vender a otro país. Temas de aranceles, permisos, tasas, fletes internacionales, etc. hacen menos atractivo estos mercados.

4.2.6 Evolución de cifras financieras

Ingresos Operacionales

Al 31 de diciembre del 2014, CRIDESA generó ingresos relacionados a su actividad comercial por US\$ 64,5 millones, reportando un incremento del 20.84% con respecto al 2013 (US\$ 53,4 millones), con un crecimiento promedio del 12.07% durante los últimos 4 años. Este incremento se debió principalmente por el aumento en capacidad de producción con la 4ta máquina en agosto del 2013 y al despunte en ventas que se tuvo en bebidas no alcohólicas al igual que las exportaciones al Caribe.

Gráfico 4.6: Evolución de ingresos (Millones de US\$)



Fuente: CRIDESA, Estados de Resultados 2011-2014

Costo de Ventas

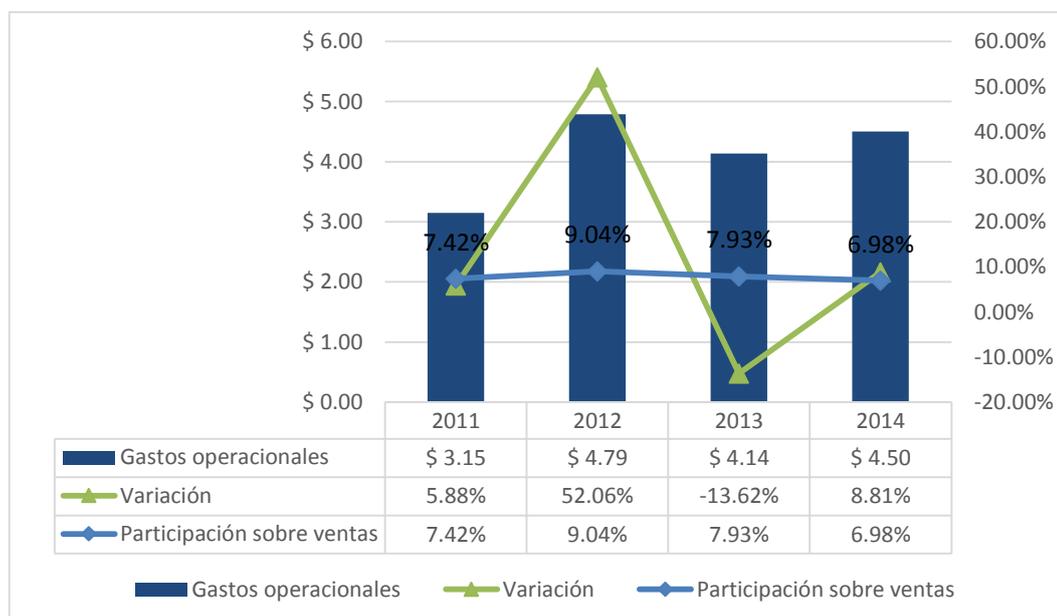
El costo de ventas creció de US\$ 32,2 millones en el 2013 a US\$ 36,3 millones, presentando un aumento del 12.79% con respecto al año anterior y con respecto al margen de ventas cerró en 56,26%, la más baja en los últimos 4 años debido a la reducción en el costo por tonelada producida que aportó el crecimiento de capacidad instalada en agosto del 2013.

Gráfico 4.7: Evolución de ingresos (Millones de US\$)

Fuente: CRIDESA, Estado de Resultados 2011-2014

Gastos Operativos

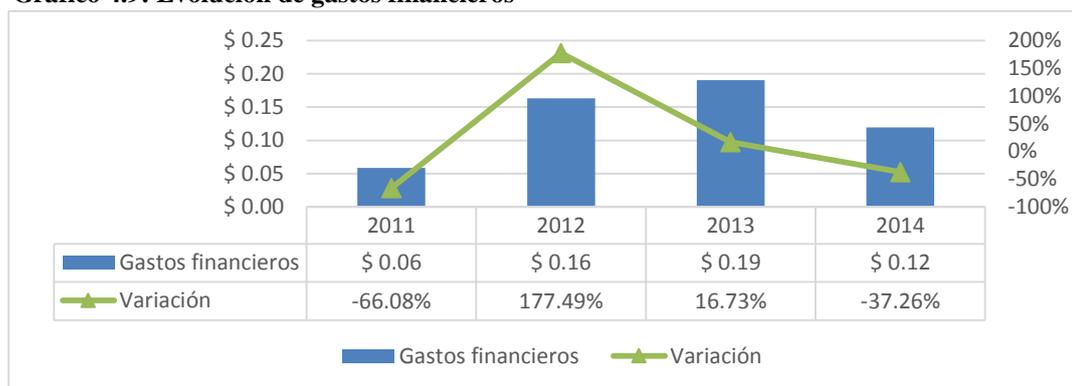
A diciembre del 2014 los gastos operativos alcanzaron US\$ 3,47 millones, una reducción de 16,05% con respecto al año anterior manteniendo la tendencia de reducción de gastos que se maneja desde el año 2013.

Gráfico 4.8: Evolución de gastos operacionales

Fuente: CRIDESA, Estado de Resultados 2011-2014

Gastos Financieros

Los gastos financieros en el 2014 fueron de US\$ 120 mil, siendo inferior al promedio de los 3 últimos años. Esto se debe a que la compañía no tiene deuda a corto ni largo plazo.

Gráfico 4.9: Evolución de gastos financieros

Fuente: CRIDESA, Estado de Resultados 2011-2014

Utilidad Neta

La utilidad neta registrada a cierre del 2014 fue de US\$ 14,5 millones, monto significativo que representó un crecimiento de 16,88% con respecto al 2013 el cual cerró en US\$ 12,4 millones. El crecimiento del año 2013 se debió a la venta de un terreno adyacente a la planta por un monto de US\$ 1,5 millones y proyectos de reducción de costos de operación que contribuyeron con aproximadamente US\$ 900.000 de ahorros en el año.

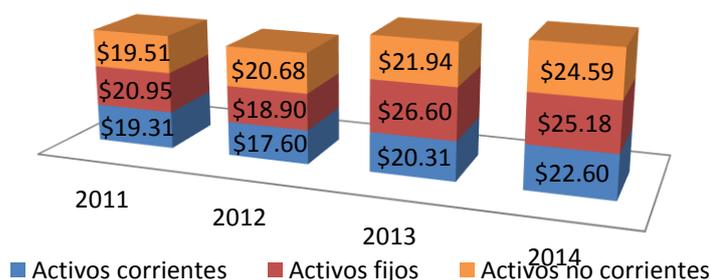
Gráfico 4.10 Evolución Utilidad Neta

Fuente: CRIDESA, Estados de Resultados 2011-2014

Estructura de Activos

A diciembre del 2014 los activos totales de Cristalería del Ecuador S.A. ascendieron a US\$ 72,37 millones un 26,57% mayor al cierre del 2012 debido a la incorporación de la máquina A4 en agosto del 2013 incrementando la capacidad de producción de la planta en casi 33%. Los activos corrientes representan el 31,22% mientras que los activos no corrientes el 68,77%.

Gráfico 4.11: Evolución y Composición de Activos (Millones de US\$)

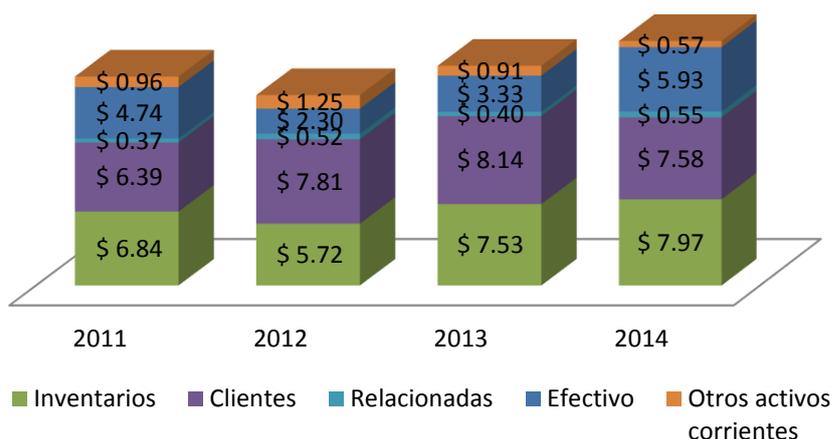


Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

Las cuentas por cobrar se ubicaron en US\$ 7,58 millones en el 2014 principalmente corresponde a cartera de clientes locales. La rotación de cartera fue de 42 días, esto debido a la política de cobros que mantiene con sus principales clientes.

Los inventarios cerraron el 2014 con US\$ 7,94 millones, con una ligera disminución con respecto al año 2013 (5,8%). Esta cifra se debe a las diferentes campañas de color que se tienen al año, es decir, si el horno está en color ámbar (café), es imposible realizar envases en color flint (transparente) o verde y por ende la compañía debe producir diferentes tonos considerando inventarios para 3 o 4 meses para no desatender a sus clientes.

Gráfico 4.12: Evolución y Composición de activos corrientes (Millones de US\$)



Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

Los activos fijos ascendieron en el 2014 a US\$ 25,18 millones, en el gráfico 4.13 se puede notar el incremento significativo del 40,8% entre el 2012 al 2013, como

se ha mencionado anteriormente se generó por el aumento de la capacidad de producción en agosto del 2013 con la nueva máquina A4.

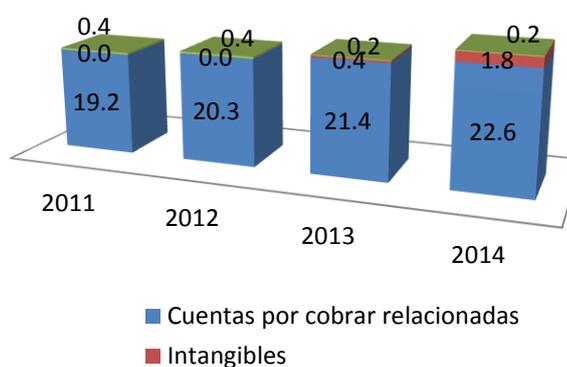
Gráfico 4.13: Evolución de activos fijos (Millones de US\$)



Fuente: CRIDESA, Balance General 2011-2014

En cuanto a los activos a largo plazo se puede notar en el gráfico 4.14 que las cuentas por cobrar a relacionadas ocupan en su mayoría este rubro, que corresponde a un préstamo que mantiene Cristalería del Ecuador S.A. a la filial en Holanda por US\$ 22,6 millones al 31 de diciembre del 2014.

Gráfico 4.14: Evolución y composición de activos no corrientes (Millones de US\$)



Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

Estructura de Pasivos

Al 31 de diciembre del 2014, el total de pasivos de Cristalería del Ecuador S.A. fue de US\$ 19,26 millones, de la cual el 86,6% correspondió a pasivos corrientes y 13,4% a pasivos no corrientes.

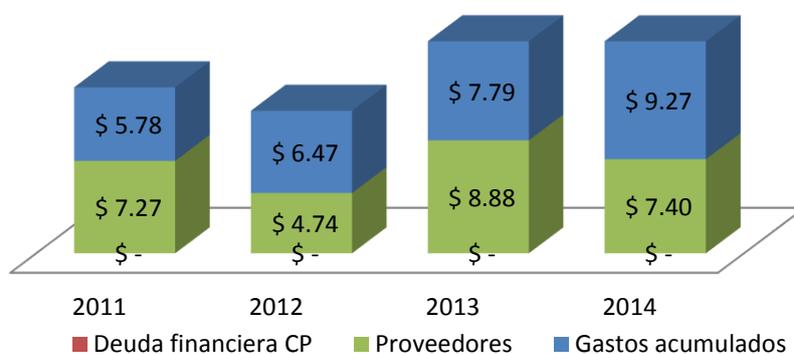
Gráfico 4.15: Evolución y composición de pasivos (Millones de US\$)



Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

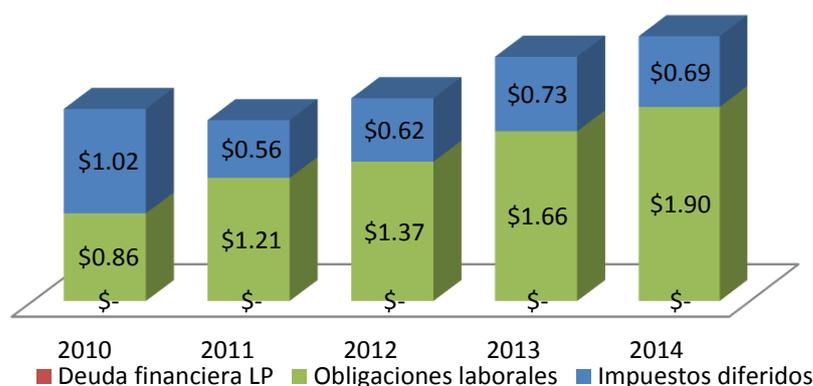
En cuanto a los pasivos a corto plazo, las cuentas por pagar a proveedores ocupa el 44,4% con un monto de US\$ 7,4 millones al cierre del 2014. Presenta una rotación de 71 días entre proveedores locales y del exterior. Entre las políticas de compras globales el objetivo es subir a 90 días de crédito. La compra de materia prima importada es la que más afecta a este rubro en especial la Soda Ash la cual se importa 3 veces por año.

Gráfico 4.16: Evolución y composición de pasivos corrientes (Millones de US\$)



Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

Los pasivos a largo plazo están conformados principalmente por obligaciones laborales como jubilación patronal y bonificación por desahucio con un monto de US\$ 1,9 millones al 31 de diciembre del 2014 e impuestos diferidos por US\$ 0,69 millones. No posee valores por deuda financiera.

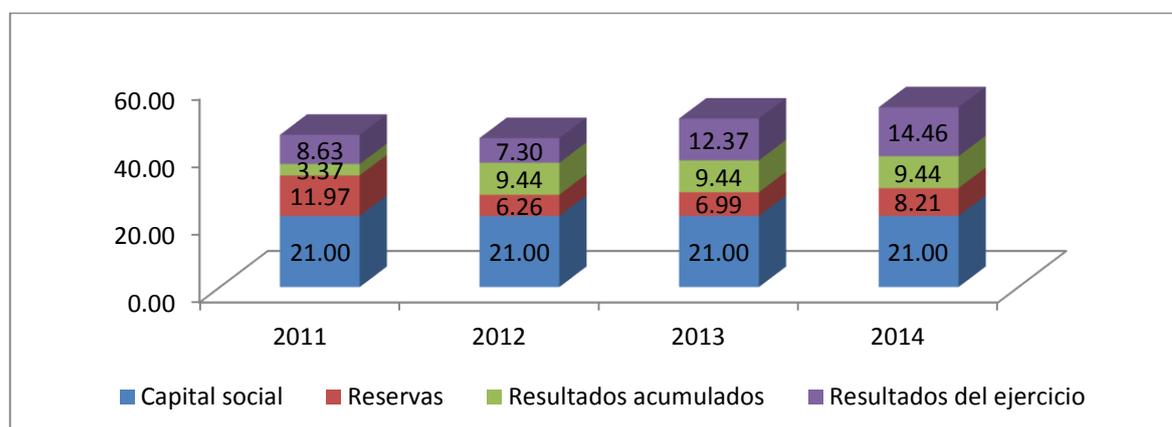
Gráfico 4.17: Evolución y composición de pasivos no corrientes (Millones de US\$)

Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2010-2014

Estructura de Patrimonio

El patrimonio de Cristalería del Ecuador S.A. creció 6,65% subiendo de US\$ 49,8 millones al 31 de diciembre del 2013 a US\$ 53,11 en diciembre del 2014 debido a las utilidades del ejercicio.

Al 31 de diciembre del 2014 el capital social suscrito es de 21 millones de acciones de US\$ 1 por acción. El capital social representa el 39,54% del patrimonio de la compañía.

Gráfico 4.18: Evolución y composición del patrimonio (Millones de US\$)

Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

Estructura de Capital

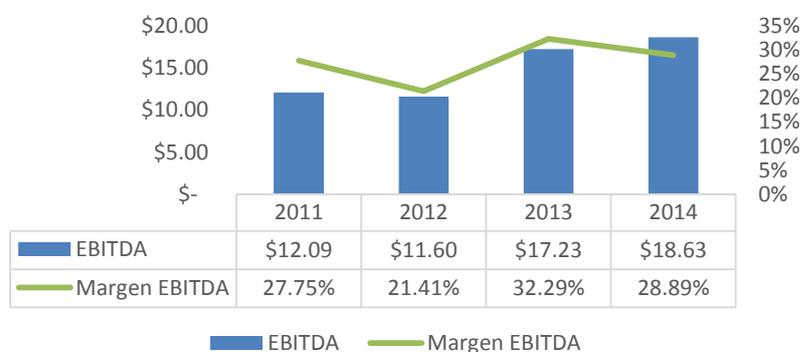
La estructura de capital de CRIDESA está compuesta a diciembre del 2014 por US\$ 53,11 millones de inversión accionaria y US\$ 19,26 millones de pasivo, señalando una relación de 0.36 entre ambas fuentes de fondos, situación que se ha mantenido en los dos últimos años. También se denota un crecimiento de 6.66% con respecto al 2013.

Gráfico 4.19 Evolución y Composición de Capital (Millones de US\$)

Fuente: CRIDESA, Balances Generales 2011-2014

Análisis de Indicadores

El EBITDA mantiene un comportamiento creciente con un notable ascenso pasando de US\$ 11,6 millones en diciembre del 2012 a US\$ 17,23 millones al final del 2013, un incremento de 48,5%. Esto debido al crecimiento del mercado de bebidas no alcohólicas y a que en el 2012 se importó envases desde Colombia y Perú.

Gráfico 4.20: Evolución EBITDA (Millones de US\$)

Fuente: CRIDESA, Estados Financieros 2011-2014

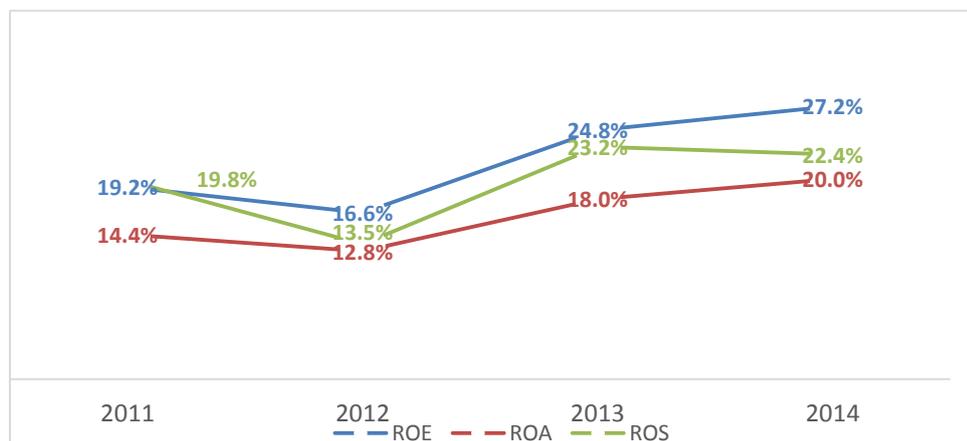
Con respecto a los indicadores de rentabilidad, todos muestran una tendencia creciente a partir del año 2012, con un ROE (Retorno sobre el patrimonio) de 27,2% a diciembre del 2014; esto se debe al crecimiento del patrimonio y de la utilidad neta.

El ROA (Retorno sobre Activos) del 2014 alcanzó el 20%; siendo superior a la de los 4 últimos años; generado por el incremento de activos totales y de utilidad neta; ganando valor la empresa.

El ROS (Retorno sobre Ventas) al 31 de diciembre del 2014 es del 22.4% con una ligera reducción con respecto al 2013 (23.2%); se originó porque el incremento de las ventas fue superior al de la utilidad neta.

La compañía CRIDESA. muestra rentabilidades altas, muy superiores a las de otras compañías dentro del sector de empaques. (Ver cuadro 4.7)

Gráfico 4.21: Evolución de rentabilidad



Fuente: CRIDESA, Estados Financieros 2011-2014

Cuadro 4.7: Índice de rentabilidad empresas del sector

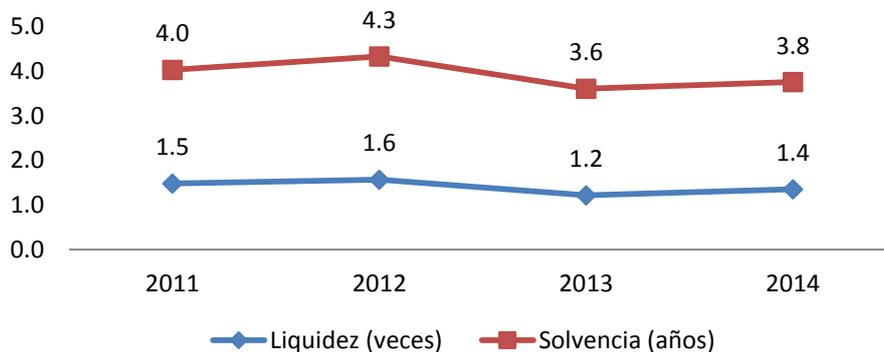
2013	Cridesa	Fadesa	Latienvases	Tetra Pak Cia Ltda
Utilidad	12.369	4.762	0.418	0.207
Ventas	53.352	110	16.809	44.327
Activo	68.847	133	22.229	32.348
Patrimonio	49.78	64.462	10.095	0.559
ROS	23.18%	4.33%	2.49%	0.47%
ROA	17.97%	3.58%	1.88%	0.64%
ROE	24.85%	7.39%	4.14%	37.03%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Estados Financieros 2013

En su ratio de liquidez se muestra que es 1,4 veces en el año 2014 por el crecimiento de los pasivos corrientes en relación al de los activos corrientes.

Al cierre del 2014, el indicador de solvencia señala que la empresa podría saldar el total de sus pasivos en 3.8 años, tiempo menor al indicador del 2012 (4.3 años).

El índice de endeudamiento no se calcula debido a que la compañía no posee deuda financiera a corto y largo plazo.

Gráfico 4.22: Evolución de índices de solvencia, liquidez y endeudamiento

Fuente: CRIDESA, Estados Financieros 2011-2014

4.3 Estimación de flujos de caja proyectados

Para la valoración de Cristalería del Ecuador S.A. se determinó en el capítulo 3 que el método que más se ajusta es el de flujo de caja libre descontado siguiendo el enfoque FCF ya que CRIDESA no posee deuda. Este no solo considera los resultados obtenidos hasta ahora por la compañía, también recoge el crecimiento futuro que se puede generar, determinado a partir de una proyección de resultados esperados bajo ciertos supuestos.

Para la estimación de los flujos de caja libre, se proyectará un horizonte de planeación de 5 años, que es el más comúnmente usado ya que las estimaciones pueden ser más acertadas.

Como primer paso, se consideran los supuestos que se tomarán en cuenta para la proyección, estos supuestos fueron generados con la ayuda de la Gerencia Financiera de Cristalería del Ecuador S.A., y se presentan a continuación:

Cuadro 4.8: Supuestos para la proyección de flujos de caja

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento de ingresos	3%	3%	3%	3%	3%	
Costo de Ventas sobre ventas	58%	58%	58%	58%	58%	
Gastos operativos sobre ventas	7%	7%	7%	7%	7%	
Gastos financieros sobre ventas	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
Tasa impositiva - 15% Part. Trabajadores	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
Tasa impositiva - Impuesto Renta	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	
Capex	\$2MM	\$2MM	\$2MM	\$2MM	\$2MM	
Variación Capital de trabajo (% ventas)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
Crecimiento depreciación	\$3 MM					
Crecimiento perpetuo						3%

Fuente: Elaborado por los autores.

Se espera un crecimiento en ventas del 3% anual en todos los años, un porcentaje bajo si se lo compara a los obtenidos en el 2013 y 2014 pero obedece al no crecimiento en capacidad de producción en un horizonte a 5 años. Los costos de ventas y gastos operativos se espera una tendencia similar a la de años pasados con un % sobre las ventas de 58% y 7% respectivamente. La Gerencia no prevé endeudarse en los próximos años.

Se espera un gasto en Capex de US\$ 2 millones por año, que es el promedio de los últimos años y en depreciación se considera US\$ 3 millones por año, este se ve incrementado en comparación a años anteriores por la incorporación de la nueva máquina A4.

Para el crecimiento perpetuo se toma como base el crecimiento esperado en ventas del 3% ya que se estima sea ese el crecimiento sin inversión significativa.

El Impuesto a la Renta a partir del 2015 cambió ya que de acuerdo al Reglamento a la Ley de Incentivos Producción Prevención Fraude Fiscal (2014) en el Art. 7 determina que si la composición societaria de menor imposición al 50% correspondiente a paraísos fiscales se aplica a dicha composición el 25%, mientras que el impuesto atribuible al resto de dividendos será del 22%. Considerando estos cambios fiscales y asumiendo que la composición societaria será igual; se calcula el promedio ponderado del Impuesto a la Renta en 22.3%.

Cuadro 4.9: Impuesto a la Renta ponderado

PAIS	COMPOSIC. SOCIETARIA	I. RENTA	PROMEDIO PONDERADO I.RENTA
Paraíso Fiscal	12%	25%	3,1%
Otros Países	87%	22%	19,2%
			22,3%

Fuente: Superintendencia de Compañía, Composición Societaria CRIDESA

El flujo de caja libre se obtiene tomando los beneficios operativos después de impuestos y se le agrega la depreciación y amortización, se considera la variación neta del capital de trabajo y se resta la inversión en activos fijos.

Cuadro 4.10: Flujo de caja proyectado a 5 años

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	67,675,620	69,705,888	71,797,065	73,950,977	76,169,506
(-) Costo de Ventas	39,251,859	40,429,415	41,642,298	42,891,566	44,178,313
Utilidad Bruta	28,423,760	29,276,473	30,154,767	31,059,410	31,991,193
(-) Gastos Operativos	4,737,293	4,879,412	5,025,795	5,176,568	5,331,865
(-) Gastos Financieros	203,027	209,118	215,391	221,853	228,509
EBIT	23,483,440	24,187,943	24,913,581	25,660,989	26,430,819
(-) Participación de Trabajadores (15%)	3,522,516	3,628,191	3,737,037	3,849,148	3,964,623
(-) Imp. Renta (22.3%)	4,451,286	4,584,825	4,722,369	4,864,040	5,009,962
Utilidad Operativa Neta después de Imp.	15,509,638	15,974,927	16,454,175	16,947,800	17,456,234
(+) Depreciaciones	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
(-) Capital de Trabajo Neto (Variaciones)	338,378	348,529	358,985	369,755	380,848
(-) CAPEX	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Flujo de Caja Libre	16,171,260	16,626,398	17,095,190	17,578,045	18,075,387

Fuente: CRIDESA, Proyecciones de Flujo de Caja

4.4 Estimación de las tasas de descuento

La tasa de descuento que se usará para traer a valor presente los flujos de caja libre va a estar en función de una prima de riesgo del mercado (PRM_{US}), la tasa libre de riesgo (R_f), un beta desapalancado (β) y el default spread de Ecuador ($Spread$).

$$Kp = R_f + [\beta * PRM_{US}] + Spread$$

Para la tasa R_f se utiliza como referencia los T-Bonds a 30 años al 10 de febrero del 2015 del portal financiero de yahoo, esto debido a que uno de nuestros supuestos es que la compañía siga en el mercado por muchos años más.

El procedimiento que seguimos para calcular un mejor β fue tomar el de 3 industrias principales, bebidas alcohólicas, bebidas no alcohólicas y procesadoras de alimentos, para hallar un promedio ponderado entre ellas en función de las ventas en dólares del año 2014¹.

La PRM_{US} fue tomada de la página web de Damodaran, la PRM histórica de Estados Unidos al considerar que el mercado bursátil de ese país es altamente desarrollado y muestra la situación de los mercados con más agilidad que el mercado bursátil de Ecuador.

El SPREAD de Ecuador fue calculado mediante promedio de los valores diarios desde el 12 de enero al 12 de febrero del 2015, nuestra fuente fue la página web ambito.com ya que mostraba datos actualizados hasta esa fecha, no así el portal del Banco Central del Ecuador.

Cuadro 4.11: Cálculo de costo patrimonial (K_p)

Simbología	Rubro	Valor	Fuente
B	Beta desapalancado	0.71	Betas promedio por sector (www.damodaran.com)
Rf	tasa libre de riesgo	2.58%	Página web del portal www.finance.yahoo.com al 10 de febrero del 2015
PRMus	Prima de riesgo de mercado	4.60%	Retorno de las acciones menos retorno de los T-Bonds de la página web www.damodaran.com
Spread	Default spread Ecuador	8.87%	Sección de economía del Portal www.ambito.com
Kp	Costo patrimonial ajustado	14.72%	$K_p = R_f + [\beta * PRMus] + Spread$

Fuente: Elaborado por los autores

4.5 Estimación de valores residuales

Para el cálculo del valor residual se consideró utilizar la fórmula de crecimiento de Gordon que consiste en una perpetuidad en la que se asume que la empresa continuará creciendo indefinidamente a un ritmo constante. De forma práctica,

¹ Los betas fueron tomados de la página web de Damodaran

se toma el último valor en el año 5 y se asume que ese flujo crecerá de manera perpetua a una tasa de crecimiento constante, en nuestro caso es del 3%.

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Flujo de Caja } (t_n) * (1 + \text{tasa de crecimiento})}{\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento}}$$

Cuadro 4.12: Cálculo del Valor Residual

Flujo de caja año 2019	18,075,387
Tasa de crecimiento	3%
Costo patrimonial ajustado	14.72%
Valor residual	158,907,888

Fuente: CRIDESA, Proyecciones Estados Financieros

4.6 Análisis de escenarios

En la sección anterior se mostraron los resultados bajo supuestos de un escenario conservador pero no necesariamente el mercado evoluciona de manera en que se espera, por esta razón a continuación se realizará el cálculo de 2 escenarios más: uno optimista y el otro pesimista.

Para el escenario optimista se evaluó considerar los siguientes supuestos:

- Crecimiento del mercado de bebidas no alcohólicas por la caída de importaciones de esta industria, aumentará el consumo de productos nacionales según Indicadores Macroeconómicos del INEC, 2014.
- Reducción de 0.5% por año en el costo de producción hasta llegar al 56% sobre las ventas.
- Aumentar la tasa de crecimiento perpetua a 4%.

Los supuestos para el escenario optimista se detallan a continuación:

Cuadro 4.13: Supuestos escenario optimista

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en ingresos	6%	5%	4%	3%	3%	
Costo de Ventas sobre ventas	58%	57.5%	57.0%	56.5%	56.0%	
Gastos operativos sobre ventas	7%	7%	7%	7%	7%	
Gastos financieros sobre ventas	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
Tasa imp. - 15% Part. Trabajadores	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
Tasa impositiva - Impuesto Renta	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	
Capex	\$2MM	\$2MM	\$2MM	\$2MM	\$2MM	
Variac. Capital de trabajo (% ventas)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
Crecimiento depreciación	\$3 MM					
Crecimiento perpetuo						4%

Fuente: Elaborado por los autores.

Para el escenario pesimista se considerarán los siguientes supuestos:

- Disminución en la tasa de crecimiento en ventas de los envases de vidrio debido a las restricciones de importación, con esta medida se podría desarrollar el mercado de las latas con la instalación de una planta.
- Aumento en los costos de producción al 65% sobre la venta debido a las restricciones de importación, esto provoca un incremento en los precios de la materia prima importada.
- Disminución de la tasa de crecimiento perpetua a 2%.
- Aumentar el riesgo país en 3 puntos porcentuales.

El cuadro con los supuestos del escenario pesimista se presenta a continuación:

Cuadro 4.14: Supuestos escenario pesimista

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Crecimiento en ingresos	2%	2%	2%	3%	3%	
Costo de Ventas sobre ventas	62%	62%	62%	62%	62%	
Gastos operativos sobre ventas	7%	7%	7%	7%	7%	
Gastos financieros sobre ventas	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
Tasa impositiva - 15% Part. Trabajadores	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
Tasa impositiva - Impuesto Renta	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	
Capex	\$2MM	\$2MM	\$2MM	\$2MM	\$2MM	
Variación Capital de trabajo (% ventas)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
Crecimiento depreciación	\$3 MM					
Crecimiento perpetuo						2%

Fuente: Elaborado por los autores.

CAPÍTULO V

5 VALORACIÓN FINANCIERA DE CRISTALERÍA DEL ECUADOR S.A.

El valor de la compañía mediante el método de flujos de caja descontados según el enfoque FCF es el valor actual de los flujos de caja proyectados descontados a la tasa del costo patrimonial.

Mediante lo expuesto, el valor financiero de Cristalería del Ecuador S.A. bajo un escenario conservador es de **US\$ 137'291.875,17**.

Cuadro 5.15: Cálculo del valor financiero CRIDESA (Escenario esperado)

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	67.675.619,55	69.705.888,14	71.797.064,78	73.950.976,72	76.169.506,03
(-) Costo de Ventas	39.251.859,34	40.429.415,12	41.642.297,57	42.891.566,50	44.178.313,49
Utilidad Bruta	28.423.760,21	29.276.473,02	30.154.767,21	31.059.410,22	31.991.192,53
(-) Gastos Operativos	4.737.293,37	4.879.412,17	5.025.794,53	5.176.568,37	5.331.865,42
(-) Gastos Financieros	203.026,86	209.117,66	215.391,19	221.852,93	228.508,52
EBIT	23.483.439,98	24.187.943,18	24.913.581,48	25.660.988,92	26.430.818,59
(-) Particip. de Trab. (15%)	3.522.516,00	3.628.191,48	3.737.037,22	3.849.148,34	3.964.622,79
(-) Imp Renta (22.3%)	4.451.286,05	4.584.824,63	4.722.369,37	4.864.040,45	5.009.961,66
Ut. Op. Neta despues de Imp.	15.509.637,94	15.974.927,08	16.454.174,89	16.947.800,13	17.456.234,14
(+) Depreciaciones	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00
(-) Capital de Trabajo Neto (Variaciones)	338.378,10	348.529,44	358.985,32	369.754,88	380.847,53
(-) CAPEX	2.000.000,00	2.000.000,00	2.000.000,00	2.000.000,00	2.000.000,00
Flujo de Caja Libre	16.171.259,84	16.626.397,63	17.095.189,56	17.578.045,25	18.075.386,61
Valor Residual					158.907.888,41
Flujo de Caja a Descontar	16.171.259,84	16.626.397,63	17.095.189,56	17.578.045,25	176.983.275,02
Valor Esperado de la Compañía Tasa 14,72%	\$ 137.291.875,17				

Fuente: Elaborado por los autores.

El valor financiero de Cristalería del Ecuador S.A. bajo un escenario optimista es de **US\$ 159'936.585,40**.

Cuadro 5.16: Cálculo del valor financiero CRIDESA (Escenario optimista)

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	69.646.754	73.129.092	76.054.255	78.335.883	80.685.960
(-) Costo de Ventas	40.395.117	42.049.228	43.350.926	44.259.774	45.184.137
Utilidad Bruta	29.251.637	31.079.864	32.703.330	34.076.109	35.501.822
(-) Gastos Operativos	4.875.273	5.119.036	5.323.798	5.483.512	5.648.017
(-) Gastos Financieros	208.940	219.387	228.163	235.008	242.058
EBIT	24.167.424	25.741.440	27.151.369	28.357.590	29.611.747
(-) Particip. de Trab. (15%)	3.625.114	3.861.216	4.072.705	4.253.638	4.441.762
(-) Imp Renta (22.3%)	4.580.935	4.879.290	5.146.542	5.375.181	5.612.907
Ut. Op. Neta despues de Imp.	15.961.375	17.000.934	17.932.122	18.728.770	19.557.078
(+) Depreciaciones	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
(-) Capital de Trabajo Neto (Variaciones)	348.234	365.645	380.271	391.679	403.430
(-) CAPEX	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Flujo de Caja Libre	16.613.141	17.635.289	18.551.851	19.337.091	20.153.649
Valor Residual					195.593.454
Flujo de Caja a Descontar	16.613.141	17.635.289	18.551.851	19.337.091	215.747.103
Valor Esperado de la Compañía Tasa 14,72%	\$ 159.936.585,40				

Fuente: Elaborado por los autores.

Si al contrario se supone un escenario pesimista, el valor financiero de Cristalería del Ecuador S.A. sería de **US\$ 91'358.277,30**.

Cuadro 5.17: Cálculo del valor financiero CRIDESA (Escenario pesimista)

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	67.018.574,70	68.358.946,19	69.726.125,12	71.817.908,87	73.972.446,14
(-) Costo de Ventas	41.551.516,31	42.382.546,64	43.230.197,57	44.527.103,50	45.862.916,61
Utilidad Bruta	25.467.058,39	25.976.399,55	26.495.927,54	27.290.805,37	28.109.529,53
(-) Gastos Operativos	4.691.300,23	4.785.126,23	4.880.828,76	5.027.253,62	5.178.071,23
(-) Gastos Financieros	201.055,72	205.076,84	209.178,38	215.453,73	221.917,34
EBIT	20.574.702,43	20.986.196,48	21.405.920,41	22.048.098,02	22.709.540,96
(-) Particip. de Trab. (15%)	3.086.205,36	3.147.929,47	3.210.888,06	3.307.214,70	3.406.431,14
(-) Imp Renta (22.3%)	3.899.934,85	3.977.933,54	4.057.492,21	4.179.216,98	4.304.593,49
Ut. Op. Neta despues de Imp.	13.588.562,22	13.860.333,47	14.137.540,14	14.561.666,34	14.998.516,33
(+) Depreciaciones	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00
(-) Capital de Trabajo Neto (Variaciones)	335.092,87	341.794,73	348.630,63	359.089,54	369.862,23
(-) CAPEX	2.000.000,00	2.000.000,00	2.000.000,00	2.000.000,00	2.000.000,00
Flujo de Caja Libre	14.253.469,35	14.518.538,74	14.788.909,51	15.202.576,80	15.628.654,10
Valor Residual					101.433.107,54
Flujo de Caja a Descontar	14.253.469,35	14.518.538,74	14.788.909,51	15.202.576,80	117.061.761,64
Valor Esperado de la Compañía Tasa 17,72%	91.358.277,30				

Fuente: Elaborado por los autores.

De acuerdo al panorama macroeconómico que nuestro país está teniendo en estos momentos, la reducción del precio de petróleo, la subida de aranceles e impuestos, a las inversiones que están realizando algunos sectores industriales y sumado a los buenos resultados que ha tenido los últimos años CRIDESA, se ha determinado probabilidades de acontecimiento de los escenarios mostrados anteriormente, siendo así que al escenario esperado se le asignó una probabilidad del 50%, al optimista 20% y al

pesimista una probabilidad del 30%. De esta forma se alcanza un valor ponderado de la compañía de **US\$ 128'040.737,86**.

Cuadro 5.18: Valor financiero ponderado de CRIDESA

Escenarios	Valor Empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Pesimista	\$ 91,358,277.30	30%	\$ 27,407,483.19
Esperado	\$ 137,291,875.17	50%	\$ 68,645,937.58
Optimista	\$ 159,936,585.40	20%	\$ 31,987,317.08
TOTAL			\$ 128,040,737.86

Fuente: Elaborado por los autores.

CONCLUSIONES

La valoración de empresas es de gran utilidad ya que nos puede ayudar a obtener referencia de su valor y cuantificar el éxito o fracaso de algún cambio de estrategia que la dirección haya tomado en el transcurso de tiempo.

Se ha justificado en los capítulos anteriores que para una correcta valoración es necesario contar con información financiera efectiva y precisa al igual de tener conocimiento del entorno en donde esta se desenvuelve.

La selección del método de valoración dependerá del evaluador ya que existen varios a disposición, para esto es necesario revisar con que información se cuenta, el tipo de industria de la compañía y el entorno económico.

El método de flujo de caja descontado es el comúnmente usado por la mayoría de los analistas financieros y es sugerido por los expertos por la relación directa entre los flujos de caja y el precio de las acciones en bolsa.

CRIDESA es una de las empresas con mayor % de ganancias en la industria ecuatoriana, ha experimentado crecimientos importantes en los últimos dos años y tiene perspectivas de crecimiento a través de sus filiales en Latinoamérica.

El mercado de envases es dinámico, por los avances tecnológicos cada día se experimentan nuevas alternativas de envases y nuevos diseños pero en cuanto a la conservación ambiental el vidrio muestra una singularidad ventaja respecto a sus sustitutos y esto hace que no pierda importancia.

Considerando la caída del precio del petróleo, el incremento de aranceles y las nuevas reformas tributarias se podría esperar que la compañía no sea impactada significativamente para los planes de crecimiento de la misma.

La valoración que se ha realizado en esta tesis establece un rango de valores posibles en los que puede estar la compañía. En el caso de CRIDESA los valores oscilan entre US\$ 90 y US\$ 160 millones, alcanzando un promedio ponderado de US\$ 128 millones.

Se estimó que el valor económico de cada acción sea de US \$ 6,10 considerando el valor ponderado; sin embargo en el mercado bursátil según el Reporte Trimestral de Noviembre 2014 a Febrero del 2015 de la Bolsa de Valores de Guayaquil es de US \$ 5,10; definiendo que el precio de la acción que se cotiza en Bolsa está subvaluado de acuerdo al estudio realizado.

REFERENCIAS

- Aguirre, M. Poderes Inteligencia Política. (2014). *El PIB creció 4.91% en el primer trimestre 2014*, <http://poderes.com.ec/>
- Álvarez, R., García K, Borraez, A.. (2006). *Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados*.
- Benítez, G, (2013). *Programa de Maestría en Finanzas y Gestión de Riesgos. Valoración de empresas aplicación del modelo Black and Scholes*.
- Bolsa de Valores de Guayaquil. *Portal información precio de acciones*, <http://www.bolsadevaloresguayaquil.com/>
- CRIDESA. (2011). *Estados Financieros 2011*
- CRIDESA. (2012). *Estados Financieros 2012*
- CRIDESA. (2013). *Estados Financieros 2013*
- CRIDESA. (2014). *Estados Financieros 2014*
- CRIDESA. (2014). *Estudio de Mercado 2012*
- CRIDESA. (2014). *Reporte de Ventas 2014*
- Damodaran. (2014). *Betas by sector*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Diario El Comercio. (2011). *Los envases plásticos llenan un 60% del mercado nacional*. <http://www.elcomercio.com.ec/actualidad/negocios/>
- Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2014). *Informe evolución de la Balanza Comercial Enero-Mayo 2014*.
- Ecuador. Servicio de Rentas Internas. (2014). *Ley de Incentivos Producción Prevención Fraude Fiscal*.
- Ekos. (2014). *Perspectivas económicas 2015*. <http://www.ekosnegocios.com/negocios/>
- Fernández, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos de compañías comparables*.
- Fernández, P. (2008). *Método de Valoración de empresas*.
- Fernández, P. (2008). *Valoración de empresas por descuentos de flujos: diez métodos y siete teorías*.
- Galindo, L. (2005). *Fundamentos de Valoración de empresas*.
- García, P. (2008). *El método de valoración por múltiplos*. Colección finanzas. (pp. 1-3)

- Gutierrez, A., Martínez,D., (2012). *Valoración de empresas por flujos de caja descontados*, (pp.1–56).
- Inversor Ediciones, S.L. (2013). *Manual de Cómo Valorar una empresa cotizada* <https://www.caixabank.com/>
- Jenkins, M. (2008). *Método de valoración de empresas*.
- López, G. (2005). *Método de Valuación de Empresas por descuento de flujos*.
- López, G. (2003). *Finanzas Corporativas*.
- Lubian, F., De Luna, W. (2001). *Valoración de empresas en la práctica*.
- Mileti, M., Berry, A., y Fanucci, G (2004). *El valor empresa y la contabilidad*. Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas Escuela de Contabilidad, (pp.1–8).
- Neffa, G. (2014). *El EBITDA, o la aproximación a la generación de caja operativa*
- Pascual, L., González, L, Ayala, J.(2006). *Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos*.
- Pereyra, M. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*.
- Superintendencia de Compañías. *Portal información empresas*. <http://www.supercias.gob.ec/portalinformacion/portal/index.php>
- Titman, S., Martin, J. (2002). *Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa*.
- US Treasury Rates. (2014). <http://finance.yahoo.com/bonds>

ANEXOS

Años	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos Operacionales	\$ 41.6	\$ 43.6	\$ 54.2	\$ 53.4	\$ 64.5
Ingresos Financieros		\$ 1.1	\$ 1.2	\$ 1.2	\$ 1.2
Total Ingresos	\$ 41.6	\$ 44.6	\$ 55.3	\$ 54.5	\$ 65.7
Variación	0%	7.12%	24.56%	-1.46%	20.96%

	2010	2011	2012	2013	2014
Costo de Ventas	\$ 27.3	\$ 28.5	\$ 37.9	\$ 32.2	\$ 36.3
Otros costos de venta					\$ 2.9
Total Costos	\$ 27.3	\$ 28.5	\$ 37.9	\$ 32.2	\$ 39.1
Variación	0%	4.51%	33.15%	-15.24%	12.79%
Participación sobre ventas	65%	65.41%	70.05%	60.28%	56.26%

	2010	2011	2012	2013	2014
Gastos operacionales	\$ 2.97	\$ 3.15	\$ 4.79	\$ 4.14	\$ 4.50
Variación	0.00%	5.88%	52.06%	-13.62%	8.81%
Participación sobre ventas	7.14%	7.23%	8.84%	7.75%	6.98%

	2010	2011	2012	2013	2014
Gastos financieros	\$ 0.17	\$ 0.06	\$ 0.16	\$ 0.19	\$ 0.12
Variación	0.00%	-66.08%	177.49%	16.73%	-37.26%

	2010	2011	2012	2013	2014
Utilidad neta	\$ 7.4	\$ 8.6	\$ 7.3	\$ 12.4	\$ 14.5
Variación	0%	15.83%	-15.37%	69.45%	16.88%

	2010	2011	2012	2013	2014
Activos corrientes	15.55	19.31	17.60	20.31	22.60
Activos fijos	22.40	20.95	18.90	26.60	25.18
Activos no corrientes	18.51	19.51	20.68	21.94	24.59

	2011	2012	2013	2014
Cuentas por cobrar relacionadas	19.2	20.3	21.4	22.6
Intangibles	0.0	0.0	0.4	1.8
Otros activos no corrientes	0.4	0.4	0.2	0.2

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivo corriente	10.91	13.05	11.21	16.68	16.67
Pasivo no corriente	1.88	1.77	1.98	2.39	2.59

	2010	2011	2012	2013	2014
Capital social	21.00	21.00	21.00	21.00	20.98
Reservas	11.97	11.97	6.26	6.99	8.22
Resultados acumulados	3.25	3.37	9.44	9.44	9.44
Resultados del ejercicio	7.45	8.63	7.30	12.37	14.46

	2011	2012	2013	2014
ROE	19.2%	16.6%	24.8%	27.2%
ROA	14.4%	12.8%	18.0%	20.0%
ROS	19.8%	13.5%	23.2%	22.4%

	2010	2011	2012	2013	2014
Liquidez (veces)	1.4	1.5	1.6	1.2	1.4
Solvencia (años)	4.4	4.0	4.3	3.6	3.8