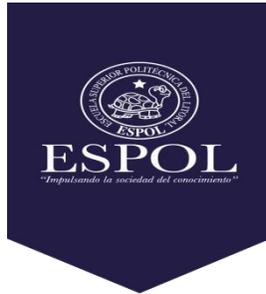


ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



FCSH

**FACULTAD DE CIENCIAS
SOCIALES Y HUMANÍSTICAS**

**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
MARINE SALT C.A”**

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previo a la obtención del Título de:

ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL

Presentado por:

LIUVA NAJIYA JURADO GÁLVEZ

ADRIANA GABRIELA MATA LUNA

Guayaquil – Ecuador

2016

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

M.Sc. Washington Macías Rendón

DIRECTOR DE MATERIA DE TITULACIÓN

DECLARACIÓN EXPRESA

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

LIUVA NAJIYA JURADO GÁLVEZ

ADRIANA GABRIELA MATA LUNA

ÍNDICE GENERAL

TRIBUNAL DE TITULACIÓN	II
DECLARACIÓN EXPRESA	III
ÍNDICE GENERAL	IV
RESUMEN.....	VIII
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	IX
ÍNDICE DE TABLAS.....	X
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 LA LITERATURA	- 3 -
2.1 Definición de valoración de empresas y objetivos	- 3 -
2.2 Métodos de Valoración de empresas	- 3 -
2.2.1 Métodos de Balance.....	- 4 -
Valor contable	- 4 -
2.2.2 Métodos basados en Cuentas de resultados	- 4 -
Múltiplos de las ventas.....	- 5 -
2.2.3 Métodos Mixtos o Goodwill.....	- 5 -
Método clásico	- 5 -
2.2.4 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos	- 5 -
Flujo de fondos libre (FCF)	- 7 -
Flujo de fondos disponible para accionista (CFac)	- 7 -
2.2.5 Métodos basados en Opciones.....	- 8 -
CAPÍTULO III.....	- 9 -
3 METODOLOGÍA	- 9 -

3.1	Justificación del método de valoración seleccionado	- 9 -
3.2	Descripción del modelo de valoración seleccionado	- 9 -
3.2.1	Análisis de datos históricos.....	- 9 -
3.2.2	Análisis de los ratios financieros históricos.....	- 10 -
3.2.3	Proyección de los estados financieros	- 11 -
3.2.4	La tasa de descuento	- 11 -
3.2.5	El valor residual	- 11 -
3.2.6	Valor presente neto	- 11 -
3.2.7	Simulación de Montecarlo	- 12 -
3.3	Fuentes de información.....	- 12 -
CAPÍTULO IV		- 13 -
4	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	- 13 -
4.1	Análisis del entorno de la empresa	- 13 -
4.1.1	Análisis Macroeconómico	- 13 -
	Crecimiento del Producto Interno Bruto	- 13 -
	Inflación	- 15 -
	Balanza comercial	- 15 -
	Conclusión sobre el impacto de las variables macroeconómicas	- 16 -
4.1.2	Análisis Microeconómico.....	- 17 -
	Contribución al PIB del Sector Extracción de Minas y Canteras al PIB.....	- 17 -
	VAB por Industria	- 17 -
	Consumo Intermedio de Industrias.....	- 18 -
4.2	Análisis de la empresa.....	- 18 -
4.2.1	Aspectos no financieros.....	- 18 -
	Estrategias.....	- 18 -
	Misión y Visión	- 19 -
	Calidad del recurso humano	- 19 -
	Marca	- 19 -
	Análisis de las Fuerzas de Porter	- 20 -
	Poder de negociación con clientes	- 20 -
	La rivalidad entre los competidores	- 21 -
	Amenaza de productos sustitutos.....	- 21 -

El poder de negociación con proveedores de insumos	- 21 -
La amenaza de nuevos competidores	- 21 -
Análisis FODA.....	- 21 -
Fortalezas.....	- 21 -
Oportunidades.....	- 22 -
Amenazas	- 22 -
4.2.2 Análisis financiero.....	- 22 -
Activos.....	- 23 -
Inventarios	- 24 -
Pasivos	- 25 -
Patrimonio	- 26 -
Ingresos por Ventas.....	- 26 -
Costos de Venta	- 27 -
Gastos Administrativos y de Ventas.....	- 28 -
Gastos financieros	- 29 -
Utilidades netas	- 29 -
Ratios de Liquidez.....	- 30 -
Ratios de Rotación.....	- 31 -
Ratios de Endeudamiento.....	- 32 -
Ratios de Rendimiento.....	- 33 -
CAPÍTULO V.....	- 35 -
5 Valoración de Marine Salt C.A.....	- 35 -
5.1 Supuestos de la valoración.....	- 35 -
5.2 Cálculo del Capital de Trabajo.....	- 36 -
5.3 Aplicación del método FCD.....	- 37 -
5.3.1 Cálculo del CAPM.....	- 37 -
5.3.2 Cálculo del WAAC.....	- 37 -
5.3.3 Valor residual	- 38 -
5.4 Sensibilización: Aplicación de la Simulación de Montecarlo	- 40 -
5.4.1 Simulación de Montecarlo.....	- 40 -
5.4.2 Determinación de la distribución de las variables.....	- 41 -
5.5 Resultados de la Simulación de Montecarlo	- 44 -

CAPÍTULO VI	- 48 -
6 CONCLUSIONES	- 48 -
REFERENCIAS	- 50 -

RESUMEN

El presente trabajo de titulación está orientado a la medición del valor real de una empresa; es por esto que muestra los diversos instrumentos, herramientas, procedimientos y el respectivo análisis que sirven para la creación y generación de valor financiero que posee una empresa con la finalidad de que los directivos, accionistas e inversionistas logren una eficiente toma de decisiones. El principal objetivo de este trabajo es plantear la mejor metodología para conocer el valor de la empresa Marine Salt C.A dedicada a la producción y comercialización de sal dentro del territorio ecuatoriano. Está compuesto de seis capítulos. El capítulo uno abarca una breve historia y trayectoria de Marine Salt, actividades realizadas en los años recientes, participación en el mercado ecuatoriano y el prestigio que posee al ser una empresa sobresaliente dentro del sector al que pertenece. En el capítulo dos se muestran los objetivos de toda valoración financiera y los diferentes métodos existentes. En el capítulo tres se argumenta el porqué del método de valoración financiera seleccionado; que para el caso de Marine Salt es el Flujo de Caja Descontado debido a que es el que más se acopla a las características y atributos que posee la empresa. En el capítulo cuatro se realizó un análisis macroeconómico para conocer qué variables y de qué forma influyen en los costos e ingresos de la empresa y un análisis microeconómico para ver cómo se desenvuelve el sector a la que la empresa pertenece, también incluye un análisis para detallar la situación actual de la empresa con respecto a la estructura de ingresos, costos, rentabilidad e indicadores financieros y a las estrategias que emplea para prevalecer como líder en el mercado. En el capítulo cinco se desarrolla el método elegido y por medio de una simulación de Montecarlo a través de diferentes escenarios se da a conocer el valor real de la empresa Marine Salt. Finalmente en el capítulo seis se exponen algunas conclusiones generales sobre el trabajo. Para el caso de Marine Salt C.A. el valor de la empresa oscila entre \$43.875.982,37 y \$69.626.410,02 con un nivel de certeza del 90%.

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 4.1 - Crecimiento del Producto Interno Bruto – PIB.....	13
Ilustración 4.2 - PIB de Países Latinoamericanos.....	14
Ilustración 4.3 - Inflación.....	15
Ilustración 4.4 - Balanza Comercial.....	16
Ilustración 4.5 - Contribución del Sector Extracción de Minas y Canteras al PIB.....	17
Ilustración 4.6 - VAB Industrias.....	17
Ilustración 4.7 - Consumo Intermedio de Industria.....	18
Ilustración 4.8 - Participación de mercado de marcas de sal ecuatoriana.....	20
Ilustración 4.9 - Análisis vertical y horizontal de Activos.....	23
Ilustración 4.10 - Análisis horizontal de Inventarios.....	24
Ilustración 4.11 - Análisis vertical y Horizontal de Pasivo.....	25
Ilustración 4.12 - Análisis vertical y Horizontal del Patrimonio.....	26
Ilustración 4.13 - Evolución de Ingresos por Ventas.....	26
Ilustración 4.14 - Evolución de Costos de Venta.....	27
Ilustración 4.15 - Evolución de Gastos Administrativos y de Ventas.....	28
Ilustración 4.16 - Evolución de Gastos financieros.....	29
Ilustración 4.17 - Evolución de las Utilidades Netas.....	29
Ilustración 4.18 - Ratios de Liquidez.....	30
Ilustración 4.19 - Ratios de Rotación de Activos.....	31
Ilustración 4.20 - Ratios de Rotación de Activos.....	31
Ilustración 4.21 - Ratios de Nivel de Endeudamiento.....	32
Ilustración 4.22 - Ratios de Rendimiento.....	33
Ilustración 5.1 - Histogramas de Crecimiento del PIB.....	41
Ilustración 5.2 - Histograma de Inflación.....	41
Ilustración 5.3 - Distribución del Crecimiento del PIB.....	42
Ilustración 5.4 - Distribución de Inflación.....	43
Ilustración 5.5 - Distribución de G de Ventas.....	43
Ilustración 5.6 - Distribución del Costo de ventas (% de Ventas).....	44
Ilustración 5.7 - Sensibilidad de las variables sobre el valor de la empresa.....	44
Ilustración 5.8 - Sensibilidad de las variables sobre el valor del patrimonio.....	45
Ilustración 5.9 - Valor de la empresa de Marine Salt C.....	45
Ilustración 5.10 - Valor del patrimonio de Marine Salt C.A.....	46
Ilustración 5.11 - Valor estimado versus valor en libros la empresa de Marine Salt.....	46
Ilustración 5.12 - Valor estimado versus valor en libros de patrimonio de Marine Salt.....	47

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1 - Clasificación de los métodos de valoración de empresa.....	4
Tabla 2.2 - Elementos del Flujo de Caja.....	6
Tabla 3.1 - Ratios financieros.....	10
Tabla 4.1 - Detalle de personal calificado por división de Marine Salt C.A.....	19
Tabla 5.1 - Flujo de caja libre.....	39
Tabla 5.2 - Flujo de caja del accionista.....	39
Tabla 5.3 - Estimación de las variables a sensibilizar.....	40
Tabla 5.4 - Matriz de correlación de las variables a sensibilizar.....	41

CAPÍTULO I

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Antecedentes

Marine Salt C.A. es una empresa ecuatoriana fundada en el año de 1961 en una comuna de San Pablo llamada Pacoa y en Salinas; provincia de Santa Elena por parte del Sr. Agustín Febres Cordero Tyler, con un capital de 2,000,000 de sucres, convirtiéndose en la primera dedicada a la extracción, producción y comercialización de sal para consumo humano, agropecuario e industrial. En 1968, Marine Salt inaugura una nueva planta para realizar los procesos de refinación y yodización de sal en Guayaquil ubicada hasta la actualidad en el Km 12.5 de la vía a Daule, debido a que las plantas de Pacoa y Salinas no eran suficiente para satisfacer a la demanda de sal por parte de los ecuatorianos.

Hasta el 2011 Marine Salt estuvo compuesta por una sociedad de empresarios ecuatorianos junto con la firma Morton Salt de Estados Unidos. A partir del año 2012 es parte de la firma Fishman, Quimpac Corp. S.A.C., este grupo económico trabaja con inversión peruana conjuntamente con inversión ecuatoriana.

La materia prima que usa es 100% ecuatoriana; extraída de yacimientos nacionales y su obtención se da gracias a piscinas de evaporación; una vez extraída y secada al sol en Pacoa y Salinas se procede al traslado a Guayaquil para el respectivo proceso de refinación. Este proceso productivo depende netamente de factores climáticos. La capacidad de producción de Marine Salt es de hasta 80.000 TM por año destinadas al consumo nacional.

Marine Salt es dueña del 97.31% de cuota de mercado en producción de sal, ocupó el lugar 633 a nivel nacional según sus ventas en el 2014 y obtuvo el reconocimiento Ekos de oro de empresas de Alimentos en el 2005 y 2008 otorgado por la revista Ekos negocios.

1.2 Definición del problema

Para una efectiva toma de decisiones por parte de directivos y accionistas de toda empresa es necesario conocer su valor real según el mercado y sector al que pertenece y si el precio de venta de sus acciones es el correcto. Para realizar una correcta valoración de empresas existen muchos métodos y herramientas útiles. El método y herramienta que se

escojan dependerán de quien esté encargado, su propósito al realizar la valoración y los atributos y características que posee la empresa (Fernández, 2008).

Con el fin de evaluar si las futuras resoluciones o decisiones que se tomen por parte de los directivos y accionistas van encaminadas a la creación y generación de valor de la empresa; surge la necesidad de determinar el valor financiero de Marine Salt C.A.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General

Determinar el valor financiero de la empresa Marine Salt C.A.

1.3.2 Objetivos Específicos

Comprender la definición, métodos y objetivos de la valoración de empresas.

Determinar y describir el método idóneo para realizar la valoración financiera de Marine Salt.

Realizar un análisis macroeconómico, sectorial y de entorno de la empresa.

Aplicar el método de valoración electo para conocer el valor de Marine Salt.

Sensibilizar el valor de la empresa mediante la simulación de Montecarlo.

1.4 Justificación

Lubian y De Luna (2001) definen que la valoración de empresas es una herramienta esencial al momento de analizar la toma de decisiones de adquisición, fusiones, financiamiento e inversión de capital de una empresa.

Marine Salt C.A., siendo pionera y líder en las actividades a las que se dedica pretende seguir creciendo y expandir su marca en mercados internacionales a través de la exportación. Ha realizado fuertes inversiones en tecnología y desarrollo de su marca con la finalidad de alcanzar los objetivos planteados en su misión y visión.

Ante lo expuesto anteriormente y con el propósito de analizar si son acertadas las decisiones pasadas y futuras por parte de directivos, accionistas e inversionistas se considera de suma importancia aplicar un método de valoración financiera para conocer si esas decisiones agregan o desagregan valor a Marine Salt C.A.

CAPÍTULO II

2 REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1 Definición de valoración de empresas y objetivos

Muchas personas tienden a confundir los conceptos de precio y valor. Según establece Fernández (2000), precio es el monto por el cual un vendedor y un comprador realizan transacciones. Mientras que valor es el conjunto de potenciales de una empresa conocidos como tangibles e intangibles; compuestos principalmente por los activos, pasivos, marcas, licencias, reputación, recursos humanos y beneficios futuros según Pumpin y García (2000). Se puede decir entonces que el valor se basa en perspectivas y el precio se basa en una realidad por parte de quien compra y de quien vende.

Ante lo expuesto, Sanjurjo y Reinoso (2003) definen que la valoración de empresas es el proceso de cuantificar o medir esos potenciales; tanto intangibles como tangibles que posee una empresa. Los directivos de cualquier compañía se encuentran motivados a realizar una valoración ya que persigue los siguientes objetivos mencionados por Fernández (2000):

- 1.- Establecer el valor mínimo a cobrar por el vendedor y el máximo a pagar por el comprador; que a su vez es usado como referencia por otros compradores.
- 2.- Tomar decisiones sobre venta, compra o mantener acciones. Definir rango de valores de concentración de la cartera y comparar entre empresas para adoptar estrategias.
- 3.- Argumentar el precio de venta al público de las acciones.
- 4.- Comparar los valores de bienes recibidos por herencia con el de las acciones.
- 5.- Medir la creación de valor atribuible a los directivos de la empresa.
- 6.- Determinar fuentes de agregación o desagregación de valor.
- 7.- Decidir continuidad, fusión, venta, crecimiento o compra de otras compañías.
- 8.- Cuantificar el impacto de estrategias y políticas de la empresa para crear valor.
- 9.- Ayudar en procesos de arbitraje para la resolución de disputas sobre precios.

2.2 Métodos de Valoración de empresas

Fernández (2000), Damodaran (2002) y Jaramillo (2010), clasifican estos métodos de acuerdo a la tabla presentada a continuación:

Tabla 2.1 - Clasificación de los métodos de valoración de empresa

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS	DESCUENTO DE FLUJOS	OPCIONES	CREACIÓN DE VALOR
Valor contable	Múltiplos	Clásico	Free Cash Flow	Black y Scholes	EVA
Valor contable ajustado	PER	Unión de expertos	Cash Flow Acciones	Opción de invertir	Beneficio económico
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	Dividendos	Ampliar el proyecto	Cash Value Added
Valor substancial	P/EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash Flow	Aplazar la inversión	Cash Flow Return on Investment
Valor de mercado	Otros múltiplos	Otros	APV	Usos alternativos	

Fuente: Fernández (2000), Jaramillo (2010) y Damodaran (2002).

A continuación se describen de modo breve los cinco primeros tipos de métodos de valoración de empresas expuestos en la Tabla 2.1 y un método por cada tipo.

2.2.1 Métodos de Balance

Fernández (2000) define que los métodos de Balance calculan el valor a través del patrimonio neto y la información se obtiene de balances. Según Ross (2009), poseen un enfoque estático al no considerar el valor del dinero en el tiempo, cambios sectoriales ni posibilidades futuras de crecimiento de la empresa.

Valor contable

Conocido como valor en libros o patrimonio neto. Los valores al ser tomados de los balances y de historia de la empresa se basan en subjetividad y son arbitrarios; por lo que el valor contable nunca iguala al valor de mercado (Fernández, 2000).

$$\text{Valor Contable} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible}$$

2.2.2 Métodos basados en Cuentas de resultados

Estos métodos permiten valorar a la empresa por medio de sus ventas, beneficios u otra cuenta dentro del Estado de Resultados y no del Balance General (Fernández, 2000).

Múltiplos de las ventas

Según Fernández (2000), este método consiste en calcular el valor de la empresa mediante la multiplicación del PER y la Rentabilidad sobre ventas. El cálculo se obtiene de:

$$\text{Precio/Ventas} = (\text{Precio/Beneficio}) * (\text{Beneficios/Ventas})$$

2.2.3 Métodos Mixtos o Goodwill

Estos métodos se basan en el Fondo de comercio; que es el valor por encima del valor en libros o valor contable ajustado. Este fondo de comercio busca equiparar el valor de los bienes intangibles que posee una empresa; que al ser difíciles de cuantificar no están en los balances pero si brindan beneficios y generan valor (Fernández, 2000).

Método clásico

Según este método; el cálculo del valor de una empresa depende de su tamaño.

$$\text{Para Industrias: Valor} = \text{Activos} + n \text{ Beneficios} * \text{Netos}$$

$$\text{Para Comercio minorista: Valor} = \text{Activos} + \% \text{ de Facturación}$$

2.2.4 Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

Son considerados dinámicos porque usan estimaciones del flujo de fondos futuros de una empresa y cualquier variable ya sea interna o externa puede generar impacto en dichos flujos. Como expone Fernández (2000), son descontados a través de una tasa de descuento; que no es fácil de calcular debido a que depende del riesgo, volatilidades y de expectativas del comprador y vendedor.

Según Damodaran (2002), el método general para descontar los flujos de fondos consiste en llevarlos al presente por medio de la siguiente expresión:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Expresada también como:

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

Donde:

CF_i = Flujo de fondo de la empresa en el período i.

VRn = Valor residual en el año n.

K = Tasa de descuento de los flujos futuros a partir de ese período.

La proyección de los flujos de fondos se realiza en base a la siguiente tabla:

Tabla 2.2 - Elementos del Flujo de Caja

ELEMENTOS DEL FLUJO CAJA	
Pérdidas Y Ganancias	Ingresos Operativos - Costos de Venta - Costos fijos - Depreciación y Amortización +/- Otros Ingresos / Egresos Utilidad antes de Intereses e Impuestos - Intereses - 15% Trabajadores Utilidad antes de Impuestos - Impuestos Utilidad Neta
Ajustes	+ Depreciación y Amortización + Intereses (después de Impuestos) -/+ Otros Ingresos/Egresos no permanentes (después de Impuestos) - Inversión en Capital Físico - Inversión de Reposición - Aumento en CT + Recuperación de CT
FC Activos	= Flujo de Caja Libre de los Activos
- FC Bonistas	+ Préstamo - Intereses (después de Impuestos) - Amortización de Capital
FC Accionistas	= Flujo de Caja de los Accionistas

Fuente: Fernández (2000), Jaramillo (2010) y Damodaran (2002).

Flujo de fondos libre (FCF)

Fernández (2000), expresa que el FCF son los flujos de los fondos operativos sin tomar en cuenta el endeudamiento, después de los impuestos. Es decir, es el dinero luego de cubrir la reinversión de activos físicos y necesidades operativas de fondos sin carga financiera. Estos flujos no deben tomarse de la información en libros o contable debido a que son flujos de caja; es decir dinero entrante y saliente originado por las transacciones de la empresa.

Los flujos de fondos se descuentan por una tasa WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital):

$$WACC = \left(\frac{P}{V}\right)K_p + \left(\frac{D}{V}\right)K_d (1 - T_c)$$

P/V = Nivel del patrimonio sobre los activos

D/V = Nivel de deuda financiera

K_p = Tasa de rendimiento para los accionistas, o costo patrimonial

K_d = Tasa exigida a la deuda

T_c = Tasa de impuestos

El WACC es igual al K_p si la empresa no posee deuda financiera y por lo tanto no paga intereses. El K_p puede ser calculado mediante el Modelo de Valoración de Precios de Activos Financieros (CAPM):

$$K_p = R_f + \beta * (PRM)$$

R_f = La tasa libre de riesgo

β = Beta apalancado de la empresa

PRM = Prima por riesgo de mercado

Flujo de fondos disponible para accionista (CFac)

Según Fernández (2000), el flujo de fondos para accionistas es igual al flujo de fondos libres si la empresa no posee deuda; de no ser así será calculado de la siguiente manera: CFac = FCF – (Intereses pagados * (1-T_c)) – Pago principal de la deuda + Aportaciones de nueva deuda.

Utilizando este tipo de flujo se obtiene el valor de las acciones de la empresa (E), por lo que debe ser descontado a través de la tasa de retorno exigida por los accionistas (K_p). Para obtener el valor total de la empresa se sumarán el valor de las acciones y la deuda existente de la empresa (E+D), según lo establece Fernández (2000).

2.2.5 Métodos basados en Opciones

Los métodos basados en Opciones surgen bajo la necesidad de planificación estratégica para el negocio.

Según Rodríguez (2001), estos métodos son complementarios a los de flujos de caja descontados ya que éstos últimos no consideran escenarios de inversión, expansión, flexibilidad, abandono y aprendizaje, condicionados a un escenario determinado. Las opciones mencionadas tendrán diferentes usos y resultados dependiendo de las políticas y estrategias de planificación de los directivos de la empresa que se está valorando.

CAPÍTULO III

3 METODOLOGÍA

3.1 Justificación del método de valoración seleccionado

El método elegido es el de Flujo de Fondos Descontados puesto a que ha sido la vía más usada en los últimos tiempos para contribuir a la toma de decisiones efectiva por directivos de empresas ya que realiza la estimación del valor considerando el riesgo del negocio, el valor del dinero en el tiempo, cambios tecnológicos por medio de inversión futura de activos fijos y expectativas de crecimiento. Aunque posee la desventaja de subjetividad en cuanto a la tasa de descuento usada; esto será contrarrestado bajo supuestos obtenidos gracias a análisis macroeconómicos, sectoriales e internos de la empresa.

Fueron excluidos los métodos basados en Balances y Cuentas de Resultados por los errores al valorar una empresa por medio de saldos en libros y cuentas históricas, sin contar con expectativas y evoluciones futuras de la empresa y sector. Por otra parte también fueron descartados los métodos basados en Opciones Reales debido a que por el momento la empresa no se encuentra en ninguna circunstancia parecida a las de este método.

3.2 Descripción del modelo de valoración seleccionado

El Flujo de caja libre (FCL) son flujos de fondos proyectados, originados por un presupuesto que representa la planeación de futuras operaciones y transacciones de una empresa, es decir entradas y salidas de dinero. Estos flujos deben estar disponibles para el pago de inversores y acreedores. Una correcta estimación de los flujos de fondos ayuda a determinar políticas para mejorar la toma de decisiones por parte de los directivos.

El FCL es una herramienta útil que muestra el verdadero valor de la empresa. Representa el monto disponible para cubrir deudas y pago a accionistas, después de restar la inversión de activos físicos y las necesidades operacionales de fondos.

A continuación se mencionan los pasos de la metodología a seguir:

3.2.1 Análisis de datos históricos

Se realizó un análisis macroeconómico y sectorial para identificar cuáles son las variables y cuánto afectan en las operaciones de la empresa, con el fin de proyectar los flujos de caja con mayor precisión. También se realizó un análisis interno de la compañía.

Adicionalmente, fueron analizados los estados financieros del período 2011-2014 para visualizar el histórico de ventas, gastos, liquidez, inversión de activos, nivel de deuda, entre otros; lo que permitirá conocer de manera más amplia el comportamiento de los flujos de fondos de Marine Salt.

3.2.2 Análisis de los ratios financieros históricos

Para conocer la situación actual de la empresa sobre solvencia, endeudamiento, rendimiento y rotación de activos se analizaron los ratios expuestos en la siguiente tabla:

Tabla 3.1 - Ratios financieros

TIPO	RATIO	FÓRMULA	DESCRIPCIÓN
Liquidez o Solvencia	Razón ácida	$RA = \frac{\text{Activo circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo corriente}}$	Miden capacidad para cubrir las obligaciones a corto plazo.
	Razón circulante	$RE = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$	
Rotación de Activos	Rotación de Inventarios	$RI = \frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Inventarios}}$	Miden eficiencia con que se administran los activos (inventario de productos) para generar ventas.
	Rotación de Cuentas por cobrar	$RCC = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Cuentas por cobrar}}$	
	Rotación de activos totales	$RAT = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Total de Activos}}$	
	Rotación de Activos fijos	$RAF = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activos fijos}}$	
Deuda	Endeudamiento sobre patrimonio	$E = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio neto}}$	Miden capacidad para cubrir las obligaciones a largo plazo.
	Razón de calidad de deuda	$CD = \frac{\text{Pasivo circulante}}{\text{Pasivo total}}$	
	Endeudamiento del activo	$EP = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$	
	Gastos financieros sobre ventas	$GF = \frac{\text{Total de gastos financieros}}{\text{Ventas totales}}$	
Rendimiento	Margen de utilidad	$MU = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}}$	Miden eficiencia en el uso de activos con la gestión de sus operaciones y el retorno.
	Rendimiento sobre Activos	$ROA = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}}$	
	Rendimiento sobre el Patrimonio	$ROE = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$	

Fuente: Ross Westerfield (2009).

3.2.3 Proyección de los estados financieros

Fueron proyectados el Estado de resultados y los flujos de fondos de Marine Salt para los próximos cinco años con el fin de obtener mayor eficiencia en la valoración de la empresa.

3.2.4 La tasa de descuento

Los flujos de fondos fueron descontados por medio de la tasa de descuento WACC, compuesta por la tasa de rentabilidad exigida por los inversionistas (K_p), la tasa exigida por deuda (K_d), nivel del patrimonio sobre los activos y nivel de la deuda financiera.

El K_p fue calculado con el modelo CAPM. Los elementos para su cálculo son el rendimiento de un activo libre de riesgo (R_f), la prima de riesgo del mercado (PRM) y el riesgo con respecto al mercado (β) obtenido de la ponderación de betas referentes de industrias del sector de Metales y minería de economías emergentes y no desarrolladas. Además, debido a que para el cálculo se toman como referencia tasas y primas de un mercado de valores desarrollado como el de Estados Unidos, se agregó el diferencial promedio de inflación esperado entre Ecuador y USA.

El K_d es la tasa de descuento que la entidad financiera exige a la compañía; esta tasa fue obtenida a través del promedio del registro histórico de tasas de interés de las Obligaciones contraídas con instituciones financieras de la empresa.

3.2.5 El valor residual

Es el valor atribuido a la empresa en el último período en que se proyecta. Se utilizó el modelo de crecimiento de Gordon, que consiste en tomar el flujo de fondos esperado de la empresa en el año n asumiendo que incrementará de forma perpetua a una tasa de crecimiento definida (g).

$$VR = \frac{FC_n * (1 + Tasa\ de\ crecimiento)}{Tasa\ de\ descuento - Tasa\ de\ crecimiento}$$

3.2.6 Valor presente neto

Fue obtenido de la suma de todas las proyecciones de los flujos de fondos; de este modo y usando una tasa de descuento idónea se consiguió el valor de Marine Salt.

3.2.7 Simulación de Montecarlo

Una vez obtenidos los flujos de fondos, se procedió a realizar una simulación de Montecarlo a través del software Oracle Crystal Ball.

Para la simulación fueron escogidas cuatro variables que afectan a los flujos de fondos de Marine Salt, cada una con la distribución de probabilidad que más se ajusta a su comportamiento histórico. Estas variables fueron establecidas de acuerdo al análisis macroeconómico, microeconómico e interno de la empresa.

3.3 Fuentes de información

Para la valoración de Marine Salt C.A. se utilizó fuentes de información primaria para poder obtener los estados financieros de los últimos cinco años, proyección de ingresos, proyección de gastos e indicadores financieros que fueron proporcionados por el departamento Financiero y así se pudo determinar el flujo de fondos de la empresa. Adicionalmente, para realizar un análisis interno se recopiló información de los departamentos de Recursos Humanos y Ventas para establecer sus estrategias, calidad del recurso humano, fuerzas de Porter y análisis FODA de la empresa.

Así mismo, se utilizaron fuentes de información secundaria para realizar el análisis macroeconómico y sectorial de Marine Salt C.A., tales como boletines de páginas web como: Instituto Nacional de Estadísticas y Censo, Superintendencia de Compañías, Banco Central del Ecuador y revistas del ámbito económico.

CAPÍTULO IV

4 ANÁLISIS DEL NEGOCIO

4.1 Análisis del entorno de la empresa

4.1.1 Análisis Macroeconómico

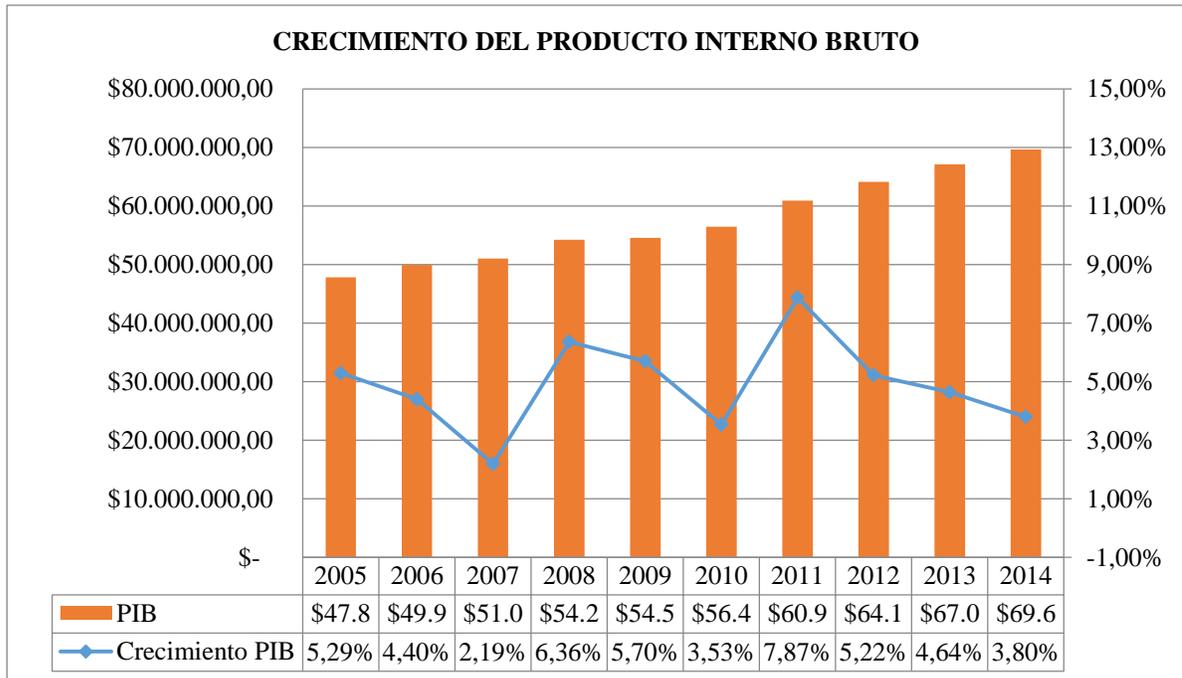
Para realizar una correcta valoración financiera es de suma importancia establecer un análisis macroeconómico para la empresa Marine Salt; con el fin de conocer las variables que afectan a la creación o generación de valor en las operaciones del negocio.

Para este caso, han sido consideradas las variables de Producto Interno Bruto, Inflación y Balanza comercial. A continuación se presenta el comportamiento de cada una de estas variables según sus registros históricos:

Crecimiento del Producto Interno Bruto

El crecimiento del PIB ecuatoriano ha ido decayendo a partir del 2011. Esto se debe principalmente a que nuestra economía se compone de forma fundamental por los ingresos obtenidos de la venta del petróleo; el cual ha experimentado caída en su precio de venta. Adicionalmente, se suma la desventaja que posee Ecuador al no contar con moneda propia y no poder establecer políticas monetarias al respecto.

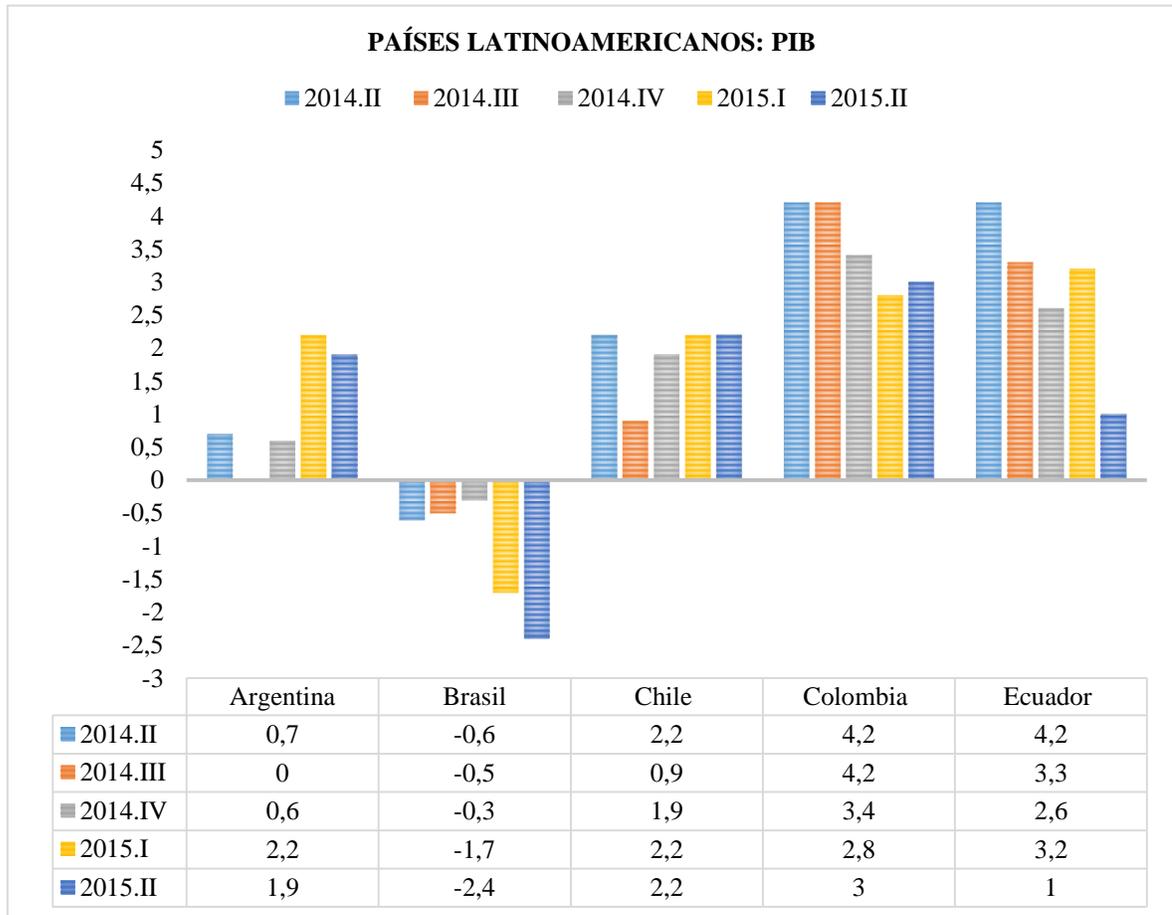
Ilustración 4.1 - Crecimiento del Producto Interno Bruto – PIB



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

En el 2015, la generalidad para América Latina es tener déficit fiscal reducido y superávit primario. Por ello la mayoría de estos países tiende a llevar economías en equilibrio o al superávit fiscal y ahorro público para lograr estabilidad y crecimiento económico, equidad social y distribución de riqueza hacia los sectores menos favorecidos.

Ilustración 4.2 - PIB Países Latinoamericanos



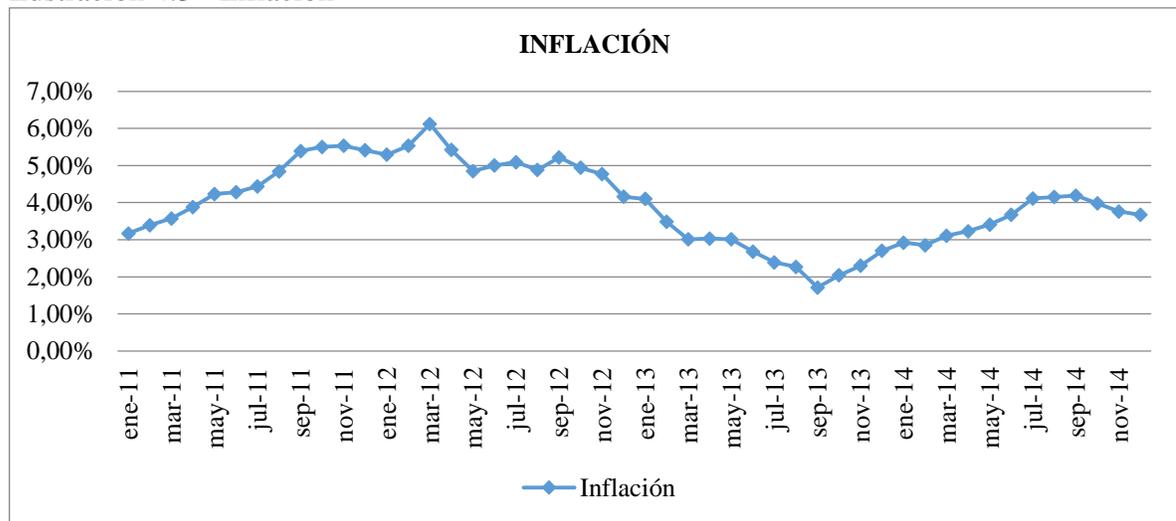
Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

En el presupuesto fiscal ecuatoriano la orientación es distinta; llevando así directrices de un modelo económico agotado. Las previsiones económicas para el país dejan interrogantes sobre la futura solidez económica y finanzas públicas y como si fuera poco, además de las malas decisiones gubernamentales; se presentó el fortalecimiento del dólar (adoptado desde el 2000) con respecto a otras economías por la rápida recuperación de la economía de EEUU frente a las demás; esto hace que el país pierda competitividad con respecto a otras economías.

Inflación

De acuerdo al reporte del Índice de Precios al Consumidor (IPC), publicado por el Banco Central del Ecuador (BCE), el país registra una inflación promedio anual de 3.72%. La inflación en Ecuador se ha acumulado más que en las economías de sus socios comerciales más importantes. Por lo tanto, el país tendrá menos ingresos en sus arcas fiscales y sumando a ello el entorno internacional no favorable; se verá evidenciado una baja en todos los sectores de la economía ecuatoriana.

Ilustración 4.3 - Inflación



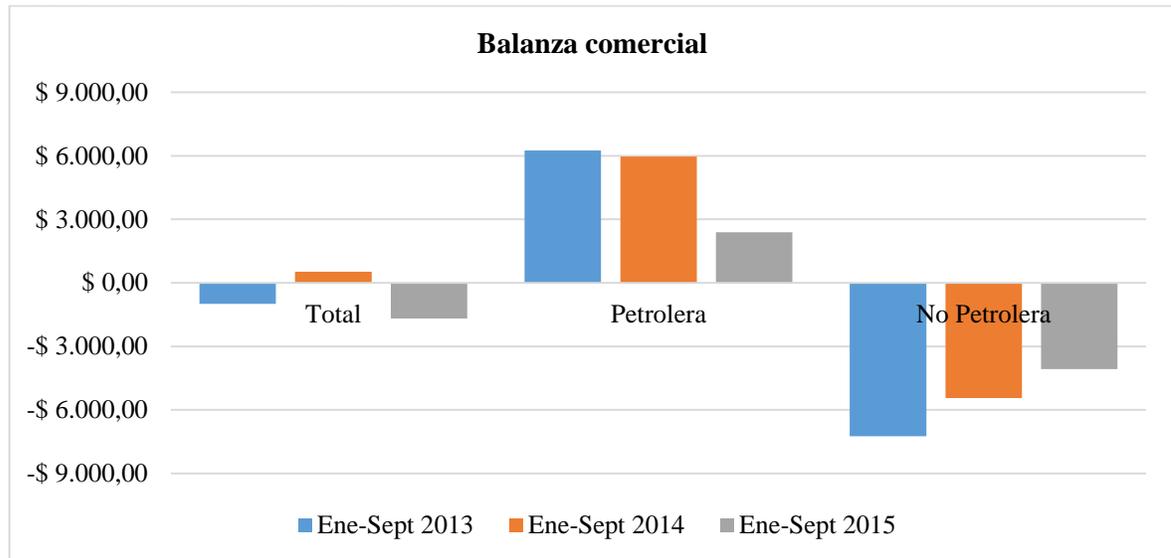
Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

Balanza comercial

Como ya ha sido mencionado, el decrecimiento de las ventas del petróleo a causa de la caída de su precio y la apreciación del dólar; han generado una disminución considerable en la Balanza comercial de la economía ecuatoriana ya que está compuesta principalmente por exportación de productos agrícolas y petróleo.

Ecuador se ha visto obligado a adoptar políticas económicas para solventar esta situación que puede generar crisis en años posteriores. Unas de las políticas que han sido adoptadas son la devolución de aranceles y ayuda en el financiamiento a exportadores, creación e incremento de aranceles y restricciones en importaciones, salvaguardias, entre otras. Pese a la adopción de estas medidas, Ecuador sigue teniendo déficits en su Balanza comercial.

Ilustración 4.4 - Balanza Comercial



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

Conclusión sobre el impacto de las variables macroeconómicas

El crecimiento del PIB es una variable importante para Marine Salt y para cualquier empresa que opere dentro del país, debido a que esta variable afecta directamente a los ingresos por ventas. Es decir, si la economía del país crece, se verá reflejado en el aumento de los flujos de fondos de las empresas.

La inflación es una variable fundamental porque determina el costo de vida de los habitantes. Además, si esta variable aumenta, ese aumento se ve traducido en una disminución del poder de compra tanto para las empresas como para los consumidores puesto a que se incrementan los costos de producción e incrementan los precios de venta de los productos.

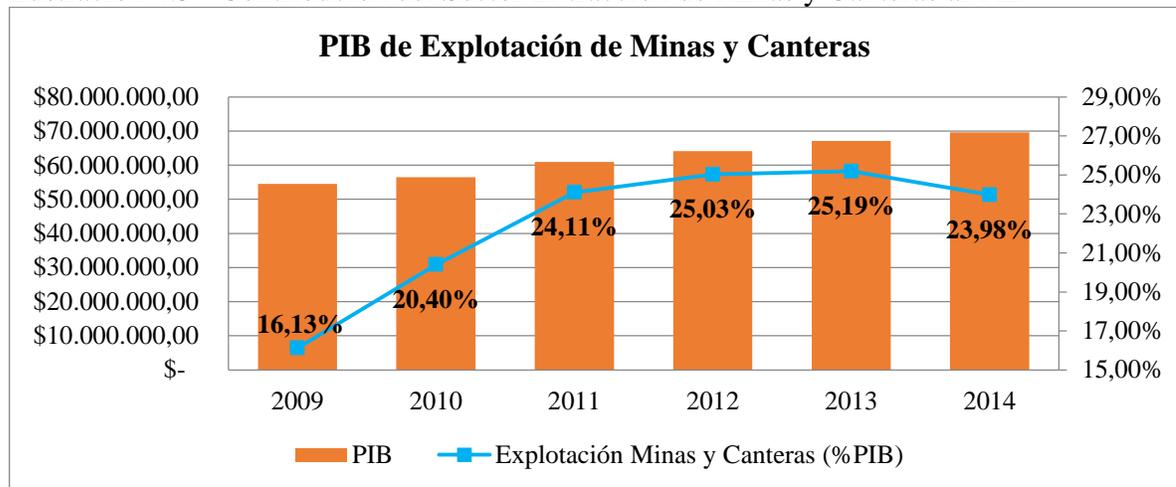
Es esencial analizar la balanza comercial del Ecuador porque Marine Salt espera expandirse hacia mercados internacionales. Las políticas económicas y comerciales que se adopten en cuanto a exportaciones influenciarán directamente a los flujos de fondos de la empresa a partir del 2017; año en el que empezaría a exportar sus productos. En cuanto a las importaciones, influyen en sus flujos de fondos los aranceles y restricciones que se apliquen ya que la empresa obtiene de proveedores extranjeros las máquinas para el procesamiento de sal.

4.1.2 Análisis Microeconómico

Contribución al PIB del Sector Extracción de Minas y Canteras al PIB

El sector de Extracción de Minas ha ido contribuyendo en pequeña medida al PIB ecuatoriano desde el año 2002, experimentando una baja en el 2009. La mayor contribución la realiza en este mismo sector la Extracción de Minas y Petróleo.

Ilustración 4.5 - Contribución del Sector Extracción de Minas y Canteras al PIB

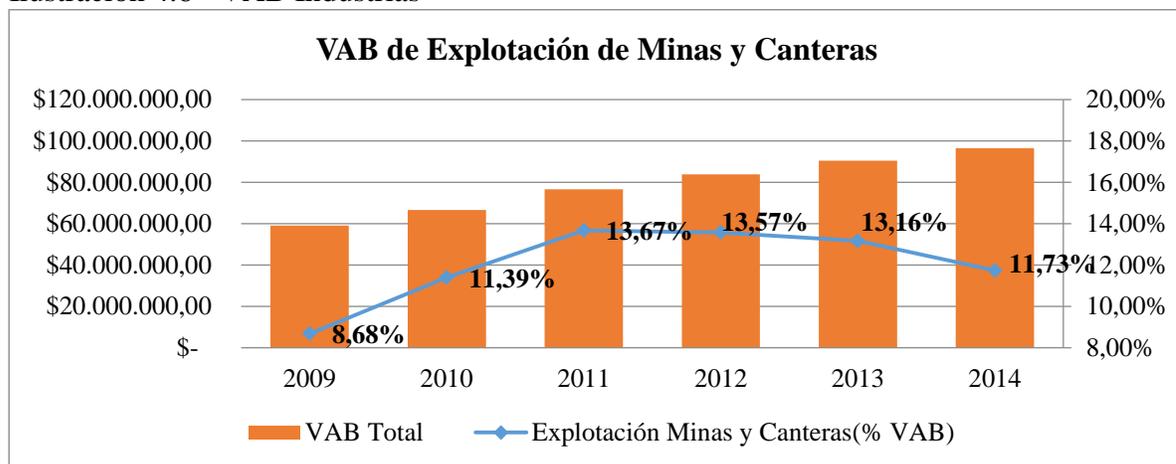


Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

VAB por Industria

Con respecto al valor agregado bruto trimestral del segundo periodo del 2015 donde el valor del PIB con respecto al trimestre inmediato anterior fue de -0,3% el sector de Extracción de Minas y Canteras aportó con -2,3% del total.

Ilustración 4.6 - VAB Industrias

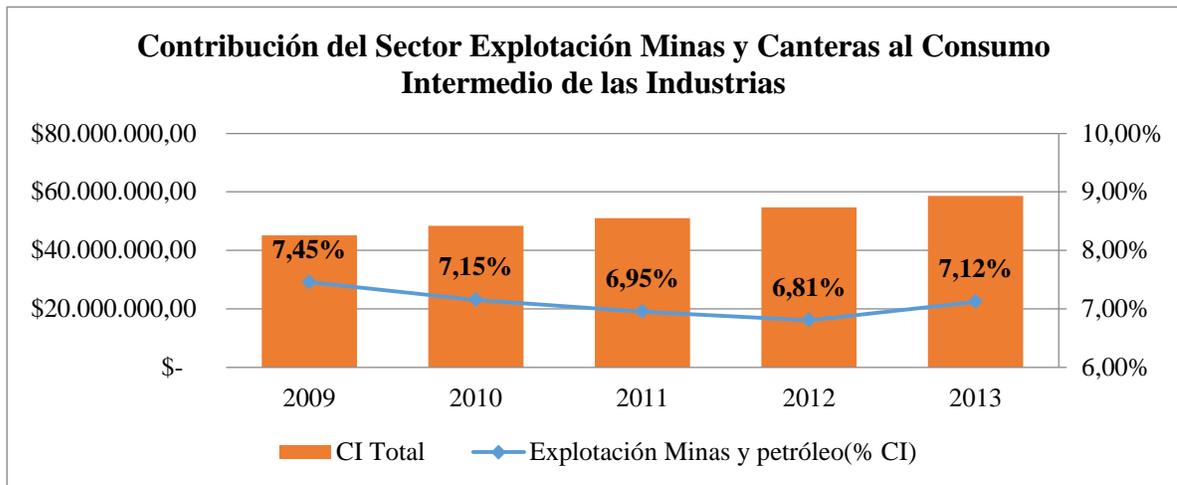


Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

Consumo Intermedio de Industrias

Pese a las proyecciones presentadas con su baja en el 2014 este sector volvió a sorprender en el 2015 aumentando sus aportaciones e inclusive aumentando también en su Consumo Intermedio, podemos ver que en lo que va del año 2015 el Consumo Intermedio de esta industria aumentó en mayor proporción que en años anteriores.

Ilustración 4.7 - Consumo Intermedio de Industria



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE).

4.2 Análisis de la empresa

4.2.1 Aspectos no financieros

Estrategias

Las estrategias operativas de Marine Salt se basan en invertir en mantenimiento y tecnología para su maquinaria con el fin de garantizar mejoras de calidad en sus productos, aumentar la satisfacción de sus consumidores y realizar lanzamiento de nuevos proyectos; cumpliendo con sus políticas de gestión y contribuyendo con el medio ambiente.

Otra de las estrategias es asegurar la seguridad industrial en sus plantas. Por esto se implementó el Comité de Seguridad Industrial que está encargado de brindar charlas y capacitaciones y entregar las herramientas necesarias que ayuden a lograr el bienestar de sus colaboradores.

En cuanto a estrategias comerciales Marine Salt desea seguir liderando en el mercado de sal, ofertar sus productos al mercado internacional y mantener sus precios competitivos.

Este conjunto de estrategias le han permitido obtener el sello INEN en su línea de productos; siendo la única refinería de sal en Ecuador en tenerlo y la certificación de las normas ISO.

Misión y Visión

Ser líderes en la producción y venta de sal, satisfaciendo a nuestros clientes con productos competitivos y de alta calidad, contribuyendo con la salud de los consumidores, asegurando el desarrollo de nuestra organización y el bienestar de nuestros colaboradores.

Calidad del recurso humano

En la actualidad, Marine Salt cuenta con 232 trabajadores. En la siguiente tabla se muestra el personal calificado según las diferentes divisiones de la empresa:

Tabla 4.1 - Detalle de personal calificado por división de Marine Salt C.A.

DIVISIÓN	CANTIDAD	PERSONAL CALIFICADO	% PERSONAL CALIFICADO
Administrativos	69	34	49%
Refinería de Guayaquil	114	15	13%
Planta de Salinas	33	10	30%
Planta de Pacoa	16	4	25%

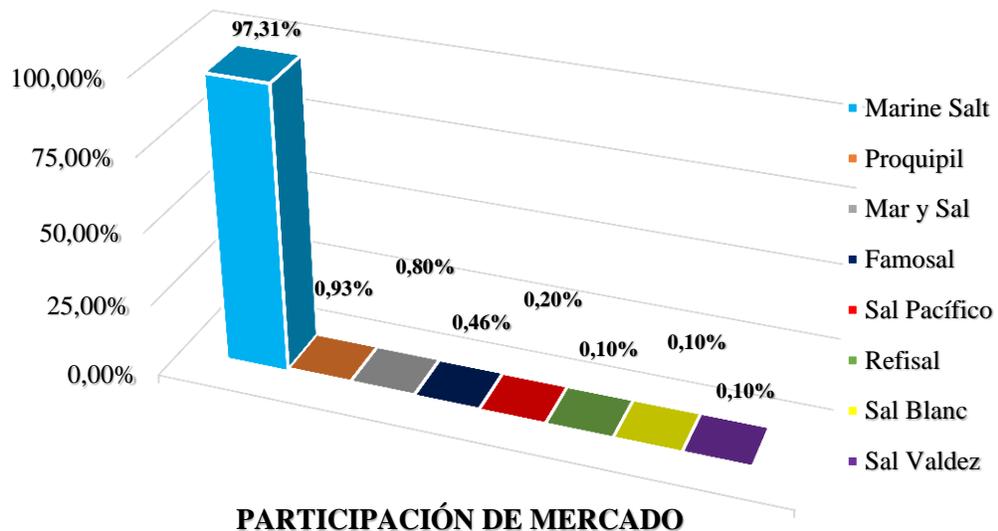
Fuente: Elaboración propia, Base de datos de Recursos Humanos de Marine Salt C.A.

Se ha establecido que un empleado es personal calificado si cumple con la instrucción mínima detallada en el Manual de Funciones de cada cargo de la empresa. La tabla expuesta refleja que la calidad del recurso humano es poco favorable debido a que del total de empleados de Marine Salt, sólo el 27% cumple esos requisitos. Según detalla el departamento de Recursos Humanos; esto se debe a que la mayor parte de sus colaboradores ingresó cuando era considerado un mérito y gran logro ser bachiller; es decir hace más de 20 años. Cabe recalcar que la empresa brinda capacitaciones constantemente a su personal con el fin de contrarrestar esta situación y actualizar sus conocimientos.

Marca

En cuanto a marca, Marine Salt no cuenta con buen posicionamiento en la mente de sus consumidores. Esto no es un factor relevante para sus directivos por el tipo de bien que oferta; sal. A pesar de esto, posee la mayor cuota de mercado (97.31%). A continuación se detalla la participación de mercado de las diferentes marcas de sal ecuatorianas:

Ilustración 4.8 - Participación de mercado de marcas de sal ecuatoriana



Fuente: Elaboración propia, Departamento de Ventas de Marine Salt.

La revista de negocios Ekos clasifica a Marine Salt como empresa referente del sector de Industrias: Manufacturas diversas; en el 2015 ocupó el puesto número 3 de acuerdo a la Utilidad que genera luego de las empresas Cridesa y Chaide & Chaide S.A., el puesto número uno en el ratio de Utilidad/Ingresos (37.93%) y contribuyó con la mayor carga fiscal (6.76% de sus ingresos) en comparación a las otras 57 empresas del mismo sector. Obtuvo el primer lugar del reconocimiento Ekos de Oro en el año 2005 y 2008 por ser la mejor empresa del Sector no financiero dedicada a la producción de alimentos.

Análisis de las Fuerzas de Porter

A continuación se detallan las cinco Fuerzas de Porter con el fin de establecer las estrategias de los directivos de Marine Salt para garantizar una efectiva toma de decisiones con respecto a la negociación con clientes y proveedores, rivalidad, nueva competencia y productos sustitutos

Poder de negociación con clientes

Marine Salt tiene clientes fijos con los que realiza transacciones desde que empezó a operar hace 50 años; por lo que el poder de negociación es bajo y poco necesario. Sus clientes conocen el compromiso y calidad respaldada por su experiencia, se encuentran altamente satisfechos según una encuesta realizada por el departamento de Recursos

Humanos en el 2014 y opinan que confían plenamente en Marine Salt ya que cumple en tiempo y calidad y es la única que ofrece garantías en caso de falla o insatisfacción del producto entregado.

La rivalidad entre los competidores

La rivalidad entre competidores es muy baja debido a que Marine Salt posee mayor capacidad de producción en comparación a su competencia y tiene el atributo de poder abastecer al mercado ecuatoriano. Es dueño del 97.31% de la cuota de mercado, lo que genera que la rivalidad con sus competidores sea un factor irrelevante.

Amenaza de productos sustitutos

Marine Salt no siente amenaza de este tipo debido a que tanto la sal para consumo industrial como para consumo humano no tiene sustituto alguno.

El poder de negociación con proveedores de insumos

El poder de negociación con proveedores de insumos es alto debido al elevado costo de los proyectos de inversión; sobre todo cuando se trata de compra o mantenimiento de maquinarias. Para elegir la mejor opción Marine Salt llama a licitación a los proveedores potenciales y aplica un filtro por costo, tiempo, calidad y marca para la selección.

La amenaza de nuevos competidores

La inversión necesaria para abrir una refinería de sal en el Ecuador es demasiado elevada por la infraestructura, piscinas de evaporación o pozos artesanales e importación de maquinarias; por lo tanto la probabilidad de nuevos competidores es casi nula.

Análisis FODA

Fortalezas

- Es la empresa líder y pionera en producción y comercialización de sal en Ecuador.
- Posee piscinas de evaporación y no pozos artesanales como su competencia.
- Brinda constantes capacitaciones a su personal administrativo y de planta.
- Realiza constantes auditorías internas para garantizar la seguridad industrial del personal en planta.
- Su producto final cumple con normas de calidad.

Debilidades

- La mayoría de clientes cancelan por medio de cheques post fechados, lo que causa que el registro de esa venta se haga efectivo en una fecha posterior a la transacción.
- Se realiza conteo de inventario dos veces al año por lo que demora en darse de baja el producto expirado, limitando el espacio en las bodegas.
- Pérdida de tiempo debido a que el Gerente General es el único encargado de tomar decisiones sin opción a delegar.
- Bajo posicionamiento en la mente de sus consumidores.
- No cuenta con un departamento de Marketing.
- El transporte de la sal lavada de las plantas de Pacoa y Salinas hacia la refinería de Guayaquil tiene un costo elevado.
- Sus proyectos de inversión y mantenimiento son de alto presupuesto.
- No cuenta con un recurso humano plenamente calificado.
- No posee automatización en sus maquinarias.

Oportunidades

- Crecimiento de la demanda nacional.
- Innovación de sus productos.
- Inversión de nuevas máquinas para aumentar el nivel de producción.
- Apertura al mercado internacional por medio de la exportación.

Amenazas

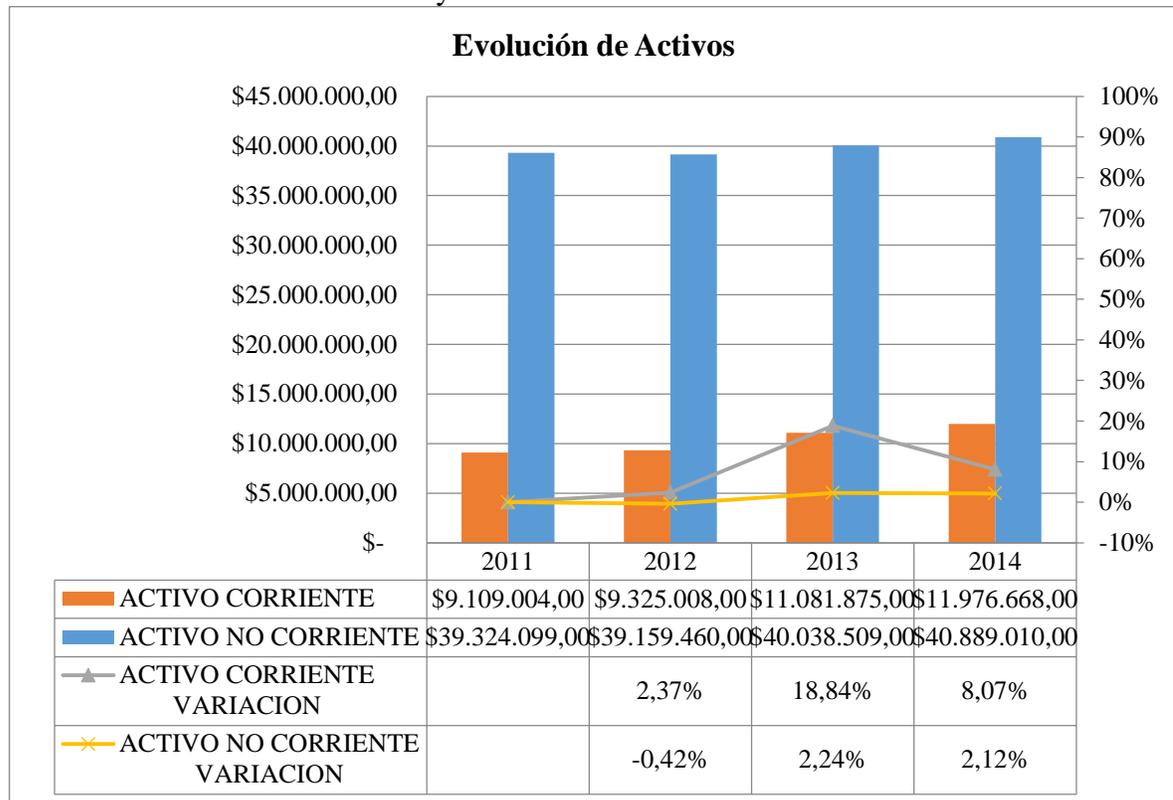
- Cambios políticos y económicos en cuanto al subsidio del combustible que utiliza.
- Aumento de impuestos por parte del gobierno actual.
- Factores climáticos e incertidumbre sobre el fenómeno de El Niño.

4.2.2 Análisis financiero

En este apartado, se realiza un análisis vertical y horizontal de las cuentas más importantes de los Estados de situación financiera y de los Estados de resultados de Marine Salt correspondientes al período 2011 - 2014. Además se analizan los ratios expuestos en la Tabla 3.1.

Activos

Ilustración 4.9 - Análisis vertical y horizontal de Activos



Fuente: Estados Financieros de Marine Salt C.A.

En el período analizado, el rubro mayor del Activo corriente es el de los Activos financieros; comprenden certificados de depósito a plazo en Ecuador y exterior, sólo en el 2012 dejó de ser el mayor porcentaje de los activos; superado por Cuentas por cobrar comerciales debido a que Marine Salt realizó ventas por un 75% más que el año anterior. El segundo rubro de mayor porcentaje del activo corriente es el Inventario que corresponde a Productos terminados, Sal cruda lavada, Sal cruda cosechable y Materiales.

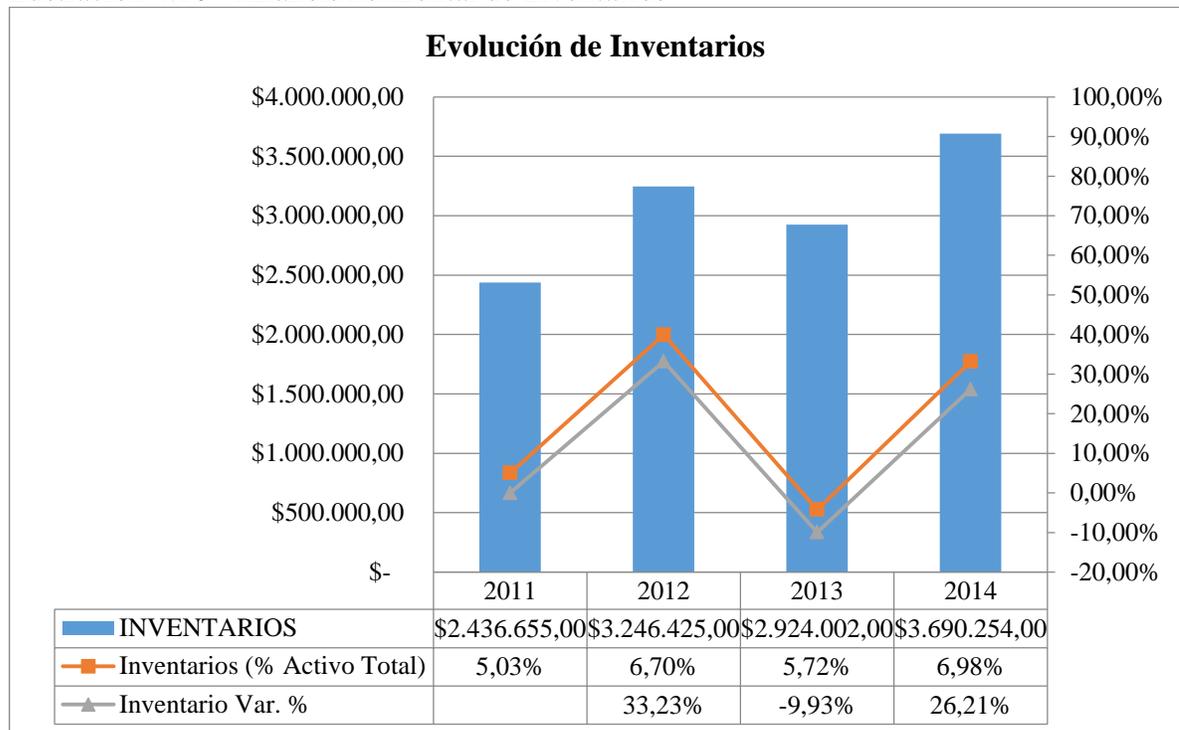
El mayor rubro del Activo no corriente dentro de los cuatro años analizados corresponde a Propiedad, planta y equipo, comprende toda la maquinaria para el procesamiento de sal; bases cristalizadoras, construcciones civiles, edificaciones, equipos de computación, equipos de oficina, herramientas y vehículos.

Los cambios más significativos fueron en el año 2013 con respecto al 2012; la participación de Activos totales aumentó en un 5.44%. Este aumento se debe a que los

Activos financieros incrementaron en un 142.39% porque la empresa mantenía disponibilidades adicionales de efectivo en certificados de depósito que fueron cobrados y colocados en otros bancos obteniendo mejores tasas; este fue un aumento significativo para su liquidez.

Inventarios

Ilustración 4.10 - Análisis horizontal de Inventarios



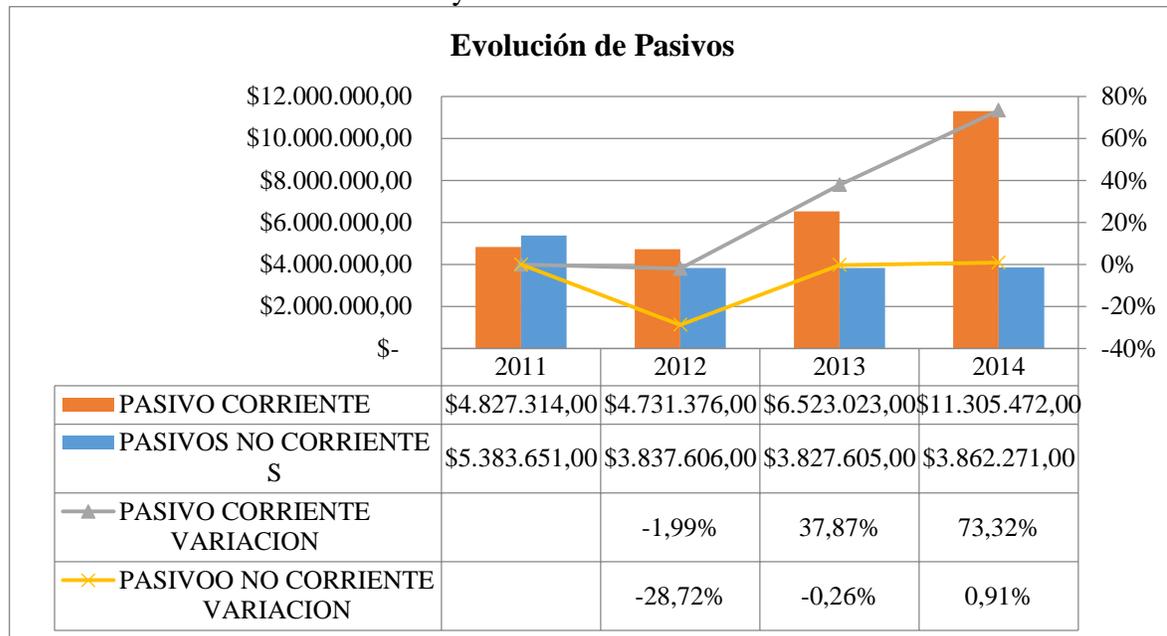
Fuente: Estados Financieros de Marine Salt C.A.

La variación promedio de Inventarios del período 2011–2014 de la empresa es de 16.50%. El cambio más significativo se da en el 2013; donde el nivel de inventario disminuyó a pesar de que los ingresos por ventas incrementaron; lo que significa que Marine Salt fue más eficiente con respecto a su stock de productos terminados. Según información de la Jefatura de las bodegas de productos terminados, esto fue generado por el aumento de conteo y control de inventario de 1 a 2 por año.

El promedio del nivel de Inventarios con respecto a los Activos totales es de 6.11%.

Pasivos

Ilustración 4.11 - Análisis vertical y Horizontal de Pasivos



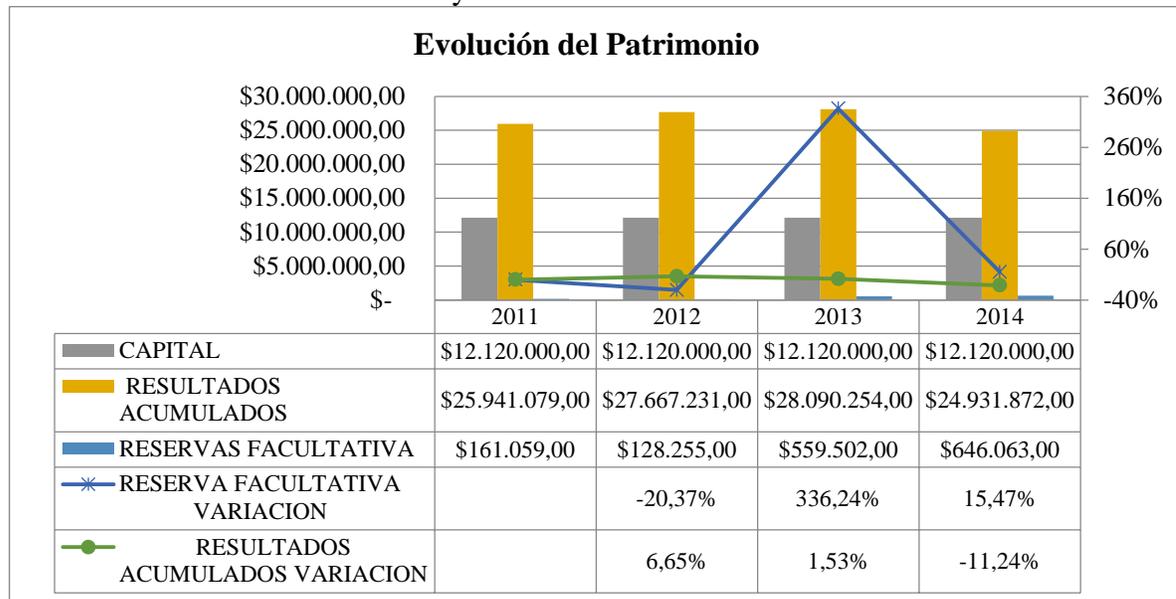
Fuente: Estados Financieros de Marine Salt C.A.

En lo que respecta al Pasivo Corriente, el mayor rubro en los cuatro años lo mantuvo la cuenta Beneficios a empleados; la cual aumentó cada año y corresponde a Beneficios sociales, Participación de trabajadores y Bonificaciones especiales. Por el lado del Pasivo No Corriente, la cuenta con mayor rubro en los cuatro años es Jubilación patronal y desahucio comprendida por Costos por servicios actuales, Costo financiero del período, Beneficios pagados y Reversiones. Esta cuenta disminuyó significativamente a partir del 2012 porque la compañía realizó desvinculación de ciertos funcionarios generando pagos debitados de este rubro.

Los cambios más significativos están en el 2014 con respecto al 2013, el total de Pasivos aumentó en un 46.54% debido al incremento de Obligaciones por préstamos corrientes con el Banco Bolivariano y Produbanco. Para garantizar estas obligaciones se ha constituido una hipoteca abierta de un terreno, una prenda industrial, maquinaria y certificados de depósito. Estos préstamos fueron destinados a inversión a inicios del 2015 en la compra de nuevas bases cristalizadoras, construcciones civiles y edificaciones.

Patrimonio

Ilustración 4.12 - Análisis vertical y Horizontal Patrimonio

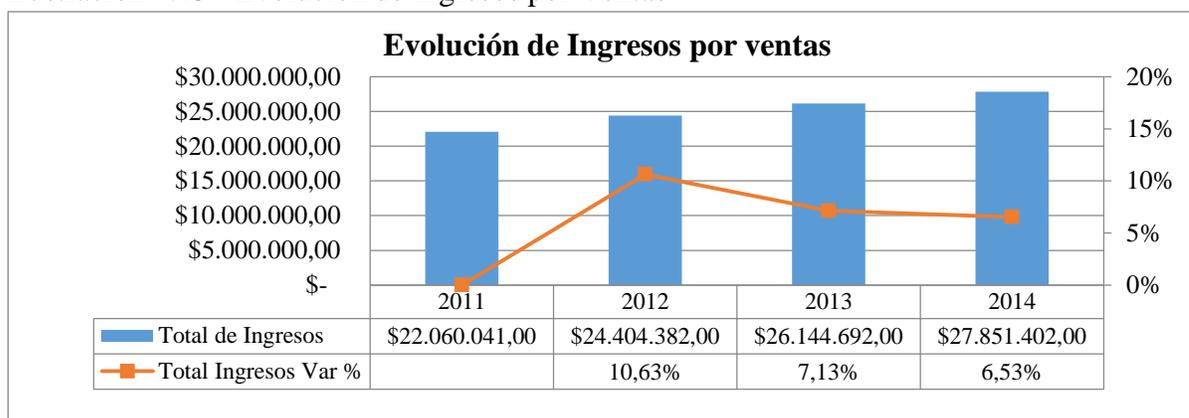


Fuente: Estados Financieros de Marine Salt C.A.

Por el lado del Patrimonio, el rubro mayor en los cuatro años es el de la cuenta Resultados acumulados; compuesto por la Reserva Legal y el aumento de Capital. Este rubro tiene una importante variación en el año 2013 con respecto al 2012 debido a que la Generación de impuestos por diferencias temporales aumentó principalmente en las diferencias entre el costo de Propiedad, planta y equipos para fines tributarios y los incluidos en los estados financieros por adopción de NIIF.

Ingresos por Ventas

Ilustración 4.13 - Evolución de Ingresos por Ventas

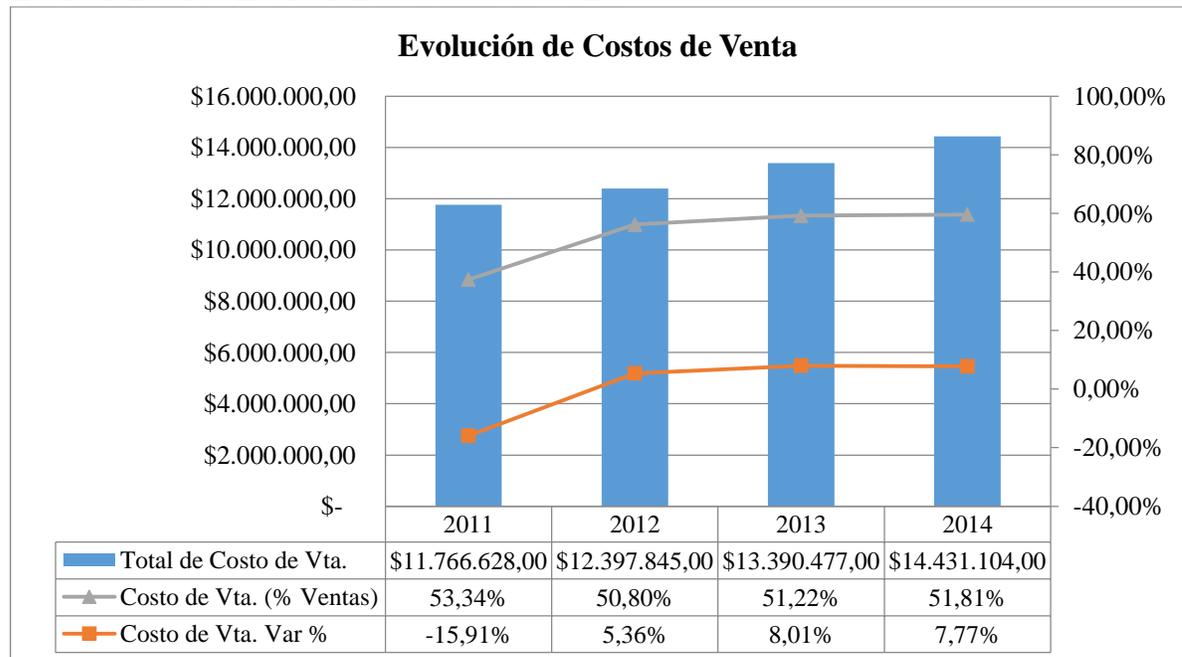


Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

La empresa Marine Salt ha tenido en promedio una variación de 8.10% en cuanto a sus ingresos por ventas comprendidos en el período analizado (2011–2014). Esta variación ha ido disminuyendo cada año debido a que por el tiempo que lleva operando no experimenta mayores alzas en este rubro ya que cuenta con una participación del mercado ecuatoriano constante del 97% desde el año 2010; según detalla el departamento de Ventas de la empresa. Con el fin de incrementar este rubro la empresa ha decidido invertir en tecnología e innovar a partir del 2016; según informa el departamento financiero de Marine Salt.

Costos de Venta

Ilustración 4.14 - Evolución de Costos de Venta



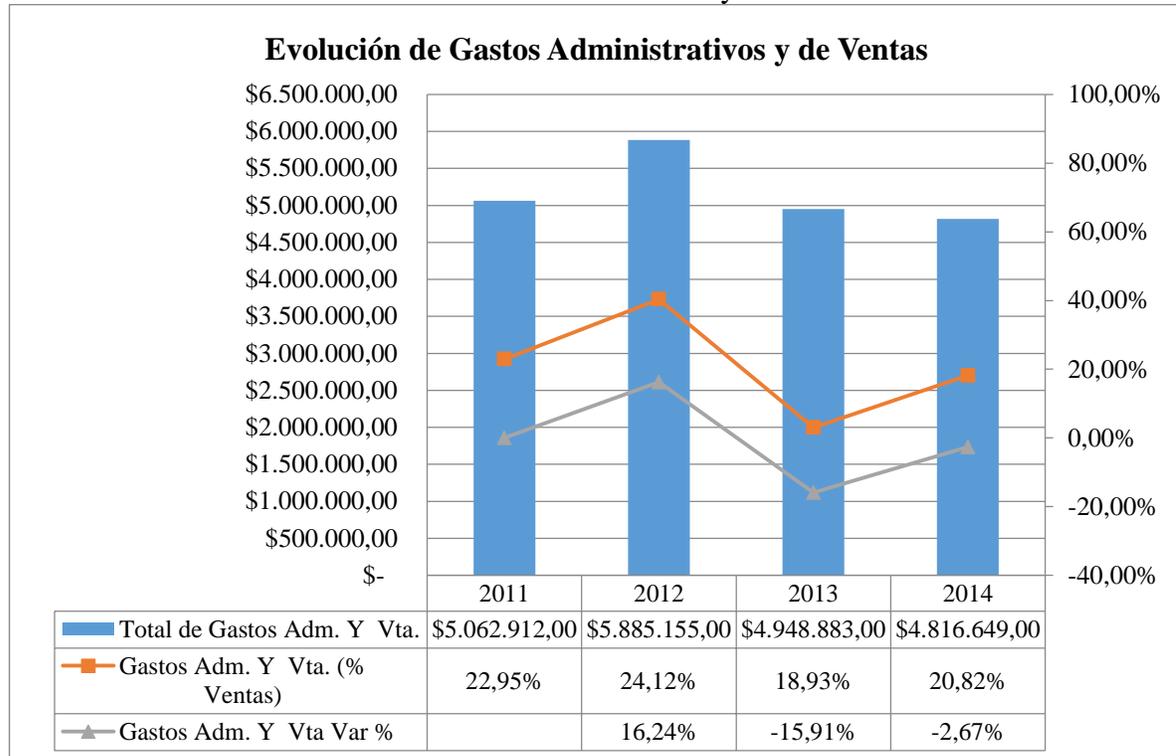
Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

El promedio de las variaciones del Costo de ventas del período analizado es 7.05%; en el año 2013 el negocio experimentó la mayor variación de este rubro debido al aumento del costo de extracción de la materia prima.

El promedio de la variación del Costo de venta con respecto a los Ingresos por Ventas de Marine Salt es de 51.79%; este porcentaje es bajo en comparación a empresas del mismo sector que poseen en promedio un costo de ventas del 70% según la revista Ekos Negocios.

Gastos Administrativos y de Ventas

Ilustración 4.15 - Evolución de Gastos Administrativos y de Ventas



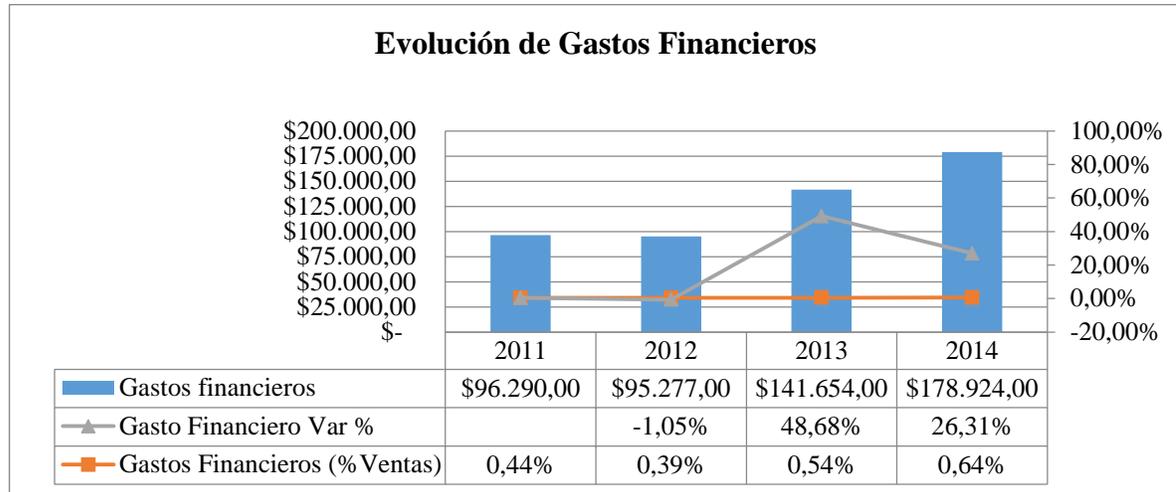
Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

La variación promedio anual de los Gastos administrativos y de Ventas de Marine Salt es de -0.78%. Este porcentaje se debe a que en el año 2012, la compañía realizó la desvinculación de ciertos funcionarios; esta desvinculación generó pagos debitados de las Provisiones de jubilación y desahucio y se vieron reflejados en los resultados del año por los registros de esta cuenta. Adicionalmente, en el año 2013 se contó con una disminución considerable en los beneficios pagados a sus empleados.

La variación promedio de los Gastos Administrativos y de Ventas con respecto a los Ingresos por ventas es de 20.82%.

Gastos financieros

Ilustración 4.16 - Evolución de Gastos financieros



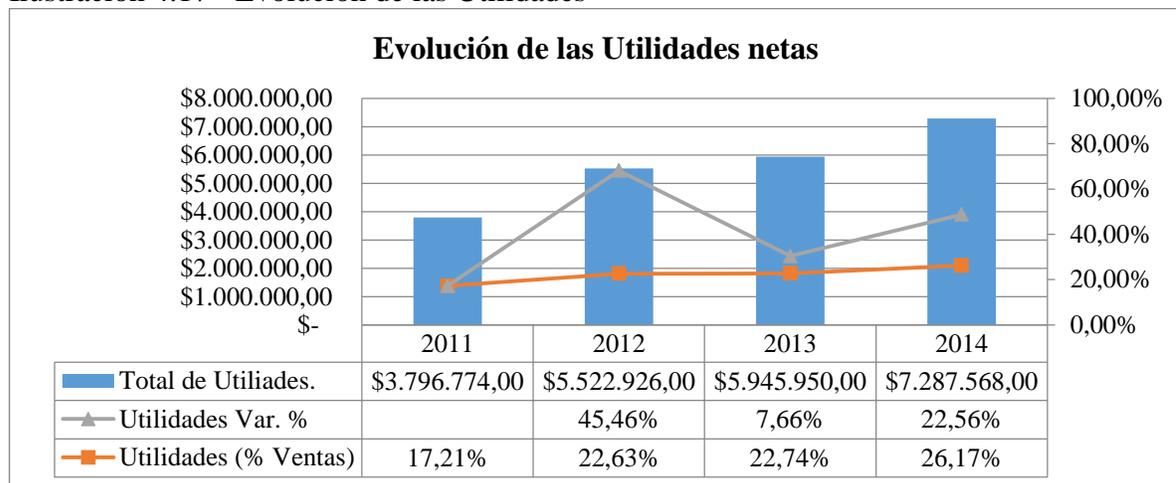
Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

La variación promedio anual de los Gastos financieros de Marine Salt es de 24.64%. Este porcentaje se debe a un cambio significativo en el año 2014 debido al aumento del 304% de las Obligaciones con instituciones financieras a corto plazo.

El promedio de Gastos financieros como porcentaje de las ventas es del 0.50%.

Utilidades netas

Ilustración 4.17 - Evolución de las Utilidades



Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

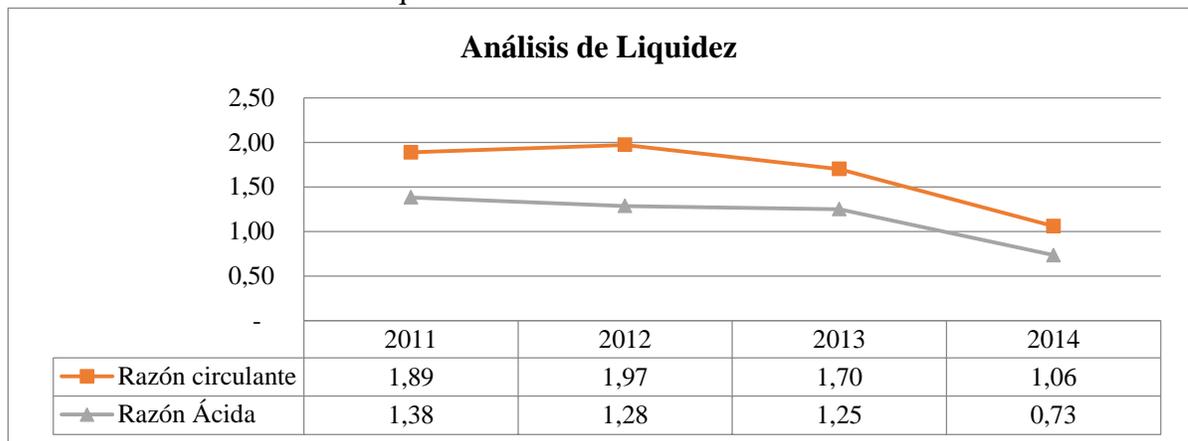
La variación promedio de la Utilidad neta reportada por la empresa en el período analizado es de 25.23%. En el año 2011, se convirtió en subsidiaria de la compañía Linker, LLC; que forma parte de un grupo empresarial peruano que compró las acciones de Morton

LLC con una participación del 50% y a Savage, LLC con una participación del 12.25%; obteniendo una participación total de 62.25% de las acciones de Marine Salt. Con esto la empresa logró disminuir sus Costos de venta; generando aumento de sus beneficios totales.

La variación de las Utilidades netas con respecto a las Ventas es de 22.19%.

Ratios de Liquidez

Ilustración 4.18 - Ratios de Liquidez



Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

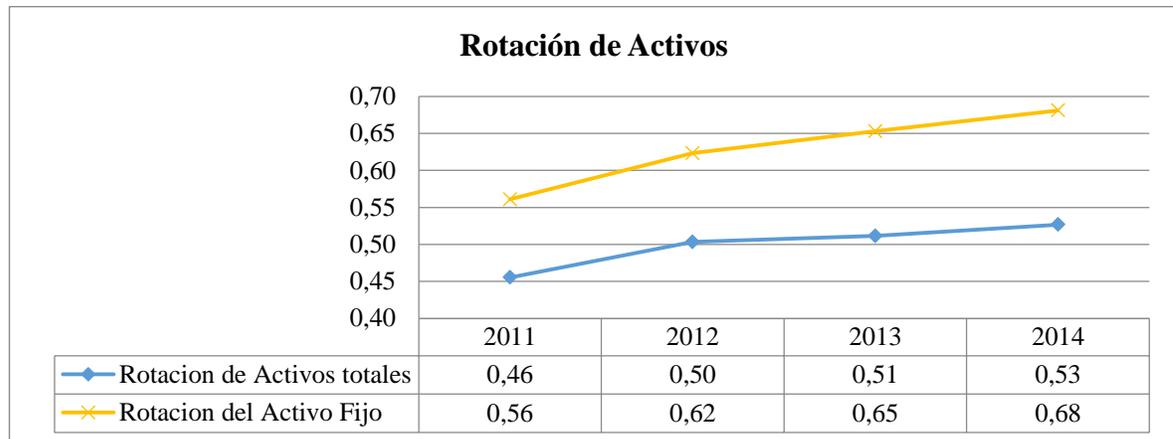
Marine Salt presenta una razón de efectivo promedio de 1.65 desde 2011 al 2014; lo cual significa que por cada dólar que la empresa debe a corto plazo cuenta con \$1.65 para pagar sus deudas; como podemos ver esta razón ha disminuido en el último año y esto se debe a que sus obligaciones con instituciones financieras aumentaron de manera considerable en un 16.53% con respecto al 2013.

En cuanto a la prueba ácida, presenta una razón promedio de 1.16 desde 2011 al 2014 lo cual significa que por cada dólar que la empresa debe a corto plazo cuenta con \$1.16 para responder por sus obligaciones sin vender su inventario; esto preocupa ya que en 2014 la empresa no puede cumplir sus obligaciones sino logra vender su inventario.

La empresa, cuenta con una prueba de liquidez baja debido a que están invirtiendo en otros recursos que si les dan rendimiento ya que el éxito para esta empresa no es tener la plata guardada sino generando rendimientos. Con respecto a la Prueba Ácida, se sugiere a la empresa lograr mayor salida de inventarios ya que se indica la posibilidad de que se tenga un exceso de activos líquidos y por tanto se esté perdiendo rentabilidad de los mismos.

Ratios de Rotación

Ilustración 4.19 - Análisis de Ratios de Rotación de Activos

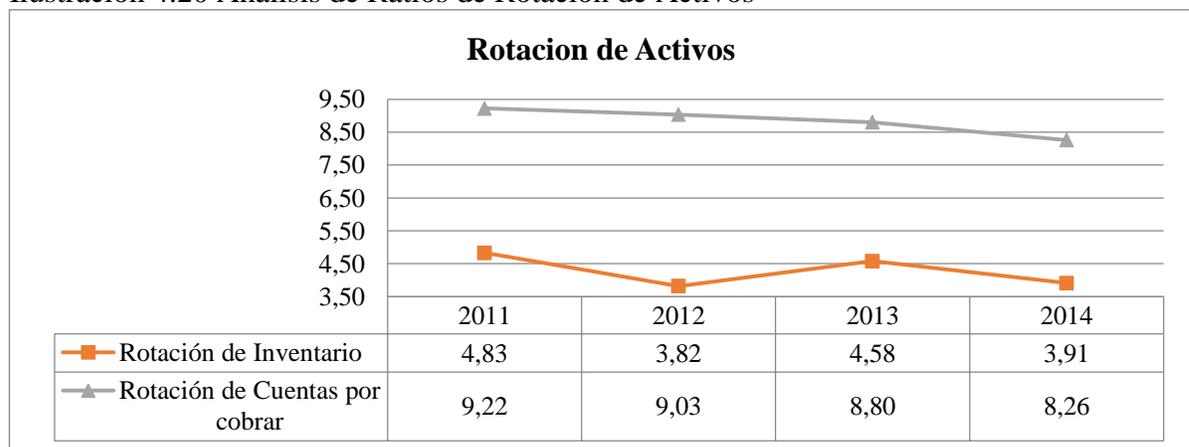


Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

El promedio de Rotación de Activos totales es de 0.50. La empresa no realiza el suficiente volumen de operaciones con respecto a la inversión que realiza en activos totales; se recomienda aumentar sus ventas o en su defecto debe vender algunos activos, o una combinación de ambas medidas

El promedio de Rotación de Activos Fijos es de 0.63. Esto indica que no se están generando las ventas necesarias con el activo fijo de la empresa; se debería mejorar la eficiencia de la empresa para utilizar su planta y equipos para generar ventas. En una amplia visión, la empresa tiene costos de Activos fijos muy altos y debería vender algunos o en su defecto mejorar las ventas para incrementar su eficiencia.

Ilustración 4.20 Análisis de Ratios de Rotación de Activos



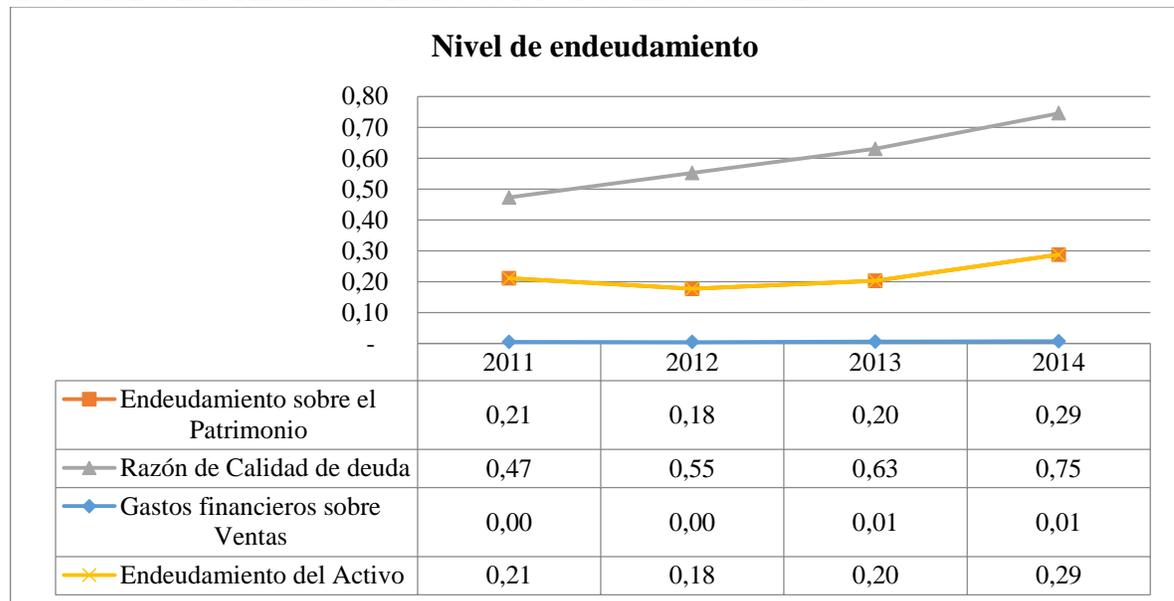
Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

En promedio desde el 2011 al 2014, la rotación de inventarios es de 4.28. Este ratio indica que la empresa está colocando en el mercado 4.28 veces el valor de la inversión efectuada en activos fijos. Se recomienda aumentar las ventas o disminuir la inversión ya que este valor está indicando que la empresa se encuentra generando pocas ventas con una inversión elevada.

En cuanto a Rotación de Cuentas por cobrar, el promedio es de 8.83. Este ratio demuestra que la inversión efectuada en clientes está generando una buena venta posible.

Ratios de Endeudamiento

Ilustración 4.21 - Análisis de Ratios de Nivel de Endeudamiento



Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

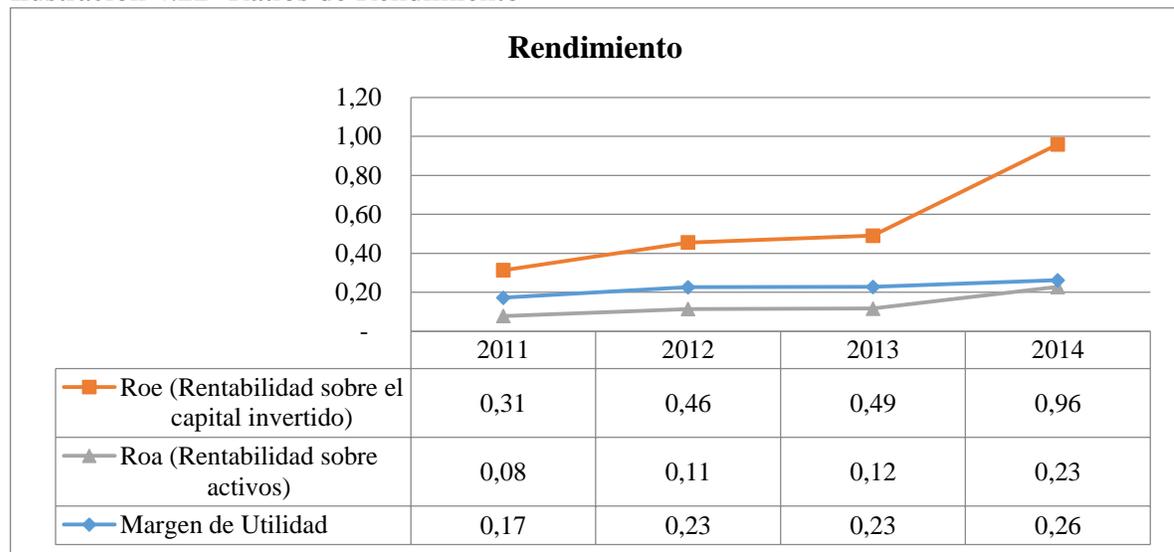
En cuanto a estos indicadores, el endeudamiento promedio desde 2011 al 2014 es 0.22; el cual nos señala que la participación de los acreedores en la empresa es de 22% para el año. Esto representa que por cada dólar que tiene invertido en sus activos, el 22% respectivamente han sido financiados por los acreedores y de liquidarse la empresa estos activos totales al valor en libros contaría con un 78% de su valor, luego de realizar la cancelación de sus deudas en vigencia. Se recomienda aumentar su Pasivo o en su defecto disminuir su patrimonio para aprovechar el financiamiento por medio de préstamos.

En cuanto a la Razón de Calidad de deuda, el promedio es de 0.60; lo que representa que la empresa tiene una buena calidad con respecto al nivel de endeudamiento en lo que a plazo se refiere.

El promedio de ratio de Gastos financieros sobre ventas es de 0.01; esto indica que los gastos financieros no son excesivos en relación a la cifra de ventas; el endeudamiento del Activo de 0.22, la empresa tiene un exceso de patrimonio; aquí podemos notar que este ratio va en aumento por ende la empresa cada año va a tener más deuda por ahora tiene un riesgo reducido; pronto la empresa financiara sus proyectos con una combinación equilibrada entre endeudamiento y patrimonio.

Ratios de Rendimiento

Ilustración 4.22- Ratios de Rendimiento



Fuente: Estados Financieros Marine Salt C.A.

En cuanto al rendimiento del patrimonio, el resultado es del 0.55 en promedio. Esto significa que por cada dólar que los accionistas mantienen se genera un rendimiento del 55% sobre el patrimonio. Es decir, este ratio predice si la empresa cuenta o no con la capacidad de generación de ganancias (utilidad) a favor del propietario. Este ratio se encuentra en un buen nivel.

La utilidad neta con respecto al activo total corresponde al 0.13 en promedio mostrando la capacidad del activo para generar utilidades independientemente de la forma como haya sido financiada. Quiere decir, que cada dólar invertido en cada año indicado en los activos produjo un rendimiento de 13% sobre la inversión de capitales de cada año respectivamente. El haber obtenido un ROE mayor que el ROA en todos los años se debe a

que la un porcentaje de su activo se financio con deuda y ello ha hecho posible que su rentabilidad financiera aumente.

Con respecto al Margen de utilidades; corresponde el 0.22 en promedio; esto nos indica que cada dólar en utilidad neta tiene un rendimiento de 22% sobre las ventas de cada año en promedio.

En cuanto a los indicadores de rendimiento; esta empresa ha ido tomando buenas medidas de decisión conforme a cada año y está mejorando el porcentaje que recibe de ganancia al igual que la rentabilidad sobre su patrimonio y activos.

CAPÍTULO V

5 Valoración de Marine Salt C.A.

5.1 Supuestos de la valoración

Como se estableció en el capítulo 3, el método elegido para valorar a Marine Salt C.A. es el Flujo de fondos descontados con el objetivo de realizar la estimación de los flujos futuros esperados que serán descontados a través de una tasa WAAC. Para obtener la estimación de los flujos futuros de la empresa se realizará una proyección del período comprendido del 2016 al 2020, con el fin de tener montos lo más acertados posibles.

Para la proyección de los flujos futuros se tendrá en consideración varios supuestos; los cuales han sido adoptados a partir del análisis macroeconómico, microeconómico e interno de la empresa y con la ayuda del Departamento de Finanzas de Marine Salt. Los supuestos son los siguientes:

- Como se ha mencionado en capítulos anteriores el proceso productivo de Marine Salt depende netamente de factores climáticos. Para el año 2016, el Instituto Nacional de Meteorología e Hidrología ha pronosticado la aparición del fenómeno de El Niño; lo cual podría generar decrecimiento en los ingresos de la empresa. Marine Salt se encuentra plenamente preparada ante esta situación y ha creado medidas de abastecimiento sobre inventarios por lo que en caso de ocurrencia del fenómeno, pasará desapercibido para la empresa. Es por esto que se estima que los ingresos por ventas del período 2016-2020 aumentarán en 5.52%, 4%, 6.5%, 7,5% y 8% respectivamente con decrecimiento en el 2017 debido a que en este año una de sus plantas de lavado de sal dejará de funcionar por la construcción de la nueva infraestructura para la exportación que tendrá lugar a partir del año 2018.
- Los costos de ventas serán tomados como porcentaje de los ingresos por ventas. Su estimación será del 55%, 57%, 60%, 62% y 63% para el período 2016-2020.
- La estructura sobre el nivel de deuda será constante con un valor de \$1.000.000,00 a excepción del año 2017; en el cual se realizará un préstamo por \$5,839,457.25 que serán invertidos en la construcción de la nueva infraestructura para la exportación de sal.

- Los Gastos administrativos y de Ventas se asumirán como constantes con un valor de \$5,178,399.75 respectivamente correspondientes al promedio de este rubro de los últimos 4 años.
- Los Gastos financieros (gastos de interés) incrementarán un 5% cada año.
- Se tiene el equivalente a \$671,196 de capital de trabajo inicial obtenido de la diferencia de Activo corriente y Pasivo corriente del año 2014. Posteriormente y hasta el 2017 será requerido el 5% de los ingresos por ventas al inicio de cada año correspondiente al promedio de la proporción Capital de Trabajo/Ventas del período analizado y a partir del 2018 será requerido el 6%.
- Se prevé inversión en tecnología y mantenimiento de activos fijos por un monto constante de un millón de dólares cada año, exceptuando el año 2017 donde este valor se triplica.
- Para la depreciación se ha tomado de referencia el promedio de datos históricos y se ha adicionado un valor por la depreciación de los nuevos activos fijos de la inversión detallada en el supuesto anterior. Tendrá un valor constante de un millón y medio de dólares hasta el 2017 y desde el 2018 será de dos millones de dólares.
- La amortización para el período a proyectar (2016-2020) será de \$1.225.258,00, \$1.851.300,50, \$2.644.715,00, \$1.851.300,50 y \$1.225.258,00 respectivamente. Estos valores fueron tomados del histórico de amortización del pago de deuda y se adicionó el valor de amortización por las nuevas obligaciones a adquirir.
- Con respecto al crecimiento perpetuo, ha sido considerado como base el crecimiento esperado de ingresos por ventas del 5%. Este valor fue proporcionado por el Gerente financiero de la empresa; basándose en la proyección del crecimiento del sector.
- La tasa impositiva está compuesta del 15% por concepto de Participación de trabajadores y del 22% correspondiente al Impuesto a la renta.

5.2 Cálculo del Capital de Trabajo

Se utilizará la siguiente fórmula contable para estimar el valor inicial del capital de trabajo:

$$\text{Capital de trabajo} = \text{Total de Activos corrientes} - \text{Total de Pasivos corrientes}$$

Luego de realizar el cálculo, el capital de trabajo inicial es de \$671,196; tomando en consideración la información del Estado de Situación Financiera perteneciente al año 2014. En cuanto a períodos posteriores, se ha estimado que el capital de trabajo requerido para será el 5% del monto total de los ingresos por ventas al inicio de cada año hasta el 2017; este valor fue obtenido del promedio de la proporción de Capital de trabajo/Ingresos por ventas de los últimos años de Marine Salt. A partir del 2018 será requerido el 6% de los ingresos por ventas.

5.3 Aplicación del método FCD

5.3.1 Cálculo del CAPM

Se utilizará el Modelo de valoración de precios de activos de capital o CAPM para obtener el K_p . La fórmula es la siguiente:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta * \text{Prima de riesgo} + \text{Diferencia promedio de inflación de Ecuador y USA}$$

Como base se utilizó el beta sin apalancamiento correspondiente al sector Metales y Minería de Estados Unidos obtenido de la página web de Damodaran (0.99). Luego se calculó el beta apalancado con el nivel de deuda de Marine Salt que es de 1.02.

La tasa libre de riesgo (R_f) a usar es de 2.08%. Para su obtención se utilizó como referente a los bonos del tesoro de Estados Unidos con respecto a diez años de la página web Yahoo Finance el 12 de enero de 2016.

La prima de riesgo de mercado que se usará es de 4.54%, obtenida de la página web de Damodaran.

Para calcular la diferencia promedio de inflación entre Ecuador y Estados Unidos, se usaron las proyecciones inflacionarias para ambos países del Country Report de Ecuador de The Economist Intelligence Unit generado el 20 de enero de 2016; obteniendo una diferencia promedio de 1.37%.

El resultado del CAPM de Marine Salt es 8.06%.

5.3.2 Cálculo del WAAC

Para el cálculo de la tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC) para la valoración de Marine Salt C.A. se utilizará la siguiente fórmula:

$$WACC = \left(\frac{P}{V}\right) K_p + \left(\frac{D}{V}\right) K_d (1 - T_c)$$

Donde:

P/V = Nivel del patrimonio sobre los activos.

D/V = Nivel de deuda financiera.

K_p = Tasa de rendimiento para los accionistas, o costo patrimonial.

K_d = Tasa exigida a la deuda.

T_c = Tasa de impuestos.

El valor del K_p fue obtenido mediante el CAPM.

El valor del K_d se obtuvo del promedio de tasas a las que la empresa había obtenido obligaciones con instituciones financieras en el período 2011–2014 que fue de 8.52%.

Para el período del 2014 se obtuvo un total de deuda financiera de \$1,000,000.00 y el total de patrimonio de \$39,151,328.75, la tasa impositiva que se considerará será del 22% de impuesto a la renta y el 15% de participación a los trabajadores.

En total se obtuvo un WAAC del 8%.

5.3.3 Valor residual

Como se mencionó en la metodología, el valor residual se calculará mediante el modelo de crecimiento de Gordon. Para el caso de Marine Salt fue tomado el valor proyectado en el año 2020 y se asume que los flujos de fondos incrementarán de modo perpetuo a una tasa del 5%.

Con esta información se procede a la obtención del flujo de caja libre y flujo de caja del accionista presentados a continuación:

Tabla 5.1 - Flujo de caja libre

Flujo de Caja de los activos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Utilidad Neta		\$ 4.624.347,65	\$ 4.714.195,06	\$ 4.652.300,44	\$ 4.230.784,54	\$ 4.418.998,17	\$ 4.892.566,96
(+) Depreciación		\$ 1.500.000,00	\$ 1.500.000,00	\$ 1.500.000,00	\$ 2.000.000,00	\$ 2.000.000,00	\$ 2.000.000,00
(+) Intereses desp. de Imptos		\$ 43.148,22	\$ 45.305,63	\$ 47.570,91	\$ 49.949,45	\$ 52.446,93	\$ 55.069,27
(-) Inversión en Act. fijos		\$(1.000.000,00)	\$(1.000.000,00)	\$(3.000.000,00)	\$(1.000.000,00)	\$(1.000.000,00)	\$(1.000.000,00)
(-) Inversión en CT	\$ (794.901,80)	\$ (80.928,60)	\$ (61.881,06)	\$ (104.578,98)	\$ (496.911,07)	\$ (176.831,80)	\$ (119.361,47)
Flujo de Caja Libre	\$ (794.901,80)	\$5.086.5676,27	\$ 5.197.619,63	\$ 3.095.292,36	\$ 4.783.822,92	\$ 5.294.613,29	\$ 5.828.274,77
Valor Residual							\$ 53.924.365,53
Valor de la empresa	\$ 55.603.697,97						

Fuente: Elaboración propia, Estados financieros de Marine Salt C.A.

Tabla 5.2 - Flujo de caja del accionista

Flujo de caja del accionista	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Libre	\$ (794.901,80)	\$5.086.5676,27	\$ 5.197.619,63	\$ 3.095.292,36	\$ 4.783.822,92	\$ 5.294.613,29	\$ 5.828.274,77
(-) Intereses desp. de Imptos.		\$ (43.148,22)	\$ (45.305,63)	\$ (47.570,91)	\$ (49.949,45)	\$ (52.446,93)	\$ (55.069,27)
(+) Préstamo		\$ 1.000.000,00	\$ 1.000.000,00	\$ 5.839.457,25	\$ 1.000.000,00	\$ 1.000.000,00	\$ 1.000.000,00
(-) Amortización de préstamo		\$ (631.472,00)	\$ (1.225.258,00)	\$(1.851.300,50)	\$(2.644.715,00)	\$(1.851.300,50)	\$(1.225.258,00)
Flujo de caja del accionista	\$ (794.901,80)	\$ 5.411.018,45	\$ 4.927.056,00	\$ 7.035.878,21	\$ 3.089.158,47	\$ 4.390.865,87	\$ 5.547.947,50
Valor residual							\$50.010.233,73
Valor del patrimonio	\$ 54.150.491,60						
Valor de la deuda	\$ 1.453.206,38						

Fuente: Elaboración propia, Estados financieros de Marine Salt C.A.

5.4 Sensibilización: Aplicación de la Simulación de Montecarlo

Para realizar la sensibilización de las variables que afectan a la generación de valor de Marine Salt, se hará uso de la simulación de Montecarlo.

Se han escogido dos tipos de variables que afectan a los flujos de fondos del negocio: macroeconómicas e internas. Dentro de las variables macroeconómicas se tiene al crecimiento del PIB debido a la correlación positiva que posee con respecto a los ingresos por ventas. Además, también se ha considerado a la inflación por el impacto que genera en los costos de venta y en el poder adquisitivo de los consumidores. En cuanto a las variables internas escogidas, se tiene al crecimiento de los ingresos de la empresa y a la proporción del costo de venta con respecto a los ingresos por ventas.

5.4.1 Simulación de Montecarlo

La simulación de Montecarlo para el presente trabajo está orientada a estimar el valor de Marine Salt según tres diferentes escenarios; en donde las variables a sensibilizar toman diversos valores considerando la media de sus registros históricos y su dispersión.

Las estimaciones de la perpetuidad del crecimiento del PIB e inflación corresponden al promedio de la proyección de cada variable tomada del Country Report de Ecuador de The Economist Intelligence Unit generado el 20 de enero de 2016. Se obtuvo una perpetuidad de 1.31% y 3.15% respectivamente.

La perpetuidad con respecto a los ingresos por ventas corresponde a la proyección del crecimiento del sector del 5%.

Para la perpetuidad del Costo de Venta/Ingresos por ventas, se tomó como referente el valor de su proyección en el año 2020. El valor es del 63%.

Tabla 5.3 - Estimación de las variables a sensibilizar

VARIABLE	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidad
% PIB	-0.70%	0.70%	1.70%	1.90%	2.10%	2.20%	1.31%
Inflación	3.30%	3.90%	3.30%	3.00%	2.80%	2.60%	3.15%
G Ventas	5.28%	5.52%	4.00%	6.50%	7.50%	8.00%	5.00%
Costo de Vtas (% de Vtas)	53.00%	55.00%	57.00%	60.00%	62.00%	63.00%	63.00%

Fuente: Elaboración propia.

Adicionalmente, se construyó la matriz de correlación de las variables mencionadas en la tabla anterior a partir de los registros históricos de la empresa y del Banco Central del Ecuador. La matriz de correlación se muestra a continuación:

Tabla 5.4 - Matriz de correlación de las variables a sensibilizar

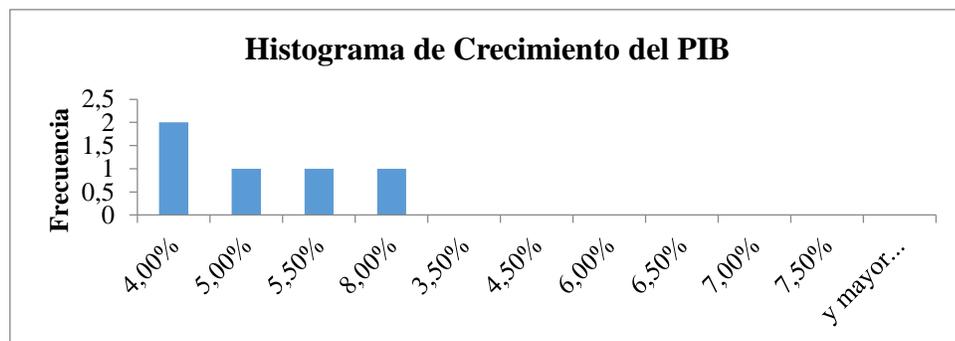
CORRELACIONES	Inflación	PIB	G Ingresos	Costo de Vtas (% Vtas)
Inflación	1	-0.6018101	-0.37055285	0.308253
PIB		1	0.06399835	0.587310
G Ingresos			1	0.214040
Costo de Vtas (% Vtas)				1

Fuente: Elaboración propia.

5.4.2 Determinación de la distribución de las variables

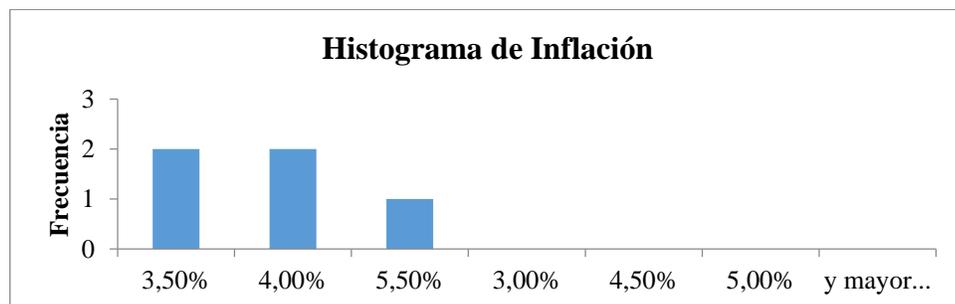
Para determinar el tipo de distribución de las variables macroeconómicas a sensibilizar se utilizó el registro histórico de cada una de ellas. A continuación se muestran los histogramas del período 2010-2014:

Ilustración 5.1 – Histograma de Crecimiento del PIB



Fuente: Banco Central del Ecuador.

Ilustración 5.2 – Histograma de Inflación

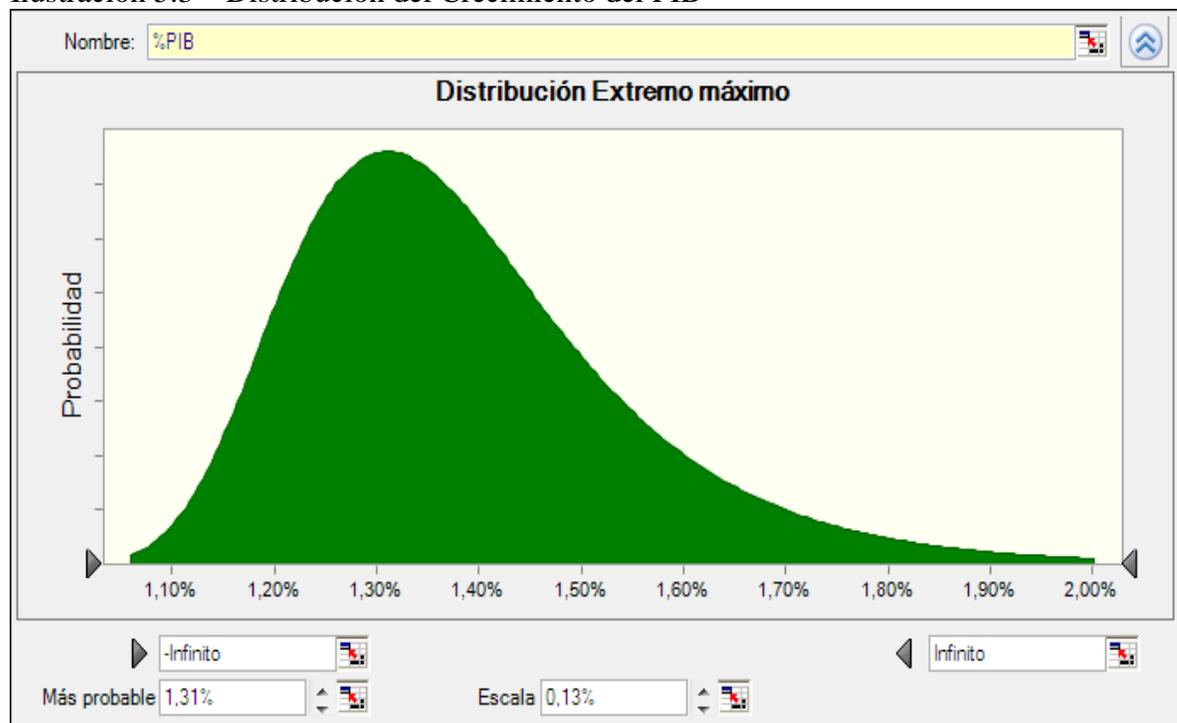


Fuente: Banco Central del Ecuador.

Gracias a los histogramas expuestos se pudo determinar la distribución histórica de las variables macroeconómicas a sensibilizar a través de la simulación de Montecarlo. Para el caso del crecimiento del PIB se determinó que la mejor distribución es la Extremo máximo con escala del 0.13%, mientras que la variable Inflación se ajusta a una distribución Logarítmica normal.

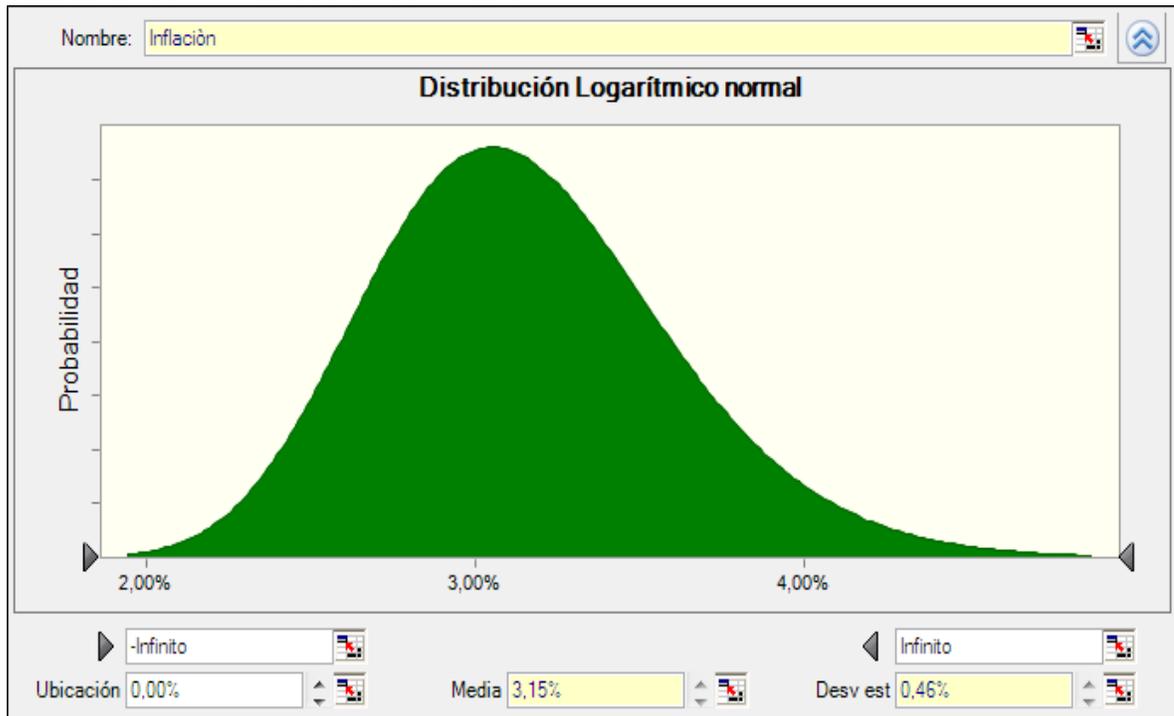
Debido a que la empresa tendrá cambios significativos en sus entradas y salidas de dinero por la exportación que planea realizar en el año 2018; para determinar la distribución para el G de Ventas y el Costo de ventas (como % de Ingreso por ventas) no se usaron us registros históricos sino que se escogió una distribución normal que se ajusta más a su futuro comportamiento. A continuación se presenta a cada variable con su respectiva distribución, valores de media y desviación estándar.

Ilustración 5.3 – Distribución del Crecimiento del PIB



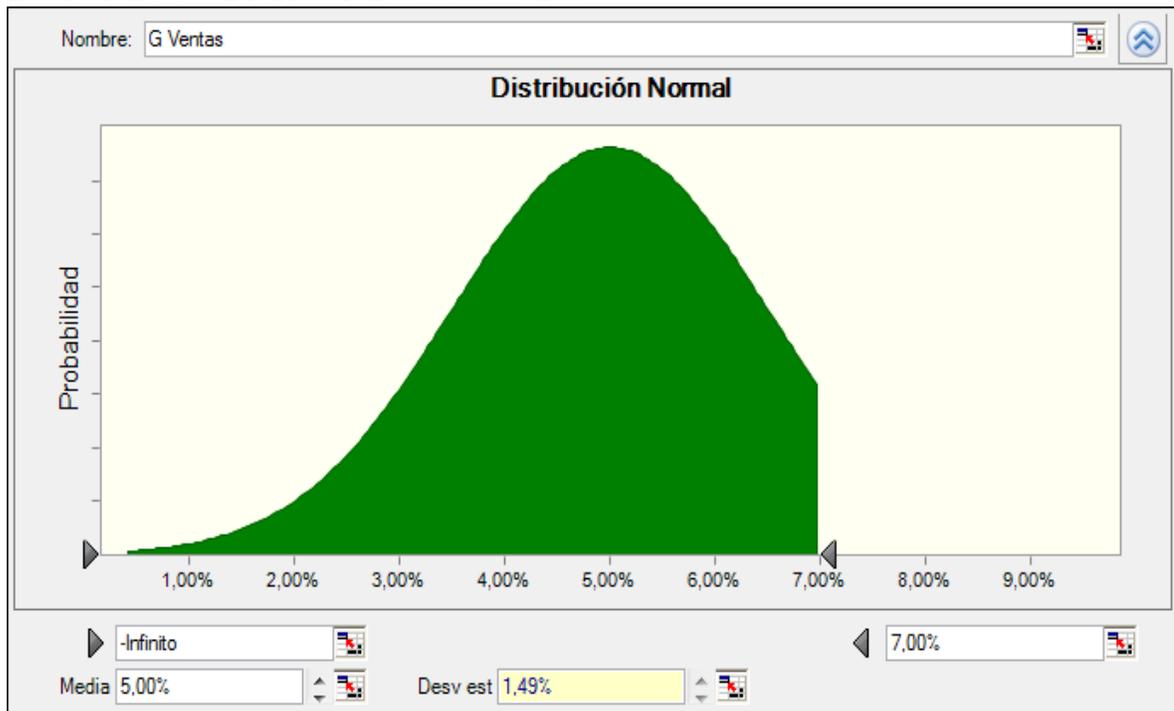
Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 5.4 – Distribución de Inflación



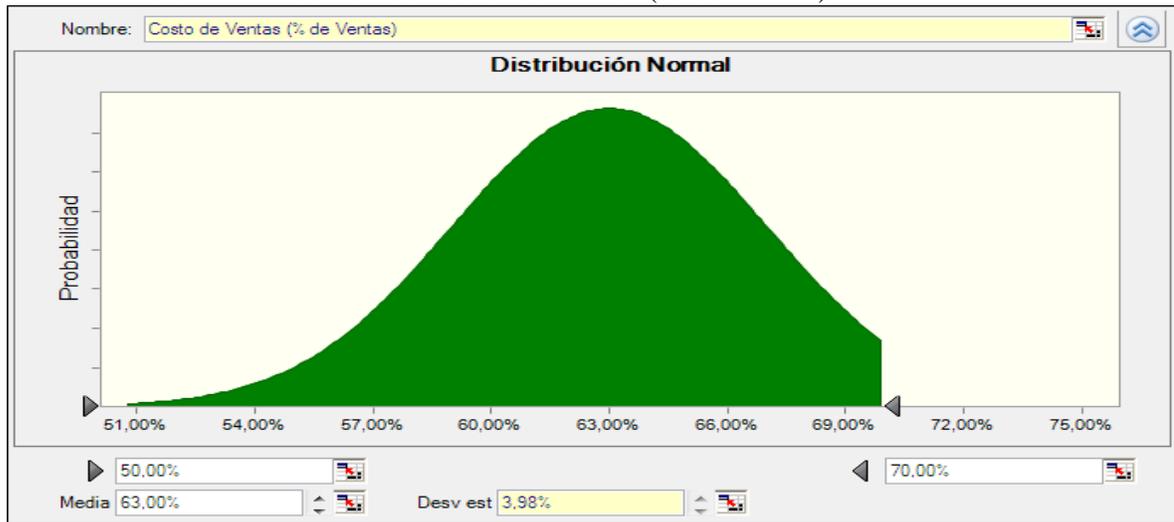
Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 5.5 – Distribución de G de Ventas



Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 5.6 – Distribución del Costo de ventas (% de Ventas)

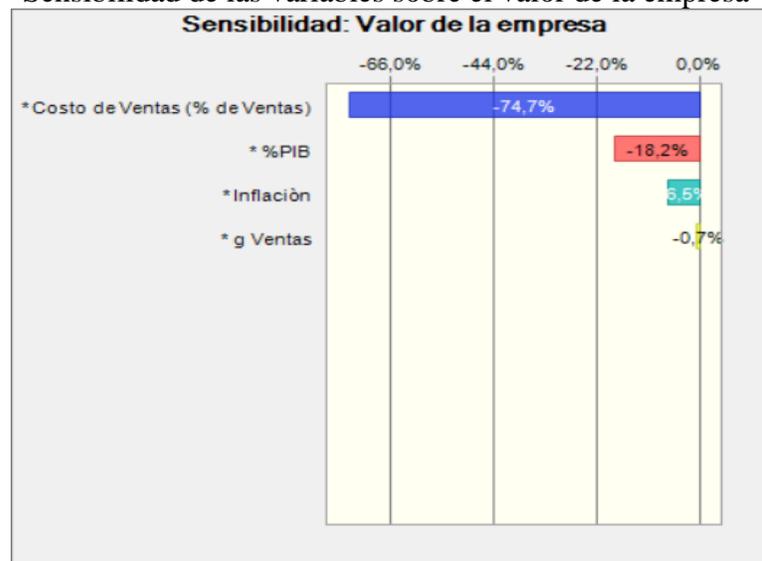


Fuente: Elaboración propia.

5.5 Resultados de la Simulación de Montecarlo

Una vez establecidas las distribuciones, valores de media y desviaciones estándar de cada variable se procede a realizar 10000 iteraciones con ayuda del simulador para la obtención del valor de empresa y el valor de patrimonio. Según los resultados que se han obtenido, el Costo de ventas (% de Ventas) afecta al valor de la empresa de Marine Salt negativamente (-74.7%), el crecimiento de las ventas de manera negativa (-0.7%), la inflación positivamente (6.5%) y el crecimiento del PIB de forma negativa (-18.2%).

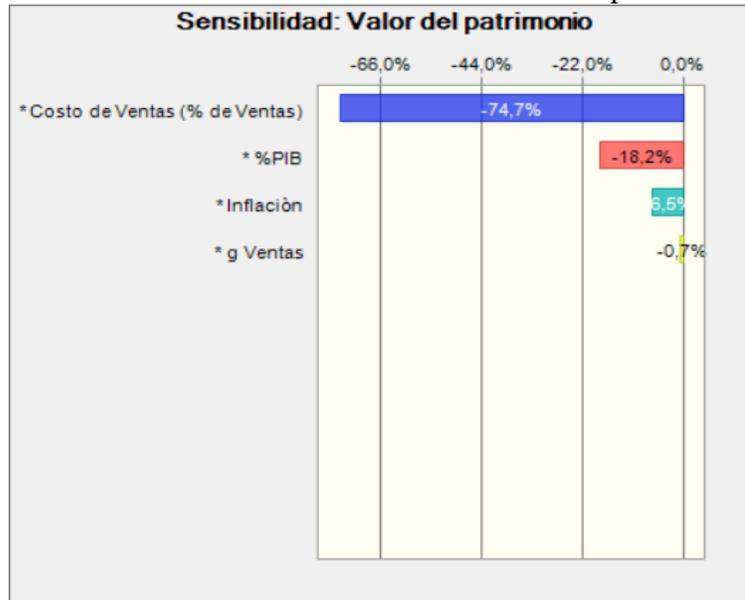
Ilustración 5.7 – Sensibilidad de las variables sobre el valor de la empresa



Fuente: Elaboración propia.

Para el caso de Marine Salt C.A., la sensibilidad de las variables escogidas para la simulación es la misma tanto para el valor de la empresa como para el valor del patrimonio.

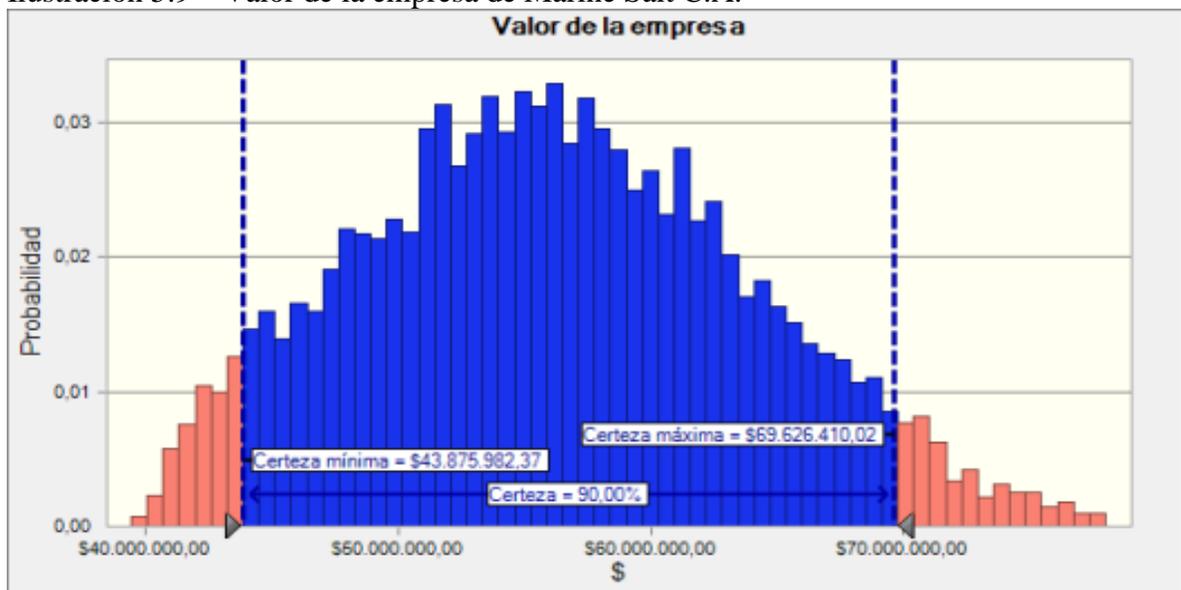
Ilustración 5.8 – Sensibilidad de las variables sobre el valor del patrimonio



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, con un nivel de confianza o certeza del 90% el rango del valor de la empresa Marine Salt C.A. está entre \$43.875.982,37 y \$69.626.410,02. Posee una media de \$56.257.625,98 y una desviación estándar de \$7.767.128,72.

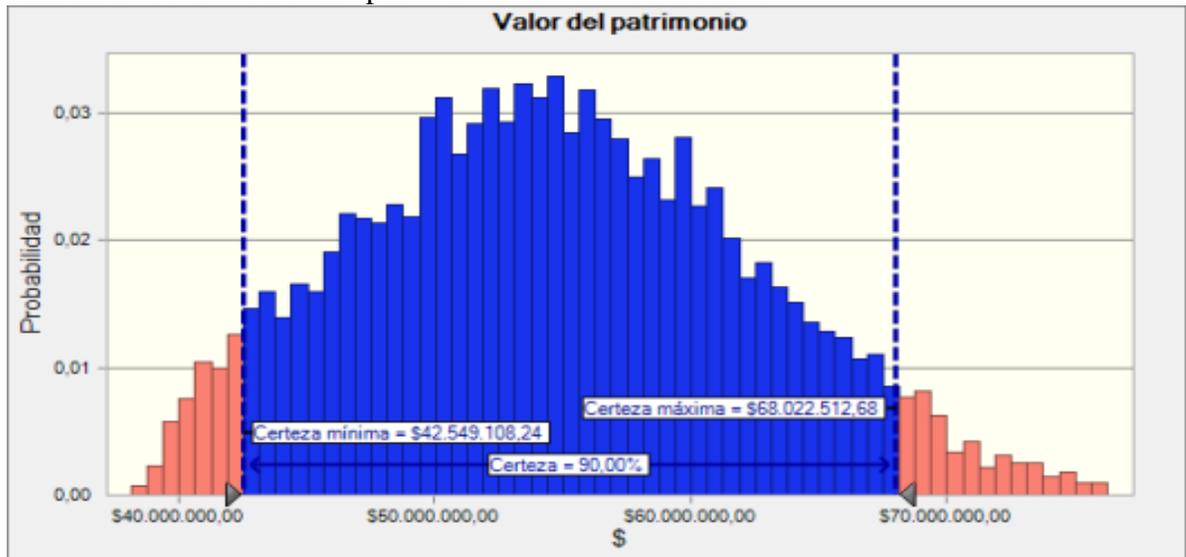
Ilustración 5.9 – Valor de la empresa de Marine Salt C.A.



Fuente: Elaboración propia.

Así mismo, con un nivel de confianza o certeza del 90%, el rango del valor del patrimonio de Marine Salt C.A. está entre \$42.549.108,24 y \$68.022.512,68. Posee una media de \$54.797.417,40y una desviación estándar de \$7.683.614,87

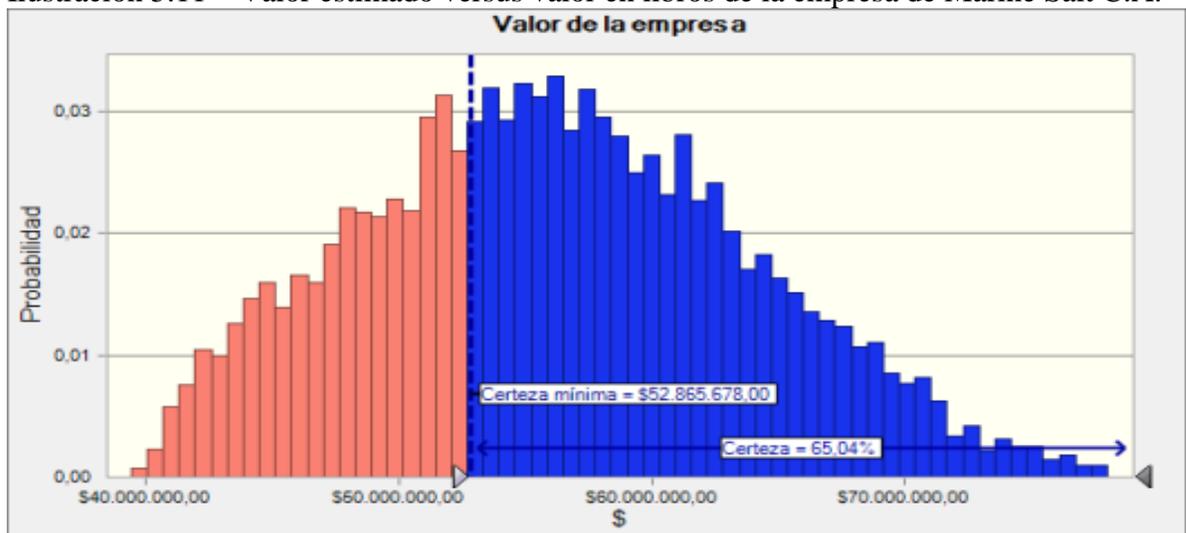
Ilustración 5.10 – Valor del patrimonio de Marine Salt C.A.



Fuente: Elaboración propia.

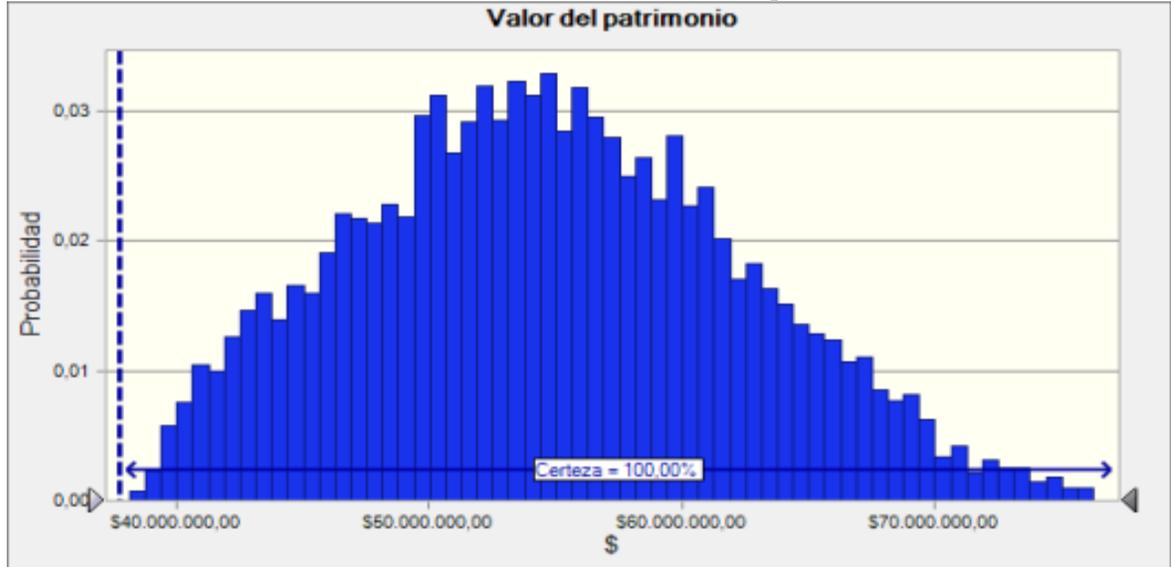
Adicionalmente, se comparó el valor en libros de la empresa y del patrimonio de Marine Salt del año 2014 (\$52.865.678,00 y \$37.697.935,00 respectivamente) para obtener la probabilidad de superar dichos valores contables. El resultado de ambas probabilidades fue del 65.04% y 100%. A continuación se muestran las ilustraciones respectivas:

Ilustración 5.11 – Valor estimado versus valor en libros de la empresa de Marine Salt C.A.



Fuente: Elaboración propia.

Ilustración 5.12 – Valor estimado versus valor en libros del patrimonio de Marine Salt C.A.



Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO VI

6 CONCLUSIONES

La valoración financiera de empresas es una herramienta útil que ayuda a lograr una efectiva toma de decisiones por parte de los administradores y directivos porque proporciona información sobre el destino de la empresa bajo diferentes escenarios; lo que permite seleccionar la mejor estrategia a implementar.

Son muchos los métodos existentes para realizar la valoración financiera a una empresa, pero no todos se ajustan a las necesidades, atributos y características de cada una. Es por esto que se debe seleccionar un método conforme a la estructura y giro del negocio, impacto macroeconómico, sectorial y de acuerdo al objetivo planteado para la valoración.

El método de Flujo de caja descontado que se utilizó fue el adecuado porque permite ver los flujos de fondos generados por la empresa con un panorama más amplio y su comportamiento en el futuro ante cambios internos y externos; ya sea en cuanto a políticas económicas del país y sector, crecimiento del PIB, niveles inflacionarios, estrategias de mercado por parte de los directivos y accionistas, inversión y reinversión, expectativas de consumidores, entre otros factores que afectan directamente a las salidas y entradas de dinero para la empresa.

En cuanto al entorno externo de Marine Salt, el Ecuador no posee un buen panorama en la actualidad y se debe principalmente a la caída del precio del petróleo, el gobierno con miras de aumentar la producción nacional ha adoptado medidas para que este decrecimiento económico no afecte en gran cuantía a las empresas ecuatorianas. Adicionalmente, Marine Salt se encuentra en grado de incertidumbre ante el fenómeno de El Niño ya que a pesar de estar preparados y tener control en el abastecimiento de sus producción; este factor climático puede generar pérdida de los beneficios de la empresa.

En cuanto al aspecto de las finanzas de Marine Salt, lo recopilado a través de los estados financieros fue de gran utilidad ya que esto permitió obtener una visión general de la situación actual e histórica de la empresa, pero esta información no es la idónea para establecer su valor real debido a que a pesar de que Marine Salt cuenta con una buena trayectoria y es dueña del 97.31% de la participación de comercialización de sal en el mercado ecuatoriano, desea expandirse hacia mercados internacionales. Esta expansión

proyectada a partir del 2017 representará grandes salidas de dinero por conceptos de construcción e inversión en la nueva infraestructura con mayor capacidad para producir sal y a partir del 2018 donde se prevé que empieza la exportación a países latinoamericanos y a Estados Unidos; se incrementarán sus ingresos por ventas y con ello se generará más valor a la empresa. Esta estrategia de expansión de mercado no está contemplada en los registros históricos de sus estados financieros pero si en la proyección de los flujos de fondos realizada en este trabajo.

Bajo estas premisas y con un nivel de certeza del 90% el valor de la empresa oscila entre \$43.875.982,37 y \$69.626.410,02 con un valor medio de \$56.257.625,98 y el valor del patrimonio entre \$42.549.108,24 a \$68.022.512,68 con valor medio de \$54.797.417,40.

El valor de empresa generado por la proyección de flujo de fondos futuros es 1.05 veces su valor en libros en el 2014. Marine Salt cuenta con una probabilidad de alcanzar o superar su valor en libros de activos y patrimonio (\$52.865.678,00 y \$37.697.935,00 respectivamente) del 64.05% y 100.00%. Estas probabilidades son altas; lo que hace pensar que Marine Salt será capaz de agregar valor como empresa a partir de los flujos proyectados en este trabajo; esta situación puede ser atribuida a la construcción de la nueva infraestructura para la exportación que planea realizar en el año 2018 ya que es el cambio más significativo en las entradas y salidas de dinero. No obstante, la empresa debe implementar estrategias para cambiar su forma de financiamiento, aprovechar de mejor manera sus activos físicos ya que posee maquinaria demasiado cara y ociosa y debe mantener el nivel de costo de ventas y gastos administrativos que posee actualmente ya que son menores que los del promedio de la industria.

REFERENCIAS

- Damodaran, A. (2002). *Valoración de Inversiones*. 2da. Edición, New York: John Wiley y Sons Inc.
- Damodaran, A. (2016). *Levered and Unlevered Beta by Industry – Emerg Market*. Obtenido en enero de 2016, <http://pages.stern.nyu.edu/damodaran/>
- The Economist Intelligence Unit, (2015). *Country Report – Ecuador*. Obtenido el 20 de enero de 2015.
- Ecuador. Banco Central del Ecuador, (2015). *Estadísticas Macroeconómicas*. Obtenida en noviembre 2015, <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro072015.pdf>
- Ecuador. Banco Central del Ecuador, (2015). *Cifras Económicas del Ecuador*. Obtenida en noviembre 2015, <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201511.pdf>
- Ecuador. Superintendencia de Compañía, (2015). *Estados financieros de Marine Salt C.A.* Obtenida en noviembre de 2015, http://appscvs.supercias.gob.ec/portaldedocumentos/consulta_cia_menu.zul
- Ekos Negocio, (2015). *Ranking empresarial: Top 1000*. Obtenida en noviembre de 2015, <http://www.ekosnegocios.com/empresas/RankingEcuador.aspx>
- Ekos Negocio, (2015). *Perspectiva económicas 2015*. Obtenida en noviembre de 2015, <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/1134.pdf>
- Fernández, P. (2000). *Valoración de Empresa*. Madrid: Ediciones Gestión 2000 S.A.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de Valoración de Empresa*. Madrid: IESE Business School-Universidad de Navarra.
- Jaramillo, F. (2010). *Valoración de Empresas*. Bogotá: ECOE Ediciones.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company Inc.
- Lubian, F., De Luna, W. (2001). *Valoración de empresas en la práctica*. Mac Graw Hill

- Pumpin, C. (2000). *Dinámica Empresarial*. Díaz de Santos.
- Revello, J. M. (2004). *La valoración de los negocios: Una guía teórica y práctica para valorar empresas*. Ariel Economía.
- Rodriguez, D. (2001). *Gestión Organizacional*. Plaza y Valdez.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (2009). *Finanzas Corporativas*. 8va edición, Mac Graw Hill.
- Sanjurjo, M.; Reinoso, M. (2003). *Guía de valoración de empresas*. Madrid: Prentice Hall.
- Yahoo Finance, (s.f.). *US Treasury Bonds Rate*. Obtenida en enero de 2016,
<http://finance.yahoo.com/market-overview/>