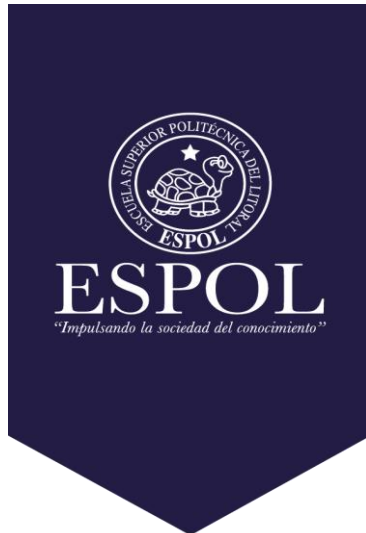


ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



FCSH

**FACULTAD DE CIENCIAS
SOCIALES Y HUMANÍSTICAS**

**“VALORACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA
EMPRESA: NATURISA S.A.”**

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previa la obtención del Título de:

ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL

Presentado por:

JOSÉ DANIEL MORA ÁLAVA

JOSÉ ÁLVARO SOLÍS APARICIO

Guayaquil – Ecuador

2016

AGRADECIMIENTO

Le agradecemos a Dios por permitirnos culminar una nueva etapa de nuestras vidas y por estar siempre a nuestro lado guiándonos con sus enseñanzas para alcanzar nuestras metas siguiendo el camino correcto y predicando con el ejemplo.

A nuestros padres, amigos y maestros quienes han sido de gran apoyo en varios momentos dentro de esta etapa académica, alentándonos y orientándonos a seguir adelante para cumplir nuestros objetivos.

José y José Daniel

DEDICATORIA

Dedicamos este trabajo primero a Dios,

A nuestros padres, por su apoyo incondicional a lo largo de nuestra trayectoria académica, por su sacrificio y perseverancia y por ser partícipes de los mejores momentos de nuestra vida.

A nuestros hermanos y amigos, quienes comparten su alegría con nosotros todos los días y nos llenan de positivismo y entusiasmo para salir adelante y no caer derrotados ante las adversidades.

José y José Daniel

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

Washington Macías Rendón MSc.
DIRECTOR DEL PROYECTO INTEGRADOR

VOCAL PRINCIPAL

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"

.....
José Daniel Mora Álava

.....
José Álvaro Solís Aparicio

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	ii
DEDICATORIA	iii
TRIBUNAL DE TITULACIÓN	iv
DECLARACIÓN EXPRESA	v
ÍNDICE GENERAL	vi
RESUMEN	viii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	x
ÍNDICE DE TABLAS	xi
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. Marco teórico	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	3
2.2 Métodos de valoración de empresas	3
2.2.1 Métodos basados en el balance	3
2.2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados	4
2.2.3 Métodos basados en el descuento de flujos	4
2.2.4 Métodos mixtos	6
CAPÍTULO III	8
3. Metodología	8
3.1 Justificación del método de valoración seleccionado	8
3.2 Descripción del modelo de valoración seleccionado	8
3.2.1 Análisis histórico empresarial	9
3.2.2 Análisis de ratios financieros históricos	10

3.2.3 Proyección de estados financieros	11
3.2.4 Cálculo de tasa de descuento	11
3.2.5 Cálculo de valor residual	11
3.2.6 Cálculo de valor presente.....	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 Contexto macroeconómico	13
4.1.2 Políticas económicas efectuadas por el gobierno	14
4.1.3 Tipo de cambio	15
4.1.4 Inflación y desempleo	17
4.1.5 Análisis del sector acuícola.....	18
4.2 Análisis de la empresa	21
4.2.1. Aspectos no financieros	21
Estrategias	21
Calidad del recurso humano	22
4.2.2 Análisis FODA	24
4.2.3 Modelo de las cinco fuerzas de Porter	25
CAPÍTULO V.....	44
5. Valoración de la empresa.....	44
5.1 Supuestos de la valoración.....	44
5.2 Cálculo de tasa de rentabilidad	46
5.3 Cálculo de flujo de caja futuro.....	49
5.4 Análisis de sensibilidad	53
5.4.1 Simulación de Montecarlo	53
CONCLUSIONES	61
REFERENCIAS.....	63
ANEXOS	65

RESUMEN

La valoración financiera es considerada como un arte en el campo de las finanzas corporativas debido a que constituye el eje fundamental para la toma de decisiones de los ejecutivos de una empresa, analistas externos y futuros inversionistas. El presente trabajo de investigación pretende encontrar el valor económico y financiero de Naturisa S.A., cuya actividad económica principal se basa en la venta de camarones cultivados en granjas; para esto, los investigadores utilizan técnicas de proyecciones del estado de resultados basados en el descuento de flujo de fondos futuros esperados con su respectivo ajuste, para cuantificar su valor y patrimonio. El primer capítulo define el problema de investigación presentando datos sobre la historia de Naturisa S.A. y los objetivos que se esperan alcanzar. El segundo capítulo contiene la revisión de la literatura y los principales métodos de valoración; que se utilizan en el ámbito financiero actual y un cuadro comparativo de los mismos. El tercer capítulo explica la justificación y descripción del método de valoración seleccionado, así como las fuentes de información que se emplearán. El cuarto capítulo presenta una perspectiva sobre el entorno macroeconómico en que se sitúa Naturisa S.A., describe las principales variables que influyen en su desempeño como lo son: el tipo de cambio EUR/USD, UDS/CNY, crecimiento del PIB Real, inflación nacional y políticas de preservación medioambiental. Este capítulo también aborda una evaluación interna de la empresa donde se detallan sus principales fortalezas y debilidades a través de un análisis FODA y presenta un panorama amplio sobre su situación frente a otras compañías del mismo sector. En el quinto capítulo se establecen los supuestos que servirán para proyectar el estado de resultados considerando un horizonte de cinco años, para descontar los flujos se utilizará el WACC como tasa de descuento, compuesta por las tasas exigidas por los accionistas (K_e) y por la tasa exigida por la deuda (K_d). Se obtendrá un valor residual en dos etapas, considerando un crecimiento de 7% durante cinco años para el periodo 2020-2025 y una tasa de crecimiento perpetuo de 3.71% que corresponde al promedio geométrico de crecimiento de la industria a nivel de Sudamérica según datos de Euromonitor. Se utilizará la simulación de Montecarlo para evaluar el desempeño de la empresa en diversos escenarios y determinar su correlación con las variables macroeconómicas previamente establecidas, para posteriormente definir las conclusiones y recomendaciones a

considerar por los directivos y futuros inversionistas que deseen desarrollar y gestionar estrategias de expansión eficaces enfocadas a incrementar el valor de la empresa.

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: US Dollar Index.....	13
Gráfico 2: Crecimiento económico Mundial, Ecuador, Latinoamérica, Sudamérica.	14
Gráfico 3: Predicción del tipo de cambio Euro frente al dólar estadounidense.....	16
Gráfico 4: Predicción del tipo de cambio Yuan frente al dólar estadounidense.....	16
Gráfico 5: Participación de exportaciones no petroleras tradicionales a octubre (2015)	18
Gráfico 6: Participación de exportaciones totales a octubre (2015)	19
Gráfico 7: Exportaciones de camarón Ecuatoriano, enero 2011 – abril 2015	20
Gráfico 8: Competidores en producción de camarón	26
Gráfico 9: Análisis vertical estado de resultado, principales rubros.....	29
Gráfico 10: Evolución de los ingresos operacionales Naturisa S.A.	30
Gráfico 11: Evolución de los costos de ventas Naturisa S.A.....	31
Gráfico 12: Evolución de los gastos operativos Naturisa S.A.	31
Gráfico 13: Evolución de los gastos financieros Naturisa S.A.	33
Gráfico 14: Evolución de la utilidad.....	33
Gráfico 15: Evolución y composición de activos Naturisa S.A.	34
Gráfico 16: Evolución y composición de activos fijos Naturisa S.A.	36
Gráfico 17: Evolución y composición de activos corrientes Naturisa S.A.....	36
Gráfico 18: Evolución y composición de pasivos Naturisa S.A.	37
Gráfico 19: Estructura y composición del patrimonio.....	38
Gráfico 20: Evolución de los indicadores de liquidez	40
Gráfico 21: Evolución de los indicadores de administración de activos	41
Gráfico 22: Evolución de endeudamiento	41
Gráfico 23: Cobertura de intereses	42
Gráfico 24: Evolución de los indicadores de rentabilidad.....	43
Gráfico 25: Expectativas de crecimiento en el modelo H	49
Gráfico 26: Simulación de Montecarlo, definición de correlaciones	54
Gráfico 27: Simulación de Montecarlo, tasa de crecimiento del PIB.....	55
Gráfico 28: Simulación de Montecarlo, tasa de crecimiento de las ventas	55
Gráfico 29: Simulación de Montecarlo, tipo de cambio EUR/USD.....	56
Gráfico 30: Simulación de Montecarlo, costo de ventas	56
Gráfico 31: Simulación de Montecarlo, valor de la empresa.	57
Gráfico 32: Simulación de Montecarlo, valor del patrimonio.	58
Gráfico 33: Simulación de Montecarlo, matriz de correlación.....	59
Gráfico 34: Simulación de Montecarlo, sensibilidad del valor de la empresa	59
Gráfico 35: Simulación de Montecarlo, sensibilidad del valor del patrimonio	60

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Análisis de ventajas y desventajas de los métodos de valoración de empresas	6
Tabla 2: Estructura del flujo de caja libre y del accionista	9
Tabla 3: Ratios financieros.....	10
Tabla 4: Tasas de inflación mensual del Ecuador, desde diciembre 2013 a noviembre 2015	17
Tabla 5: Supuestos para la proyección del flujo de caja	44
Tabla 6: Cálculo del costo patrimonial	47
Tabla 7: Estado de resultado proyectado	51
Tabla 8: Simulación de Montecarlo, estimación de las variables en perpetuidad.....	54
Tabla 9: Balance general Naturisa S.A.	65
Tabla 10: Estado de resultados Naturisa S.A.	67
Tabla 11: Análisis horizontal y vertical del balance general de Naturisa S.A.	68
Tabla 12: Análisis horizontal y vertical del estado de resultado de Naturisa S.A.	70
Tabla 13: Flujo de caja Naturisa S.A.	71

CAPÍTULO I

1. Introducción

1.1 Antecedentes

Naturisa S.A es una empresa familiar constituida el 16 de ~~Febrero~~febrero de 1987, empezó como una finca mediana que abarcaba 130 hectáreas de terreno, cuyo objeto social es la explotación de larvas de camarón y otras especies bioacuáticas mediante las instalaciones de laboratorios y piscinas.

En 1991 el principal accionista de Naturisa S.A. adquiere en su totalidad a la Sociedad Nacional de Galápagos SONGA S.A. una de las compañías más antiguas en comercialización a nivel local e internacional, de productos del mar en el país.

Actualmente Naturisa cuenta con 5.400 hectáreas de terreno apto para el cultivo de especies subacuáticas, lo que permite proveer en su totalidad a SONGA S.A, empresa que se ubica entre las cinco principales exportadoras de camarón del país, según la Bolsa de Valores de Quito (2015)

La empresa se ha diversificado incorporando a su línea de negocios al sector agroindustrial, que comprende haciendas cacaoteras, de mango, limón y en menor proporción criaderos avícolas; sin embargo, el sector acuícola es el más importante, debido a que representa el 97% de los ingresos de la compañía.

1.2 Definición del problema

Los altos directivos de una compañía y sus accionistas, al igual que analistas de diversas instituciones suelen tener diferentes criterios sobre la situación de una empresa y sobre cómo esta debería administrarse; sin embargo, por muy distante que se encuentre dividida la opinión de dichos agentes, todos convergen hacia dos problemas claves, ¿Cuál es su valor real?, ¿en qué cuantía difiere el precio de sus acciones en la bolsa de valores de su valor real? (Damodaran, 2009; Fernández, 2000; Koller et al., 2005)

Existen varios métodos para valorar empresas, sin embargo, se debe considerar el que mejor se ajuste a la realidad de la empresa que se esté valorando, el agente que la valora y el propósito por el cual se realiza el estudio.

Por lo tanto, en base al modelo seleccionado se determinará el valor financiero y económico de la empresa Naturisa S.A. y se evaluara si, las decisiones estratégicas de la empresa, contribuyen a incrementar el valor de la misma.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo general

Determinar el valor financiero y económico de la empresa Naturisa S.A.

1.3.2 Objetivos específicos

- Determinar la importancia y los fines que involucran la valoración financiera.
- Comparar los diferentes métodos de valoración financiera.
- Especificar y aplicar el método de valoración adecuado a emplear en el presente caso de estudio.
- Analizar el entorno macroeconómico, sectorial y la situación interna de Naturisa S.A.
- Sensibilizar el valor de la empresa por medio de la simulación de Montecarlo.

1.4 Justificación

La valoración de empresas es el eje fundamental para la toma de decisiones por parte de los directivos, ya que permite establecer una base referencial, que sirve de guía al momento de diseñar y ejecutar las políticas de inversión, financiamiento y redistribución del capital de la empresa. (Fernández, 2008; Koller et al., 2005)

Por esta razón, se considera importante estimar el valor de Naturisa S.A. para que los administradores y accionistas, tengan un valor referencial de la empresa y puedan diseñar estrategias que ayuden a incrementar su valor, así como negociaciones exitosas, en caso de presentarse una oferta de fusión o compra. Debido a que Naturisa S.A. es un negocio familiar el presente estudio, permitirá conocer a los accionistas el valor aproximado de su patrimonio en el período de estudio.

CAPÍTULO II

2. Marco teórico

2.1. Definición y conceptos generales de la valoración de empresas

2.1.1 Definición de valoración

El arte de la valoración de empresas es un proceso complejo, que requiere una combinación de experiencia y conocimientos técnicos por parte de los evaluadores, para que el resultado obtenido sea lo más próximo a la realidad.

En el campo de las finanzas corporativas, los directivos financieros, accionistas, acreedores y potenciales inversionistas de una empresa, buscan maximizar la rentabilidad sobre los activos que conforman su portafolio de inversiones, para alcanzar este objetivo, es de vital importancia conocer que activos pueden estar sobrevalorados o infravalorados por el mercado. (Koller et al., 2005).

Determinar un valor de referencia, producto de un riguroso análisis, permite tener una mejor perspectiva sobre el precio que se debe negociar, al momento de participar en diversas transacciones comerciales; según la experiencia de los analistas, el valor obtenido permitiría diseñar estrategias de inversión más efectivas y eficaces (Kumar, 2016).

2.1.2 Objetivos de la valoración

Según Fernández (2008), los objetivos de la valoración varían según la perspectiva del analista, sin embargo, los más relevantes son:

- Determinar el valor de un activo financiero (empresa).
- Identificar las variables que influyen en el valor de una empresa.
- Planificar estrategias que añadan valor a la compañía.

2.2 Métodos de valoración de empresas

2.2.1 Métodos basados en el balance

Son métodos basados en el valor patrimonial, estiman el valor económico de una empresa a través de su patrimonio, se considera que el valor de una empresa está en sus activos, evaluados en una determinada fecha, sin proyectar el posible crecimiento que la empresa pueda alcanzar (Fernández, 2008)

Un ejemplo de estos métodos es el “*valor contable*”, según este método, el valor de la empresa está dado por el valor total de los recursos propios de sus accionistas, de esta forma se puede calcular el valor de la empresa a través de la diferencia entre el total de activos menos los pasivos exigibles (Poborský, 2015).

2.2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos buscan determinar el valor de la empresa por medio de su cuenta de resultados, es decir, que tratan de valorar económicamente a la empresa en base a sus ventas, utilidades u otros indicadores significativos.

Según Damodaran (2009), para calcular el valor de una empresa a través de estos métodos, se debe determinar un múltiplo o coeficiente, que se multiplicara por la variable previamente seleccionada.

Un ejemplo de este método es el “*valor de los beneficios*”, este es un método basado en el PER¹, que para obtener el valor de una empresa se debe multiplicar el beneficio anual neto por su PER, en el caso de las empresas que cotizan en bolsa, este coeficiente está dado por el mercado, si la empresa no cotiza en el mercado se puede utilizar el ratio de una empresa comparable en la industria (James & Koller, 2000).

2.2.3 Métodos basados en el descuento de flujos

Este método considera a las empresas como un activo financiero, por lo tanto, su valor económico será el valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados, descontados por una tasa que representa el riesgo de los mismos. Por lo general se considera un horizonte de 5 años, donde se incluye el valor residual de la empresa al final del periodo de proyectado (Fernández, 2008).

Estos métodos estiman el precio aproximado de la empresa, calculando el valor actual de los fondos libres de deuda, es decir, que su valor estará dado por los beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT) más las amortizaciones y menos el incremento de activos fijos y necesidades de capital de trabajo.

¹ El PER (*Price to Earnings Ratio*) es un ratio bursátil que indica a los inversionistas, cuanto está pagando el mercado por cada unidad monetaria de beneficio que genera un activo, en este caso las utilidades netas de la empresa.

Como ejemplo, está el método de “*flujo de fondos libres*” (FCF). Esta variante actualiza los flujos futuros empleando una tasa de descuento, que equivale a un promedio entre la rentabilidad exigida a las deudas y acciones, esta tasa es conocida como WACC (1), que representa al costo promedio ponderado de los recursos de la empresa.

$$WACC = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D} \quad (1)$$

Donde:

E: Valor de mercado de las acciones

D: Valor de mercado de la deuda

K_e: Rentabilidad exigida a las acciones

K_d: Rentabilidad exigida a la deuda

T: Tasa impositiva

Para obtener *K_e*(2) utilizaremos el modelo CAPM², que nos permite determinar la rentabilidad exigida sobre un activo mediante la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2)$$

Sin embargo, debido al poco dinamismo en el mercado bursátil ecuatoriano, el valor del parámetro β no está determinado, por lo tanto, se debe calcular comparándolo con el β de una [muestra de empresas extranjeras](#), cuyo modelo de negocio sea similar. Para calcular este parámetro se deben considerar los riesgos tanto operativos, como financieros.

Adicionalmente se puede utilizar el “flujo de caja del accionista” (3) que, en caso de no existir deuda, será igual al flujo de fondos libres; caso contrario se lo puede calcular restando el pago del principal, los intereses de la deuda y sumando las aportaciones de las nuevas obligaciones al flujo de fondos libre.

$$FCA = FCF - (\text{Intereses Pagados} * (1 - T)) - \text{Pago Principal} + \text{Nueva Deuda} \quad (3)$$

² El CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), permite determinar la tasa de retorno requerida para un cierto activo.

Cuando utilizamos el flujo de caja del accionista estamos valorando las acciones de la empresa (E), la tasa de descuento que se debe usar será la exigida por los accionistas (K_e); para valorar a la empresa en su totalidad se debe sumar el valor de las acciones (E) más el valor de la deuda existente (D).

(Fernández, 2000)

2.2.4 Métodos mixtos

Los métodos mixtos tratan de estimar el valor de una empresa, enfocándose inicialmente en su valor contable, sin embargo, a diferencia de los métodos basados en el balance, estos consideran a los activos intangibles, lo que permite añadir dinamicidad al modelo de valoración, dado que agrega las expectativas de crecimiento y los beneficios futuros de la misma.

Como el “*método de valoración clásico*” (34) (45), donde el valor de la empresa será igual a la suma de su activo neto más el valor del fondo de comercio, por lo que, puede ser expresado de la siguiente forma:

$$V_1 = A + nB \quad (43) \quad \text{ó} \quad V_2 = A + (z \times F) \quad (54)$$

Donde:

A: Activo neto

n: Coeficiente entre 1.5 y 3

B: Beneficio neto

z: Porcentaje de las cigras de venta

F: Facturación

En este método, la ecuación (34) se utiliza para empresas industriales y la ecuación (45) para empresas de comercio minorista (Fernández, 2008).

Tabla 1: Análisis de ventajas y desventajas de los métodos de valoración de empresas

Método	Ventaja	Desventaja
--------	---------	------------

Balance	Es el mejor método cuando una empresa se encuentra en liquidación.	No consideran la evolución futura de la empresa.
Valoración relativa o por múltiplos.	Permite realizar una valoración rápida.	En ocasiones suele ser difícil encontrar empresas con igual modelo de negocio.
Flujo de caja descontado	<ul style="list-style-type: none"> • Toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Incluye variable riesgo en estimación. • Considera estructura de capital de la empresa. 	Establecer correctamente los flujos futuros y la tasa de descuento apropiada.
Mixtos (Goodwill)	Valoración mixta, parte estática y dinámica.	La valoración de los activos intangibles es muy complicada.

Elaborado por: Los autores / Fuente: Fernández (2000); Damodaran (2009)

CAPÍTULO III

3. Metodología

3.1 Justificación del método de valoración seleccionado

Los métodos de descuento de flujo de fondos, son los más utilizados, debido a que, consideran a las empresas como generadoras de flujos de fondos y por ello valorables igual a un activo financiero. Los inversionistas adquieren estos activos por los flujos de efectivo que esperan recibir (Damodaran, 2009).

Se eligió el método FCF (*free cash flow*) porque, en general, es el que cumple con más requisitos conceptuales, para maximizar la objetivación del valor de la empresa, en comparación con los otros métodos, este considera el valor del dinero en el tiempo, incluyendo la estimación de los posibles riesgos a los que se expone la empresa y la estructura de capital de la misma.

Se descartaron los modelos basados en el balance y mixtos, debido a que, son estáticos y no consideran la futura expansión de una empresa (Koller et al., 2005), por otra parte, una de las dificultades para aplicar el método comparable, es el escaso dinamismo del mercado de valores en el Ecuador (Méndez, 2015); actualmente, según información proporcionada por las bolsas de valores, tanto de Quito como de Guayaquil, no existe una compañía comparable con Naturisa S.A. por lo que se limita el análisis implementando el mismo.

3.2 Descripción del modelo de valoración seleccionado

En la actualidad el modelo de Flujo de caja libre es uno de los más utilizados al momento de realizar valoración de empresas, por ser uno de los modelos más completos (Damodaran, 2009).

Utilizando el FCF se puede expresar el valor presente de cualquier activo en función de sus flujos futuros, dichos fondos deben ser descontar a una tasa que representa el riesgo de cada flujo a través del tiempo.

Tabla 2: Estructura del flujo de caja libre y del accionista

(+) Ingresos por ventas	-----
(-) Costo de venta	-----
(=) Utilidad operativa	-----
(-) Gastos operativos	-----
(-) Gastos financieros	-----
(=) Utilidad antes de impuestos	-----
(-) Participación de trabajadores	-----
(-) Impuesto a la renta	-----
(=) Utilidad después de impuestos	-----
(+) <u>Interés (después de impuesto)</u>	-----
<u>(+) Depreciaciones</u>	<u>-----</u>
(+/-) Variación de capital <u>de trabajo</u>	-----
(-) Inversión	-----
<u>(=) Flujo de caja libre</u>	<u>-----</u>
<u>(-) Interés (después de impuesto)</u>	<u>-----</u>
<u>(+) Préstamo</u>	<u>-----</u>
<u>(-) Amortización</u>	<u>-----</u>
<u>(=) Flujo de caja del accionista</u>	<u>-----</u>
(=) Flujo [WM1] de caja libre	-----
(-) Interés (después de impuesto)	-----
(+) Préstamo	-----
(-) Amortización	-----
<u>(=) Flujo de Caja del Accionista</u>	<u>-----</u>

Elaborado por: Los autores/ Fuente: Damodaran (2009)

3.2.1 Análisis histórico empresarial

Este se divide en dos partes, la primera parte es el análisis del entorno macroeconómico y externo a la empresa, en esta, se pretenden medir variables macroeconómicas como la inflación, crecimiento poblacional, tipo de cambio entre otras. Con el objetivo de determinar la influencia de las mismas sobre el desempeño de la

empresa y los cambios futuros que se puedan presentar en las variables macroeconómicas más representativas del país. su entorno [WM2].

El análisis del sector camaronero, consiste en detallar la evolución de la producción de este sector, el porcentaje de exportación, cambios de los precios y demás la influencia de los factores externos al mismo. En la segunda parte, se realizará el análisis interno de la empresa, así como también el vertical y horizontal, empleando como referencia los estados financieros, balances e informes internos de hace tres años. También se efectuará un análisis no financiero donde se establecerán las ventajas y desventajas de la empresa, mediante el FODA y las fuerzas de Porter.

Estos datos sirven para realizar la proyección de los flujos de caja futuros y de esta manera realizar el descuento de los mismos.

3.2.2 Análisis de ratios financieros históricos

Adicionalmente, se analiza la evolución de los ratios financieros, con la finalidad de entender el comportamiento histórico de la empresa y estimar su comportamiento futuro; los principales ratios a evaluar son:

Tabla 3: Ratios financieros

Ratio	Descripción	Fórmula
Rendimiento sobre el patrimonio (ROE)	Mide el rendimiento con respecto a los fondos propios de la empresa.	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Capital o Patrimonio}}$
Rendimiento sobre Activos (ROA)	Calcula la capacidad de los activos para generar utilidades por si mismos (eficiencia).	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos Totales}}$
Margen neto de utilidad (ROS)	Determina el margen de ganancia de la empresa después de impuestos.	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$
Ratio de endeudamiento	Determina el margen de ganancia de la empresa después de impuestos.	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$

<u>Cobertura de intereses</u>	<u>Mide el grado en el cual las utilidades de la empresa pueden reducirse sin incurrir en pérdidas al cubrir los intereses.</u>	$\frac{UAII^3}{Intereses} \frac{Utilidad\ antes\ de\ impuestos}{Gastos\ de\ intereses}$
Razón Circulante	Determina la liquidez de la empresa a corto plazo.	$\frac{Activo\ Circulante}{Pasivo\ Circulante}$
Rotación de cuentas por cobrar	Veces que las cuentas por cobrar rotan en un año	$\frac{Ventas\ a\ plazo}{Cuentas\ x\ cobrar}$

Elaborado por: Los Autores/ Fuente: Fernández (2000); Damodaran (2009)

3.2.3 Proyección de estados financieros

Se realizará la estimación de los Estados financieros, como lo son el estado de resultado, el flujo de caja libre para los activos y el flujo de caja de los accionistas, correspondientes a los siguientes cinco años fiscales (James & Koller, 2000).

3.2.4 Cálculo de tasa de descuento

Para efectuar el descuento de los flujos de caja, se debe calcular una tasa que se adapte a la realidad de la empresa, en este caso se utilizará el WACC para el flujo de caja de los activos y el K_e para el flujo de caja de los accionistas; para obtenerlas, se realizará el cálculo mediante el Modelo de Valoración de Activos Financieros CAPM.

3.2.5 Cálculo de valor residual

Para el cálculo de valor residual (65), se implementará el modelo de crecimiento de Gordon⁴ por ser uno de los más recomendados por Damodaran (2009)

$$Valor\ Residual\ (VR) = \frac{FC\ (tn)\ x\ (1+Tasa\ de\ crecimiento)}{Gradiente\ o\ Tasa\ de\ descuento - Tasa\ de\ crecimiento} \quad (65)$$

³ Utilidad Antes de Impuestos e Intereses

⁴ El modelo de crecimiento de Gordon puede ser utilizado para valorar una empresa estable, cuyos dividendos puedan crecer a una tasa constante de manera indefinida.

3.2.6 Cálculo de valor presente

Una vez descontado todos los flujos, se procede a sumarlo y así obtener el valor de la empresa (76).

$$V = \frac{FC_1}{1 + WACC} + \frac{FC_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FC_n + VR_n}{(1 + WACC)^n} \quad (76)$$

Se empleará la simulación de Montecarlo, para reflejar el riesgo país en diferentes escenarios y observar como las variables estudiadas están correlacionadas, tomando como ejemplo la metodología que uso Mckinsey, donde utilizo distintos casos para evaluar la interacción de las variables bajo diversos escenarios.

3.3 Fuentes de información

Se utilizarán fuentes de información, tanto primarias como secundarias, que serán de vital importancia, para analizar y responder a los diferentes objetivos definidos en el presente documento, es así, que para la valoración de Naturisa S.A. se recolectará información financiera tanto externa como interna.

La información primaria, nos permitirá realizar el análisis interno de la empresa, se evaluarán los estados financieros auditados durante el periodo 2011 – 2015, disponibles en la Bolsa de Valores de Quito, además, del análisis de reportes de gerencia y decisiones estratégicas planificadas, dicha información se obtendrá a partir de entrevistas a profundidad con los directivos de la empresa.

Para realizar el análisis macroeconómico se empleará información secundaria de organismos como: Banco Central del Ecuador (BCE), Instituto de Estadísticas y Censos (INEC), Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Cámara Nacional de Acuicultura del Ecuador (CNA) y el Ministerio de Comercio Exterior (COMEX); también, se estudiarán informes de organismos internacionales como el Banco Mundial (BM), TRADE MAP e informes provistos por The Economist Magazine y la plataforma de Damodaran.

CAPÍTULO IV

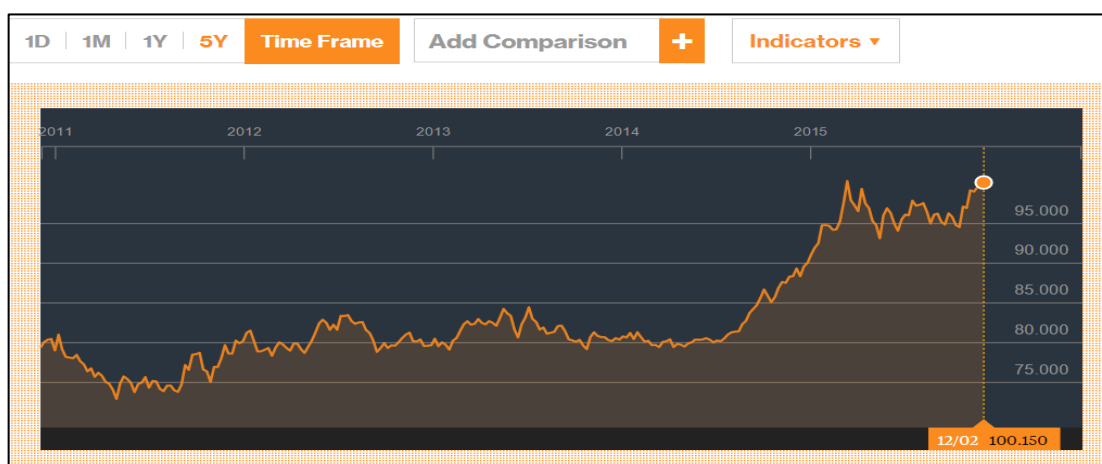
4. Análisis del negocio

4.1 Análisis del entorno de la empresa

La economía ecuatoriana ha crecido a una tasa superior con respecto a las demás economías latinoamericanas durante el periodo 2010-2014; sin embargo, ha presentado una desaceleración progresiva cuyo origen podría estar en la baja demanda internacional de sus productos tradicionales, en los que se incluye el camarón⁵, así como en la caída de los precios mundiales de las materias primas, en especial del petróleo⁶.

Ecuador no cuenta con moneda propia, lo que dificulta la planificación gubernamental en materia de política monetaria y fiscal, esto podría considerarse como una gran desventaja debido a la alta volatilidad de los mercados financieros. Actualmente, el dólar estadounidense presenta una tendencia alcista (Gráfico 1), lo que encarece las exportaciones ecuatorianas, restándoles competitividad a nivel internacional.

Gráfico 1: US Dollar Index



Fuente: Bloomberg Business

4.1.1 Contexto macroeconómico

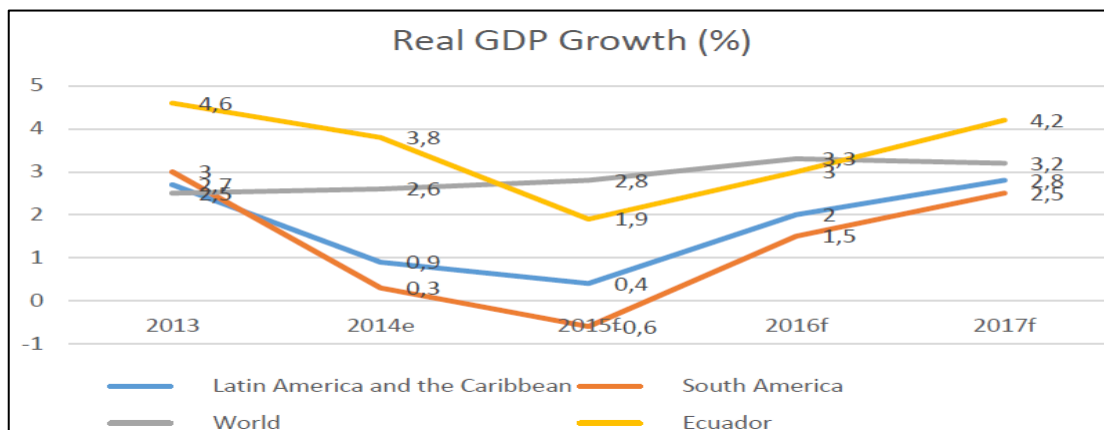
El PIB ecuatoriano a precios constantes de 2010, creció a tasas de 5.2%, 4.6%, 3.8% correspondientes a los años 2012, 2013, 2014 y se espera que culmine el 2015 con

⁵ El camarón representó alrededor del 47% de las exportaciones no petroleras tradicionales y aporta con el 9.5% de las exportaciones totales según datos del Banco Central del Ecuador en el año 2014.

⁶ Según cifras del BCE el sector petrolero representó alrededor del 40% del PIB ecuatoriano en el año 2014.

un crecimiento de 1.9%; por otra parte, se espera que la economía nacional se recupere en los próximos años creciendo a 3.3% y 4.2% en los años 2016 y 2017 según estadísticas del Banco Mundial en su último informe.

Gráfico 2: Crecimiento económico Mundial, Ecuador, Latinoamérica, Sudamérica.



Fuente: Banco Mundial

La perspectiva para el sector camaronero es positiva a largo plazo, donde se espera que la economía global se recupere e incremente su demanda agregada de bienes y servicios; cabe destacar que el camarón ecuatoriano es considerado un producto gourmet⁷; por lo tanto, su correlación es positiva con la tasa de crecimiento del PIB, se esperaría que un aumento en la renta de los consumidores les permita adquirir productos de mayor valor, considerados como productos de lujo. (Economist Intelligence Unit, 2015)

4.1.2 Políticas económicas efectuadas por el gobierno

Desde el 2007, con la llegada del actual gobierno al poder, se han promulgado numerosas regulaciones que buscan proteger al medio ambiente, estas normativas se intensificaron con la creación del Ministerio del Medio Ambiente como organismo de control de la política medio ambiental del país.

El Ministerio del Medio Ambiente junto con la Secretaria Nacional del Agua (SENAGUA), son los principales entes de Gobierno que regulan la actividad agropecuaria en el país, ambos organismos ejercen control sobre los procesos que se

⁷ La palabra “gourmet” se asocia a productos de la alta cocina y de elaboración refinada, proveniente del francés “gourmand”; son denominados productos de lujo.

deben implementar en las fincas camaroneras para el correcto uso del recurso hídrico, vital en el sector camaronero, así como, limitar el área de terrenos disponibles para la construcción de piscinas camaroneras. Los manglares son el hábitat ideal para la construcción de piscinas camaroneras, sin embargo, las nuevas regulaciones prohibieron el uso de los mismos para cualquier fin agropecuario, según la Ley Orgánica de Conservación y Restauración del Ecosistema Manglar (2011).

Este tipo de disposiciones limitan en cierto sentido la actividad acuícola, en el futuro, el sector estará determinado a crecer en base a su capacidad de producción por hectárea y no en su expansión de terrenos; es decir, construcción de piscinas camaroneras.

En años posteriores al 2007, los controles eran mínimos debido a la falta de leyes en cuestiones medioambientales; sin embargo, las nuevas disposiciones obligaron al sector camaronero a invertir más en infraestructuras destinadas a mitigar las externalidades negativas de la producción ocasionadas por la actividad acuícola, lo que se tradujo en mayores costos operativos y una baja en la rentabilidad de las granjas camaroneras (Asamblea Nacional del Ecuador, 2011).

4.1.3 Tipo de cambio

La alta calidad de los langostinos ecuatorianos, los vuelve un manjar apetecido por consumidores muy exigentes de todas partes del mundo, por esta razón la producción total de Naturisa S.A. se destina para el mercado internacional, en la actualidad Norteamérica, Europa y Asia representan el 95% del consumo, con cuotas de mercado similares (alrededor del 30% cada uno).

En el caso de las ventas cuyo destino final es Norteamérica, el tipo de cambio no será un factor de gran incidencia, debido a que, más del 80% de la producción se destina a los EEUU cuya moneda es el dólar estadounidense, adoptada por el Ecuador en el año 2000 (Gillespie, 2016).

Sin embargo, las exportaciones hacia Europa son más susceptibles a las variaciones en el tipo de cambio EUR/USD⁸, actualmente la moneda europea cotiza alrededor de 1.08 dólares por euro, nivel no visto en 10 años⁹; esta tendencia al alza del

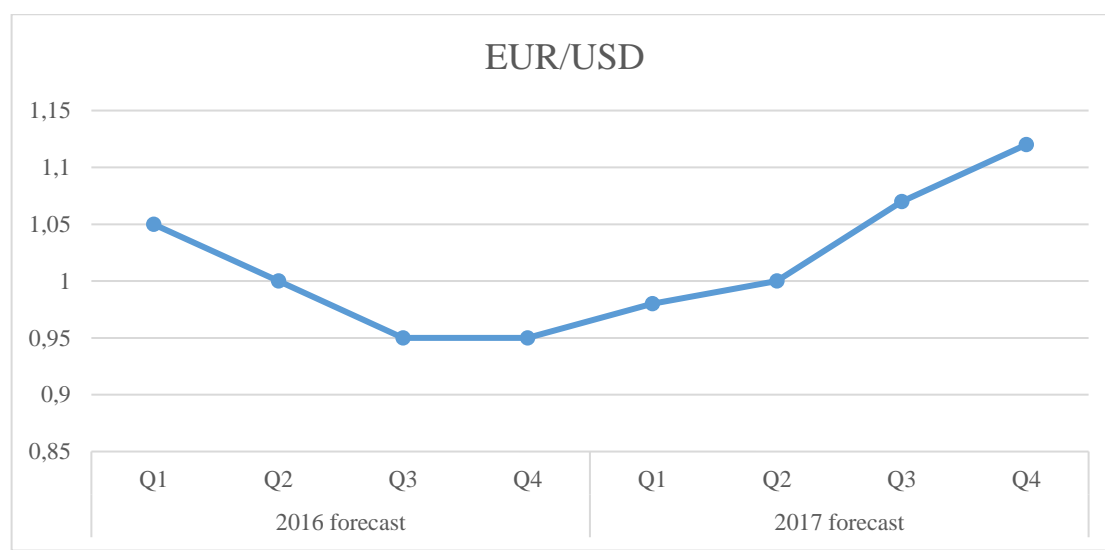
⁸ Siglas que representan al Euro (EUR) y al Dólar estadounidense (USD) según la Organización Internacional de Normalización (ISO).

⁹ Información obtenida de la plataforma Bloomberg Business.

dólar estadounidense podría disminuir la demanda europea debido a la baja en el poder adquisitivo de los consumidores del viejo continente (Reuters, 2015).

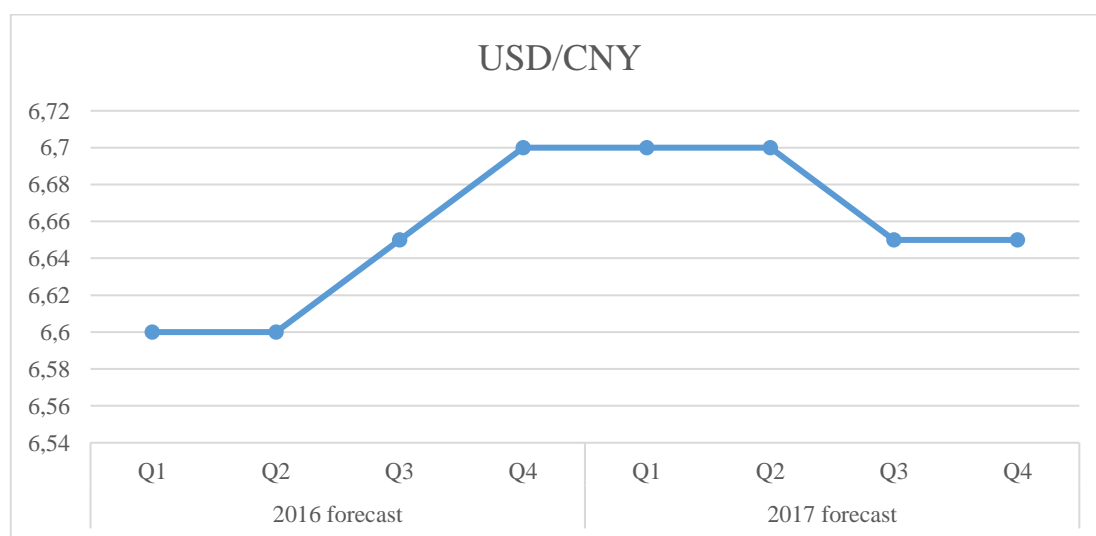
Por otra parte, las exportaciones con destino a Asia donde la República Popular de China es el principal consumidor, presentan un escenario más estable; esto debido a que no se espera una apreciación considerable en el tipo de cambio del yuan frente al dólar y la demanda del continente supera en gran proporción a la oferta ecuatoriana.

Gráfico 3: Predicción del tipo de cambio Euro frente al dólar estadounidense



Elaboración: Autores / Fuente: [Bréard et al., \(2015\)](#)

Gráfico 4: Predicción del tipo de cambio Yuan frente al dólar estadounidense



Elaboración: Autores / Fuente: [Bréard et al., \(2015\)](#)

4.1.4 Inflación y desempleo

Según el último reporte del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) la tasa de inflación en noviembre del 2015 alcanzó el 0.11% siendo inferior a las tasas registradas en el mismo mes en períodos posteriores (0.18% en 2014 y 0.39% en 2013), tomando en consideración el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

La inflación mensual acumulada se sitúa en 3.28% a ~~Noviembre~~ noviembre del 2015, manteniendo su tendencia a la baja y sin esperanzas de variaciones importantes en el mediano plazo según analistas del BCE.

La tasa de desempleo a septiembre del 2015 fue de 5.48% superior en 1% con respecto a al periodo anterior, en Guayaquil el desempleo se sitúa en 4.93% mientras que, en Quito, la capital del país, es de 5.21%, ambas por debajo de la media nacional. (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), 2015)

Según la información obtenida por el BCE y el INEC, no se esperan cambios importantes en la inflación y desempleo en el mediano plazo (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), 2015), lo que facilita la planificación de las diversas estrategias diseñadas por la empresa. ~~(Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), 2015)~~

Tabla 4: Tasas de inflación mensual del Ecuador, desde diciembre 2013 a noviembre 2015

FECHA	VALOR
Noviembre-30-2015	3.40 %
Octubre-31-2015	3.48 %
Septiembre-30-2015	3.78 %
Agosto-31-2015	4.14 %
Julio-31-2015	4.36 %
Junio-30-2015	4.87 %
Mayo-31-2015	4.55 %
Abril-30-2015	4.32 %
Marzo-31-2015	3.76 %
Febrero-28-2015	4.05 %
Enero-31-2015	3.53 %
Diciembre-31-2014	3.67 %
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 %
Diciembre-31-2013	2.70 %

Fuente: Banco Central del Ecuador

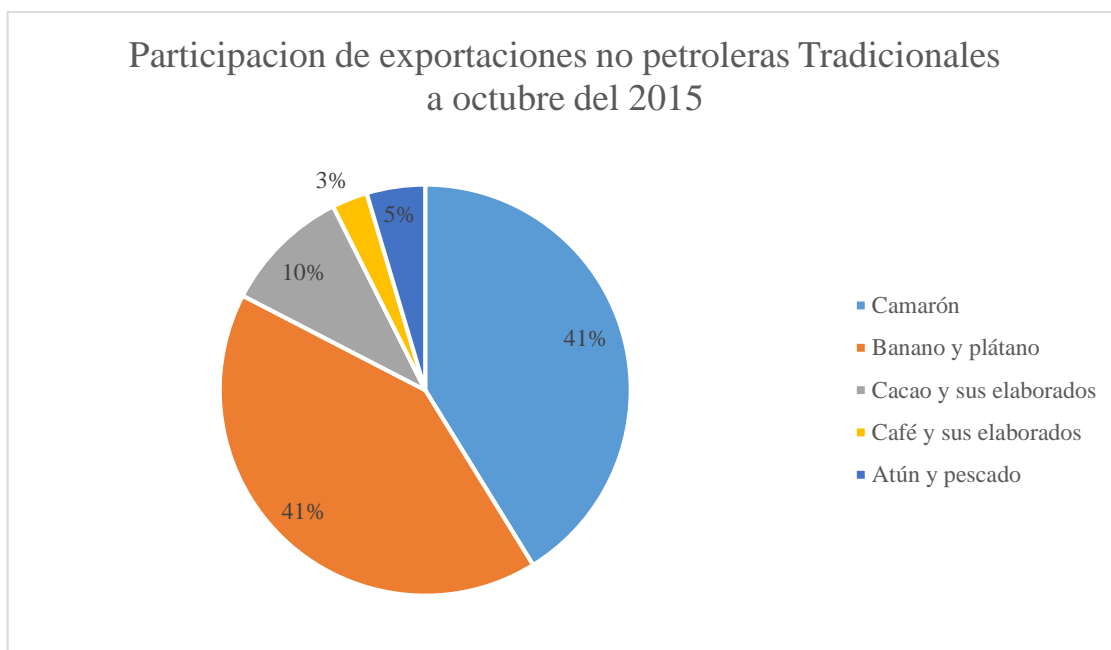
4.1.5 Análisis del sector acuícola

El sector camaronero ha presenciado años muy positivos, su producción se ha intensificado desde el año 2011 donde el volumen de sus exportaciones aumentó en 25% anual, cuando la media de crecimiento ronda el 10% anual; el incremento en su exportación no solo se debió a mejoras en la productividad por hectárea de sus granjas, si no, a factores externos como la mejora de los precios internacionales para los langostinos y la aparición del virus de la mancha blanca en algunos países asiáticos (Córdova, 2013).

El valor FOB de las exportaciones del sector alcanzó los \$1.814 millones de dólares, lo que representó el 18% de las exportaciones no petroleras, mientras que en 2014 las exportaciones fueron de \$2.580 millones¹⁰ igualando por primera vez en términos monetarios al banano (Molestina et al., 2013).

Gráfico 5: Participación de exportaciones no petroleras tradicionales a octubre (2015)

¹⁰ Según Banco Central del Ecuador.



Elaboración: Autores/ Fuente: Banco Central Del Ecuador

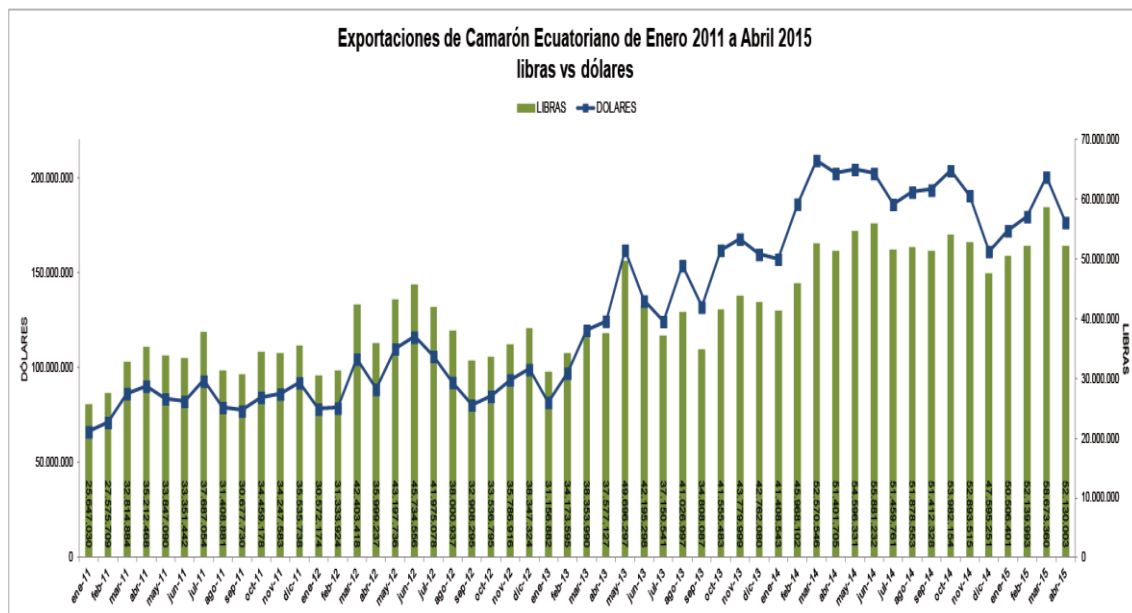
A continuación, se muestra la participación de las exportaciones de camarón con respecto al total de exportaciones para el periodo 2014, según estadísticas del BCE.

Gráfico 6: Participación de exportaciones totales a octubre (2015)



Elaboración: Autores/ Fuente: Banco Central Del Ecuador.

Con respecto a las ventas mensuales, tanto en libras como en dólares durante los últimos cuatro años se lo puede observar en el gráfico (7)

Gráfico 7: Exportaciones de camarón Ecuatoriano, Enero 2011 – Abril 2015

Fuente: Cámara Nacional de Acuicultura

Según la Cámara Nacional de Acuicultura, (2015), el sector camaronero ecuatoriano ha podido superar exitosamente el azote de la plaga de la mancha blanca, las productividades de las piscinas han sido superiores a las de periodos posteriores a la aparición de la enfermedad; debido en gran parte, a las mejoras técnicas y los trabajos en investigación y desarrollo que han permitido obtener larvas de mejor calidad y con mayor porcentaje de supervivencia.

El sector genera alrededor de 180.000 plazas de trabajo directas en al menos 3.000 fincas camaroneras, que abarcan un aproximado de 210.000 hectáreas de terreno, en las provincias costeras del Ecuador (Superintendencia de Bancos y Seguros Subdirección de Estudios, 2006).

Gracias a la acuicultura, hoy en día se puede consumir más camarón, debido a que la mayor parte proviene del cultivo del mismo y no de su pesca en el mar; las investigaciones también han contribuido a las mejoras en el sector, en el caso ecuatoriano el fenómeno de El Niño de 1997-1998 ocasionó graves pérdidas en el sector, debido a que permitió la rápida propagación del virus de la mancha blanca asolando ~~las asolando~~ los cultivos y reduciendo la exportación de los mismo en un 60% según el BCE.

El año 2014 se caracterizó por la volatilidad de los precios, pero este 2015, se ha presenciado una baja considerable de la misma lo que permite desarrollar estrategias a largo y mediano plazo en un entorno más estable; se espera que la producción aumente en un 10 o 15% según la demanda mundial, pronóstico que se puede cumplir sujeto a los diversos reportes de entidades internacionales que apuntan hacia una recuperación de la economía global (Varela, 2011).

En cuanto a la estrategia de crecimiento en general, se basa en las mejoras productivas más no en la expansión de fincas camaroneras, Ecuador posee un sistema de producción diferente al de sus competidores, tiene la densidad más baja para el cultivo de camarón en el mundo (Ministerio de Comercio Exterior, 2013).

Según la Cámara Nacional de Acuicultura (2015), actualmente el país produce 80% más que en la década de los 90, cuando sufrieron los estragos del virus de la mancha blanca, donde su pico más alto de producción fue de 250 millones de libras anuales comparados con los 500 millones de libras del 2014 producidas en más de 200.000 hectáreas. Se ha evidenciado una fuerte recuperación después de años de investigación y diversos procesos de mitigación de enfermedades y la obtención de larvas más resistentes a enfermedades.

4.2 Análisis de la empresa

4.2.1. Aspectos no financieros

Estrategias

Desde febrero de 2015, la junta directiva de la Naturisa S.A autorizó la emisión de obligaciones a largo plazo, de esta manera, la proporción de financiamiento por pasivos bajó de un 60% en 2013 a 42% en 2015.

Como política empresarial, se mantiene una política rígida de inversiones en activos productivos, principalmente en construcción de piscinas. Además de esto, se han mantenido una inversión en investigación y desarrollo, enfocadas en mejorar la técnica de cultivo de camarón de baja densidad.

Naturisa S.A, inició un joint venture con una importante empresa norteamericana como lo es Cargill, con la finalidad de construir una planta de fabricación de balanceado en el país y que podría ser la más grande del continente en su tipo.

Actualmente, Cargill tiene su fábrica en Perú, pero gracias a este joint venture espera trasladar sus operaciones en el ámbito acuícola a Ecuador para ganar cuota de mercado, disminuir costos de fabricación y contar con aliados estratégicos en el sector camaronero.

Por último, como una estrategia para minimizar el riesgo los administradores han optado por realizar inversiones en otros sectores de la economía.

~~Desde febrero de 2015, la junta directiva de la Naturisa S.A. optó [WM3] por autorizar la emisión de obligaciones a largo plazo, de esta manera, la proporción de financiamiento por pasivos bajó de un 60% en 2013 a 42% en 2015.~~

~~Como política empresarial, se mantiene una política rígida de inversiones en activos productivos, principalmente en construcción de piscinas. Además de esto, se mantienen inversiones en investigación y desarrollo, enfocadas en mejorar la técnica de cultivo de camarón de baja densidad.~~

~~Naturisa S.A. inició un joint venture con una importante empresa norteamericana como lo es Cargill, con la finalidad de construir una planta de fabricación de balanceado en el país y que podría ser la más grande del continente en su tipo.~~

~~Actualmente, Cargill tiene su fábrica en Perú,; pero, gracias a este joint venture espera trasladar sus operaciones en el ámbito acuícola a Ecuador, para ganar cuota de mercado, disminuir costos de fabricación y contar con aliados estratégicos en el sector camaronero.~~

~~Por último, como una estrategia para minimizar el riesgo los administradores han optado por realizar inversiones en otros sectores de la economía.~~

Calidad del recurso humano

Naturisa S.A., como la mayoría de empresas del sector acuicultor, es una empresa que depende mucho del factor mano de obra para funcionar. En la actualidad, Naturisa cuenta con la presencia de 648 empleados de los cuales 569 pertenecen al sector productivo y de planta, 71 empleados al área administrativa y 8 a puestos de gerencia.

No existe presencia de sindicatos u organismos similares dentro de la empresa y todos los empleados cuentan con los beneficios sociales que les otorga la Ley ecuatoriana. Además, como política empresarial todos los empleados, principalmente los de planta,

deben ser partícipes de capacitaciones realizadas constantemente con el fin de mejorar y cuidar los procesos de producción, debido a esto la empresa cuenta con varios avales y certificados de calidad nacional e internacional.

Entre sus colaboradores se debe destacar el nivel de preparación académico que posee su personal y que están acorde a su cargo en la empresa. Todos los administradores de sus fincas camaroneras tienen título de tercer grado, en biología marina o ingenieros en acuicultura con años de experiencia en el sector.

Naturisa S.A., como la mayoría de empresas del sector acuicultor, es una empresa que depende mucho del factor mano de obra para funcionar. En la actualidad, Naturisa cuenta con la presencia de 648 empleados de los cuales 569 pertenecen al sector productivo y de planta, 71 empleados al área administrativa y 8 a puestos de gerencia.

No existe presencia de sindicatos u organismos similares dentro de la empresa y todos los empleados cuentan con los beneficios sociales que les otorga la Ley ecuatoriana. Además, como política empresarial todos los empleados, principalmente los de planta, deben ser partícipes de capacitaciones realizadas constantemente con el fin de mejorar y cuidar los procesos de producción, debido a esto la empresa cuenta con varios avales y certificados de calidad nacional e internacional.

Entre sus colaboradores se debe destacar el nivel de preparación académico que posee su personal y que están acorde a su cargo en la empresa, todos los administradores de sus fincas camaroneras tienen un título de tercer grado en biología marina o ingenieros en acuicultura con años de experiencia en el sector.


Marca

En la actualidad Naturisa S.A. posee 3e..... marcas registradas para su uso comercial, sin embargo sus marcas no tienen un alto impacto en la mente de los consumidores. Naturisa S.A no cuenta con una marca comercial registrada, esto debido al tipo de actividad que realiza. Sin embargo, cuenta con la presencia de dos marcas empresariales, “Naturisa cultivos de camarón” y “Hacienda la Chola”, siendo la última la encargada de la producción agrícola de la empresa.

Los consumidores de sus productos ~~no~~ tienen posicionado una marca país, es decir que, adquieren los langostinos provenientes de Ecuador, sin darle mayor importancia a su marca, ~~debido~~ Debido a que los camarones ecuatorianos son de alta calidad, ~~y~~ no existe una variante significativa entre las diversas marcas que exporta el país.

4.2.2 Análisis FODA

Fortalezas

- El tamaño de la empresa ha ido en crecimiento desde su inicio de actividades, siendo en la actualidad una de las más grandes de Ecuador.
- Mantiene varios convenios con empresas a lo largo de la cadena productiva.
- La política de cobros de la empresa es más ágil que su política de pagos.
- Cuenta con certificaciones de calidad nacionales e internacionales (ISO, FDA, HACCP).
-  Inversión en investigación y desarrollo que permite mejorar la calidad y cantidad de la producción.



Debilidades

- Requiere de grandes inversiones monetarias en seguridad y mantenimiento debido al tamaño de la empresa.
- Dependencia del mercado internacional, variaciones en precio internacional repercuten negativamente.
- Apreciación del dólar frente a monedas extranjeras.

Oportunidades

- Aumentar la producción de camarón debido a la creación de una nueva planta alimenticia en conjunto con Cargill.
- Abastecer la demanda del mercado de consumo emergente chino.
- Aumentar participación de cartera de productos agrícolas.

- Acuerdo comercial entre Ecuador y Unión Europea da estabilidad.

Amenazas

- Caída sostenida de precios a nivel internacional.
- Implementación de reformas o leyes tributarias pueden desviar la inversión extranjera.
- Cambios en patrones de consumo internacional, principalmente el mercado asiático puede afectar al mercado ecuatoriano.
- Aumento de salvaguardias para maquinarias necesarias para el cultivo de camarón.
- Susceptibilidad a posible llegada del fenómeno de El Niño.
- Limitaciones legales al uso de determinados químicos y uso del suelo.

4.2.3 Modelo de las cinco fuerzas de Porter

Rivalidad entre competidores

Dentro de la industria camaronera existen varios competidores importantes, según información de la Cámara Nacional de Acuicultura existen más de 240 empresas dedicadas solo a la producción de camarón, y más de 100 dedicadas a otras actividades del proceso productivo.

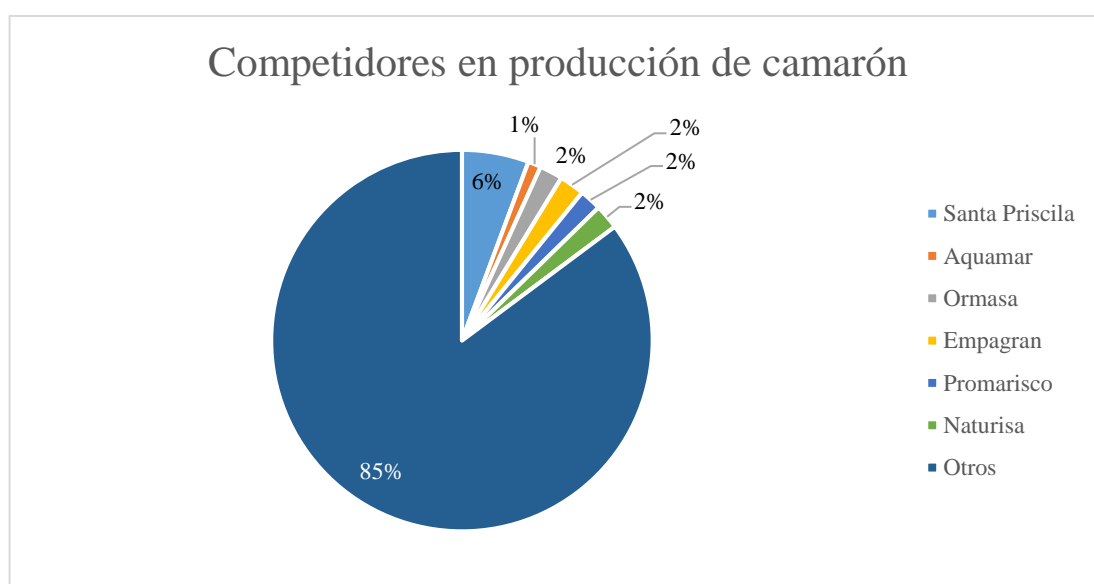
Esta industria es muy homogénea debido a que existen varias empresas con pequeños porcentajes de participación, siendo la de mayor participación Santa Priscila con 5,67% seguido por Empagran con 2.13% y Naturisa la tercera más grande con 2.10% de participación de mercado (Gráfico 8).

~~Dentro de la industria camaronera existen varios competidores importantes, según información de la Cámara Nacional de Acuicultura existen más de 240 empresas dedicadas solo a la producción de camarón, y más de 100 dedicadas a otras actividades del proceso productivo.~~

~~Esta industria es muy homogénea debido a que existen varias empresas con pequeños porcentajes de participación, siendo la de mayor participación Santa Priscila con 5,67%,~~

seguido por Empagran con 2.13% y Naturisa la tercera más grande con 2.10% de participación de mercado (Gráfico 6).

Gráfico 8: Competidores en producción de camarón



Elaborado por: Los autores Fuente: Bolsa de Valores de Quito (2015)

Poder de negociación de los clientes

En caso de Naturisa S.A. el 91.2% de la producción de camarón es vendido a Songa C.A, empresa aliada encargada de la comercialización del mismo. Un 37 % de la producción de camarón es exportada a destinos como China, Estados Unidos y la Unión Europea. El poder de negociación de los clientes internacionales puede aumentar si las condiciones macroeconómicas no son favorables (Varela, 2011).

Poder de negociación de los proveedores

Naturisa S.A. en conjunto con empresas aliadas, se encargan de todos los procesos de la cadena de producción de camarón; por lo que, el poder de negociación de los proveedores es bajo.

Amenaza de nuevo competidores

La amenaza de nuevos competidores es baja ya que las barreras de entrada a la industria camaronera son grandes. Esto debido a que la inversión en maquinarias y capital de trabajo requeridas. (Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones, 2013)

Además, existe un riesgo muy bajo de que compañías extranjeras entren al mercado nacional ya que el sector camaronero nacional es considerado como sector estratégico según el Ministerio Coordinador de Sectores Estratégicos.

4.2.3.2 Poder de negociación de los clientes

En caso de Naturisa S.A., el 91.2% de la producción de camarón es vendido a Songa C.A, empresa aliada encargada de la comercialización del mismo. Un 37 % de la producción de camarón es exportada a destinos como China, Estados Unidos y la Unión Europea, el poder de negociación de los clientes internacionales puede aumentar si las condiciones macroeconómicas no son favorables.

4.2.3.3 Poder de negociación de los proveedores

Naturisa en conjunto con empresas aliadas, se encargan de todos los procesos de la cadena de producción de camarón; por lo que, el poder de negociación de los proveedores es bajo.

4.2.3.4 Amenaza de nuevo competidores

La amenaza de nuevos competidores es baja ya que las barreras de entrada a la industria camaronera son grandes debido a la inversión en maquinarias y capital de trabajo requeridas. Además, existe un riesgo muy bajo de que compañías extranjeras entren al mercado nacional ya que el sector camaronero nacional es considerado como sector estratégico según el Ministerio Coordinador de Sectores Estratégicos.

Amenaza de sustitutos

El único sustituto directo del camarón de cultivo son aquellos camarones que se pescan en mar abierto, estos crustáceos son más apetecidos por los consumidores debido a su sabor y ~~texturay textura~~, sin embargo su precio supera significativamente al de los crustáceos de granja y su producción es escasa, esto debido a las limitantes que existen en los procesos de pesca y recolección.

En cuanto a los sustitutos indirectos tenemos a la langosta, cangrejos y demás crustáceos que no representan una gran amenaza, debido a que su comercialización es escasa en comparación con el volumen de camarón. Debido a limitantes legales para su explotación y la falta de tecnología en su producción, con excepción de la langosta, el camarón es el único crustáceo que se cultiva.

~~4.3 El sector camaronero es muy competitivo, existen más de 200 empresas dedicadas solo al cultivo de camarón, sin contar la competencia a nivel internacional. Para prever la amenaza de sustitutos, es necesario que se siga mejorando la productividad y establecer políticas contingentes que puedan ajustarse a cualquier situación.~~

Evolución de cifras financieras

En esta sección se analizará cómo ha evolucionado la distribución de los recursos de la empresa y como afectan a la generación de utilidades de la misma. Además, del respectivo análisis horizontal y vertical de los estados financieros.

Una vez que se han obtenido los porcentajes para el análisis vertical del balance general (Tabla 7) se puede concluir que, los activos circulantes de la empresa son mayores que los exigibles a corto plazo, por lo tanto, la empresa hasta el 2014 no cuenta con problemas de liquidez. En los últimos 4 años la empresa presenta una disminución en los pasivos corrientes, pasando de 35,68% (2011) a 18,62% (2014), de la misma forma en los activos 47,28% (2011) y 38,44% (2014).

En el 2011 y 2012, el efectivo y las cuentas por cobrar no igualaban aproximadamente a los exigibles a corto plazo, por lo que en estos años se pudieron presentar problemas para cubrir los pagos. En el 2013 esto cambia ya que se logró igualar estos rubros; en el 2014 se aprecia que tanto el efectivo más las cuentas por cobrar sobrepasan a los pasivos a corto plazo, en este caso es posible que la empresa este infrautilizando sus inversiones.

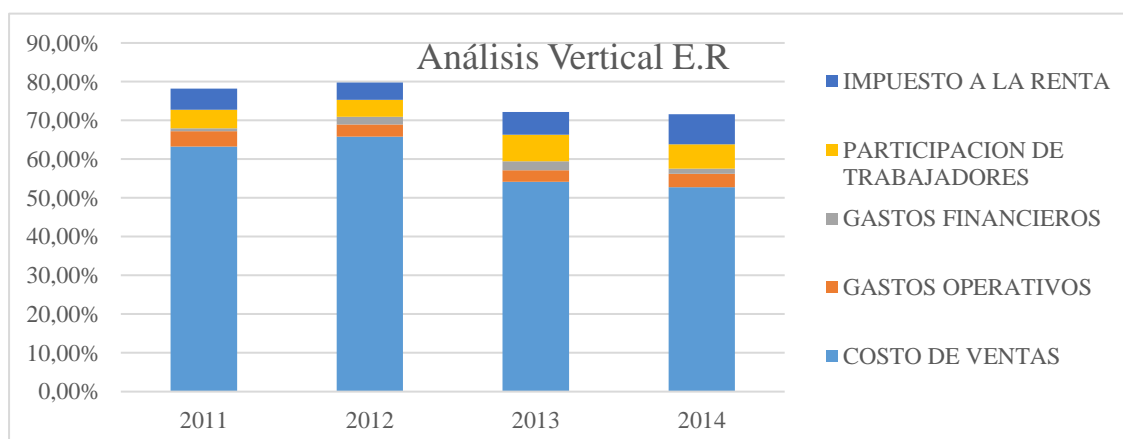
Al 2014, el capital propio de Naturisa S.A. está representado por el 50,40% del activo por lo que la empresa está suficientemente capitalizada, años anteriores la empresa contaba con un capital excesivo.

En cuanto al análisis horizontal del Balance General de Naturisa S.A. (Tabla 7), podemos destacar que los inventarios han presentado un crecimiento entre el 2012 y 2013, esto indica que no hay una correcta administración de los mismos, a pesar que en el 2014 este disminuyó un 12% en comparación al año anterior, lo que indica un incremento en la rotación de inventarios. En general la empresa no presenta problemas de liquidez y endeudamiento.

En cuanto a el Estado de Resultados de Naturisa S.A. (Tabla 8), se puede apreciar que el costo de venta desde el 2011 ha presentado una disminución en representación del total de ventas, pasando de un 63,26% (2011) a 52,73% (2014). Mientras la utilidad bruta ha presentado variaciones positivas en los últimos cuatro años; por otro lado, los gastos operativos no han reflejado variaciones considerables. La utilidad de Naturisa S.A. ha incrementado en los últimos años (Gráfico 9), a pesar que en el 2014 solo presentó una disminución del 5,18% en comparación al 2013.

Mediante un análisis horizontal se puede observar el incremento considerable de las ventas, 107% en comparación con el año base 2011. Los costos de venta han incrementado un 87% en relación al 2010, por lo que la empresa debe considerar la aplicación de estrategias para la disminución de los mismos. En cuanto a utilidades, esta ha variado positivamente, en relación al 2010 se ha presentado un incremento del 191%.

Para profundizar este análisis, es necesario detallar la evolución de los rubros más importante en los estados financieros.



Elaborado por: Los autores / Fuente: Estado de Resultados Naturisa S.A.

Ingresos operacionales

Gráfico 10: ~~Evluación:~~ Evluación de los ingresos operacionales Naturisa S.A.

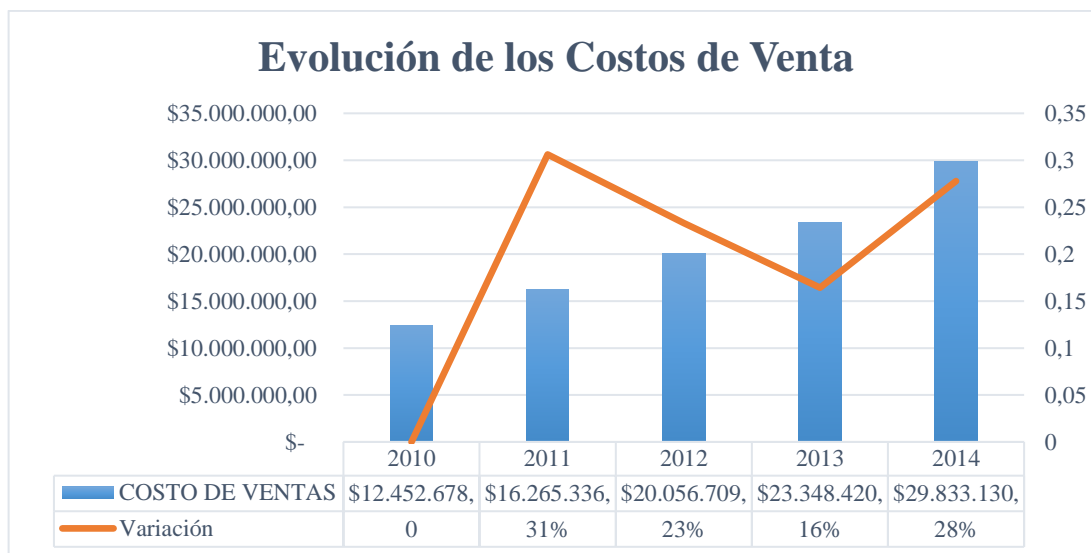


Elaborado por: los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

En el 2011 Naturisa S.A. presento una variación del 23% en sus ingresos operacionales y a lo largo de los 5 periodos de estudio ha mantenido un crecimiento promedio de 28% a S.A., generó ingresos operacionales de \$ 25.712.871,00 registrando de esta manera un crecimiento del 23% con respecto al 2010 (\$20.869.924,00); en el 2012 esta empresa logró obtener \$30.455.550,00 de las ventas de camarón lo que se traduce en un crecimiento porcentual del 18% con respecto al 2011; para el siguiente año se ha presentado un incremento del 42% con respecto al 2012, lo que representa ventas de \$43.115.916,00; finalmente en el 2014 Naturisa S.A. mantuvo un crecimiento en sus ingresos operacionales, alcanzando ventas de \$56.576.116,00 lo que representa un 31% más que el 2013. Como se puede evidenciar la compañía, en los últimos cinco años Naturisa S.A. ha presentado un crecimiento continuo durante los periodos de estudio.

Costo de ventas

Gráfico 11: Evolución de los costos de ventas Naturisa S.A



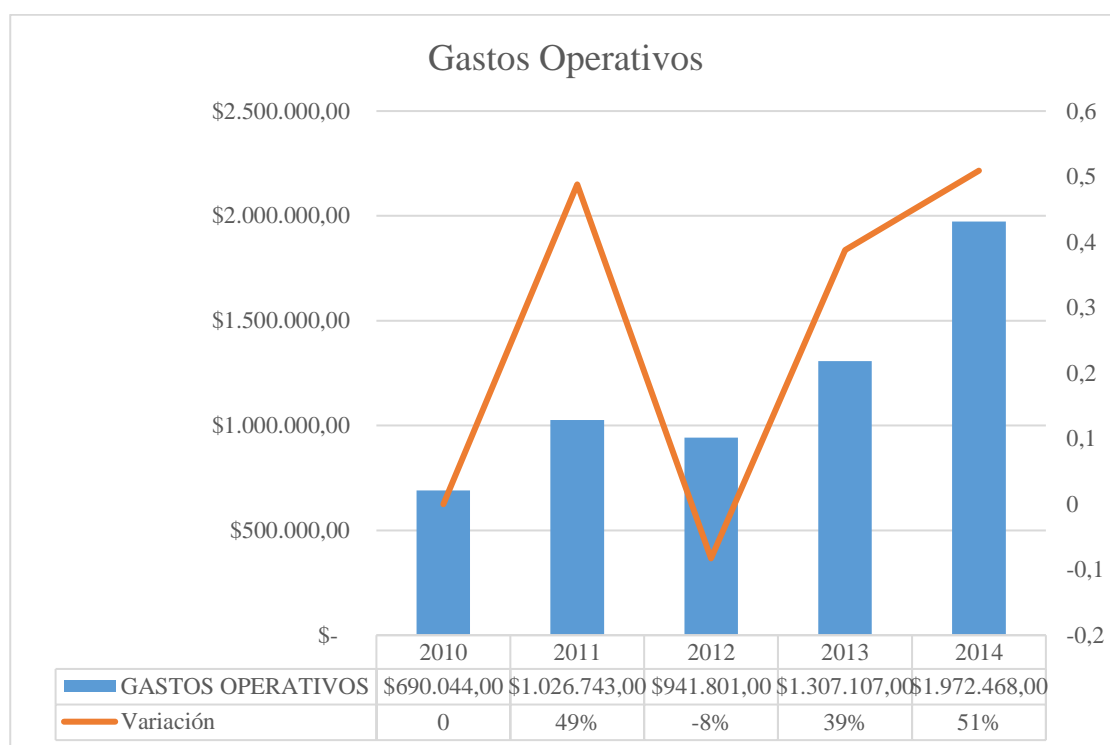
Elaborado por: los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

Con respecto a la evolución de los costos de ventas, se puede observar que en el 2011 la empresa presentó un incremento de 31% en sus costos de venta con respecto al 2010 (\$12.452.678,00); sin embargo su crecimiento promedio se ubica en un 24.5% en años posteriores.

en el 2012 los costos de venta incrementaron un 23%, lo que representa un costo de venta de \$20.056.709,00; en el 2013 los costos de venta en un 0,30% en comparación con el 2012 lo que represento para la empresa un costo de \$23.348.420,00; en el último año los costos de venta se incrementaron a \$29.833.130,00[WM4].

Gastos operativos

Gráfico 12: Evolución de los gastos operativos Naturisa S.A.

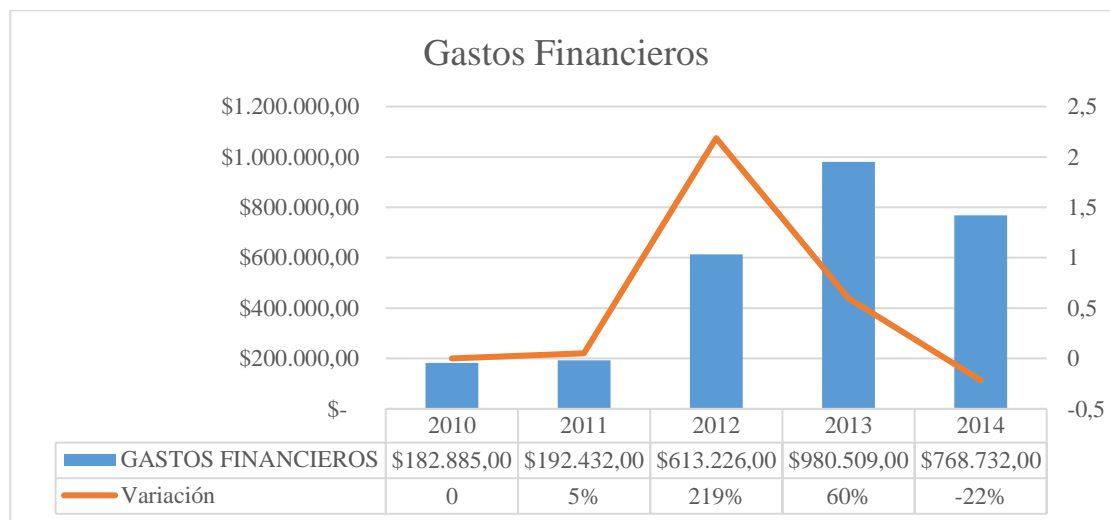


Elaborado por: Los autores / Fuente: Estado de Resultados Naturisa S.A.

Los gastos operativos de Naturisa S.A han mostrado un crecimiento del 49% en comparación con el 2010, es decir, que en el 2011 los gastos operativos correspondieron a \$1.026.743, en 2012 se ve una mejora en la optimización de recursos, sin embargo en el periodo de estudio el promedio de crecimiento de los gastos operativos fue de 32.75%.00,

Es importante destacar que las variaciones anuales de los gastos operativos han sido muy distintas, del 2010 al 2011 hubo variaciones positivas de 49% mientras que en el 2012 las variaciones fueron de -8%. en el 2012 estos gastos disminuyeron a \$941.801,00; en el 2013 los gastos de la empresa aumentaron nuevamente un 39%, esto quiere decir que en ese año los gastos operativos fueron de \$1.307.107,00; en el 2014 los gastos operativos aumentaron un 51%, es decir, \$ 1.972.468.

Gastos financieros

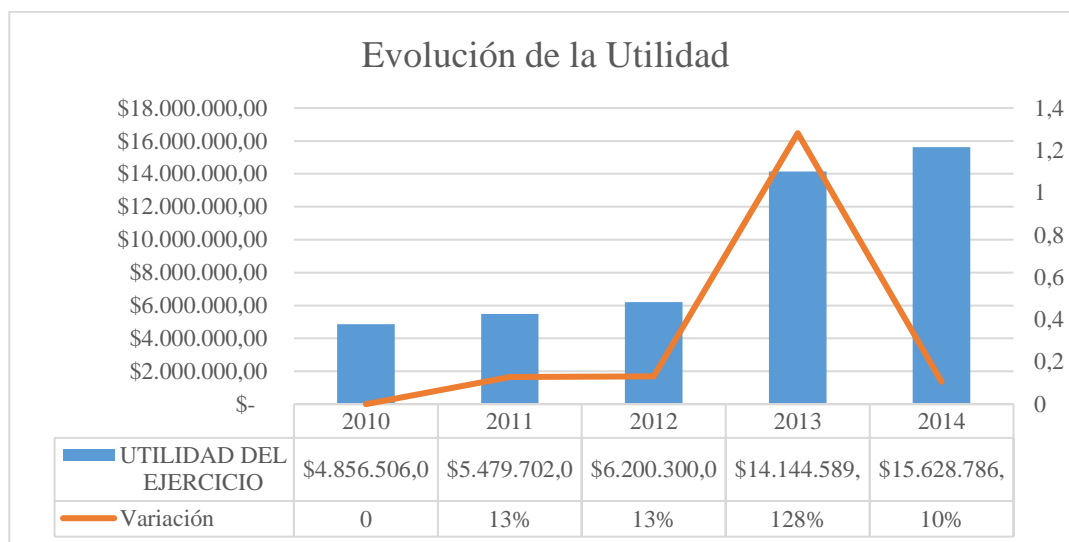
Gráfico 13: Evolución de los gastos financieros Naturisa S.A.

Elaborado por: Los autores / Fuente: Estado de Resultados Naturisa S.A.

Los gastos financieros, por otra parte, han presentado un gran incremento en el 2012, percibiendo un incremento del 219% en relación al 2011, traduciéndose en \$613.226 de gastos financieros, esto se debe al pago de las nuevas obligaciones adquiridas, la empresa planeada reestructurar sus pasivos y adquirir deudas a menor tasa de interés para no incurrir en altas variaciones en sus gastos financieros a futuro. ~~luego de este año, estos gastos aumentaron a \$980.509 para en el 2014, presentar una disminución del 22% es decir, que se incurrieron en \$768.732 en gastos financieros.~~

Utilidad neta

Gráfico 14: Evolución de la utilidad

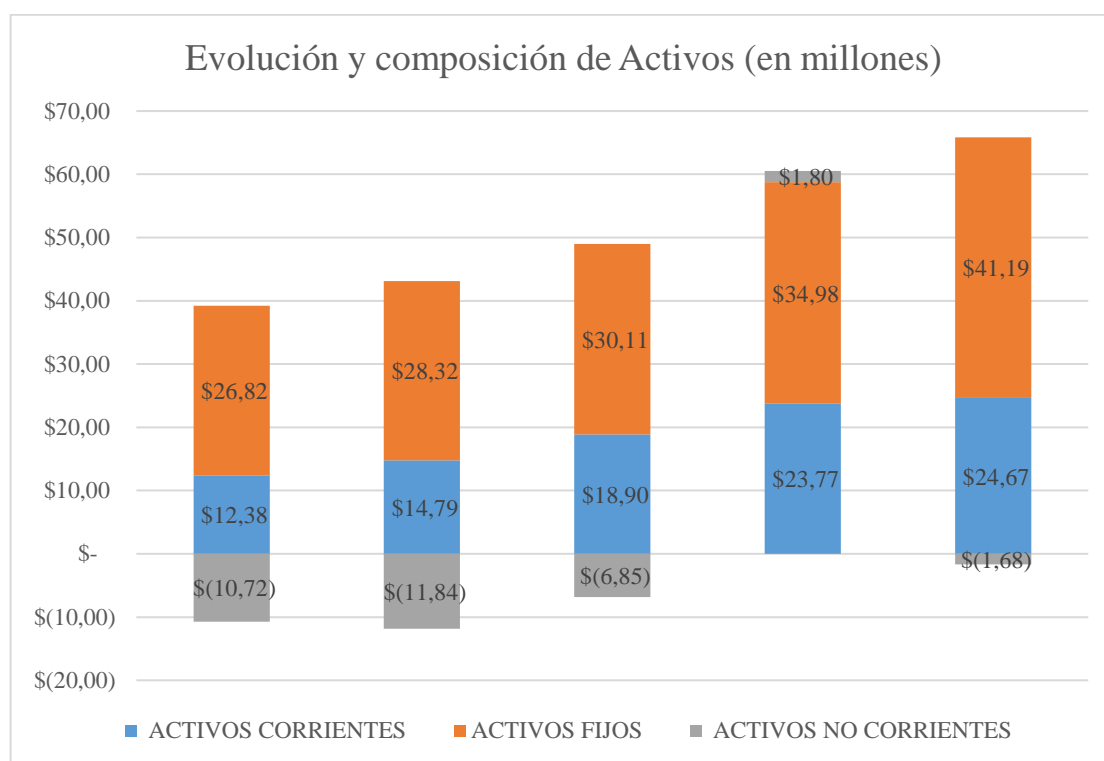


Elaborado por: Los autores / Fuente: Estado de Resultados Naturisa S.A.

En el 2011 y 2012, Naturisa S.A. mantuvo un crecimiento del 13%; pero, en el 2013 tuvo un crecimiento considerable en su utilidad, pasando de \$6.200.300 de utilidad a \$14.144.58; es decir, que en el 2013 tuvo un crecimiento de 128%, siendo esto el porcentaje más alto en el periodo de estudio, esto se debe a un incremento considerable en el precio del camarón a nivel internacional, como se observa la variación en la utilidad se mantiene estable en un 12% promedio, sin considerar eventualidades fuera de lo normal, como plagas. En el 2014 las utilidades de Naturisa S.A. fueron de \$15.628.780, ~~10% de crecimiento respecto al año anterior.~~

Estructura de activos

Gráfico 15: Evolución y composición de Activos Naturisa S.A.



Elaborado por: Los autores / Fuente: Balance General Naturisa S.A.

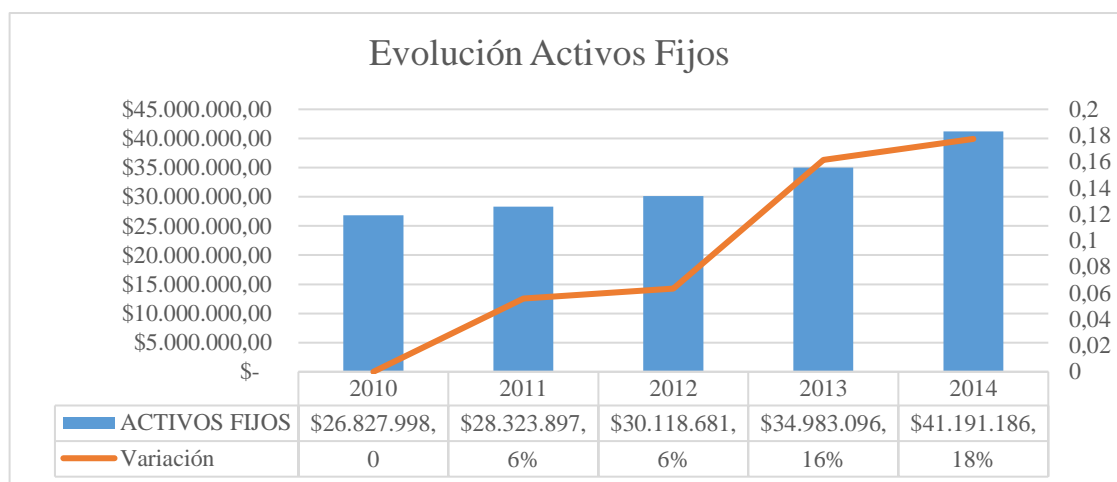
Al 2014, los activos de Naturisa S.A. están compuestos por un 38,44% de activos corrientes ~~que es equivalente a \$24,67 millones~~, 64,18% de activos fijos, ~~que corresponde a \$41,19 millones y 2,62% que representan \$1,68 millones de activos no corrientes~~, al 2011 se presentó el más alto porcentaje correspondiente a activos fijos (90,57%), al igual que los activos corrientes [WM5](47,28%)

Se observa un incremento significativo en la adquisición de activos fijos, que corresponden a maquinaria y terrenos (fincas), lo cual es positivo debido a que son uno de los activos más valiosos para la compañía, esto en base a la prohibición del gobierno para la construcción de nuevas fincas.

Se observan variaciones de un año a otro, lo que es positivo porque se puede apreciar cómo se ejecuta la estrategia de crecimiento constante en lo que se refiere a la adquisición de activos vitales para la empresa. En base a la estructura actual Naturisa S.A. presenta una organización bien estructurada.

~~Se observa un incremento significativo en la adquisición de activos fijos, que corresponden a maquinaria y terrenos (finca), lo cual es positivo debido a que son uno de los activos más valiosos para la compañía, esto en base a la prohibición del gobierno para la construcción de nuevas fincas.~~

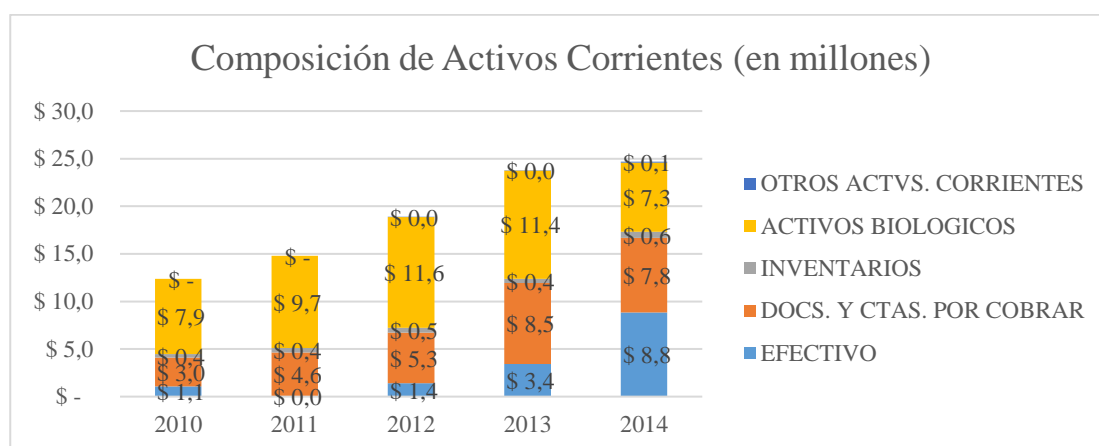
Gráfico 16: Evolución y composición de activos fijos Naturisa S.A.



Elaborado por: Los autores / Fuente: Balance General Naturisa S.A.

En la siguiente grafica podemos apreciar una variación importante en los activos biológicos, que comprenden las larvas de camarón y en menor proporción ganado vacuno, vemos que para el año 2014 la cifra se reduce igualando al año 2010. Por otra parte, se observa un aumento en las cuentas por cobrar, lo cual, no es positivo porque al aumentar las cuentas pendientes de cobro la empresa se vuelve más vulnerables a problemas de liquidez.

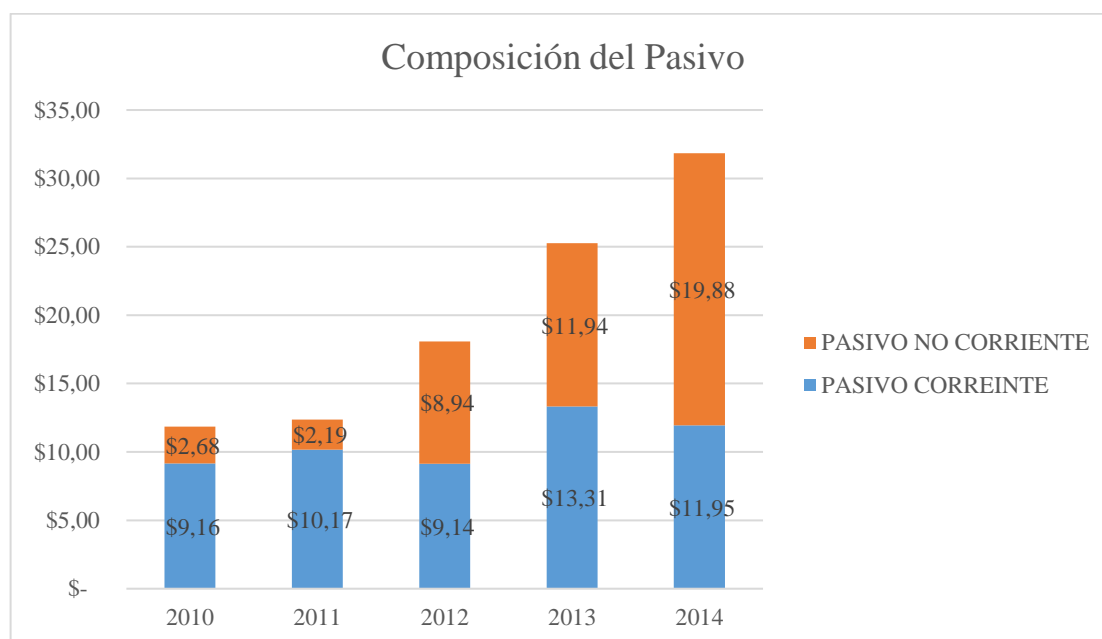
Gráfico 17: Evolución y composición de activos corrientes Naturisa S.A.



Elaborado por: Los autores / Fuente: Balance General Naturisa S.A.

Estructura de pasivos

Gráfico 18: Evolución y composición de pasivos Naturisa S.A.



Elaborado por: Los autores / Fuente: Balance General Naturisa S.A.

Respecto a la estructura de pasivos, en el 2011 estaban conformados por 35,68% de pasivos no corrientes y 7,69% de pasivos corrientes; en el 2012 la estructura del pasivo estaba compuesto por 21,68% corriente y 21,21% no corriente; en el 2013 por otra parte, se conformaba el pasivo de 21,99% corriente y 19,71% no corriente; en el último año de estudio el pasivo se encuentra conformado por un 18,62% de pasivo corriente y un 30,98

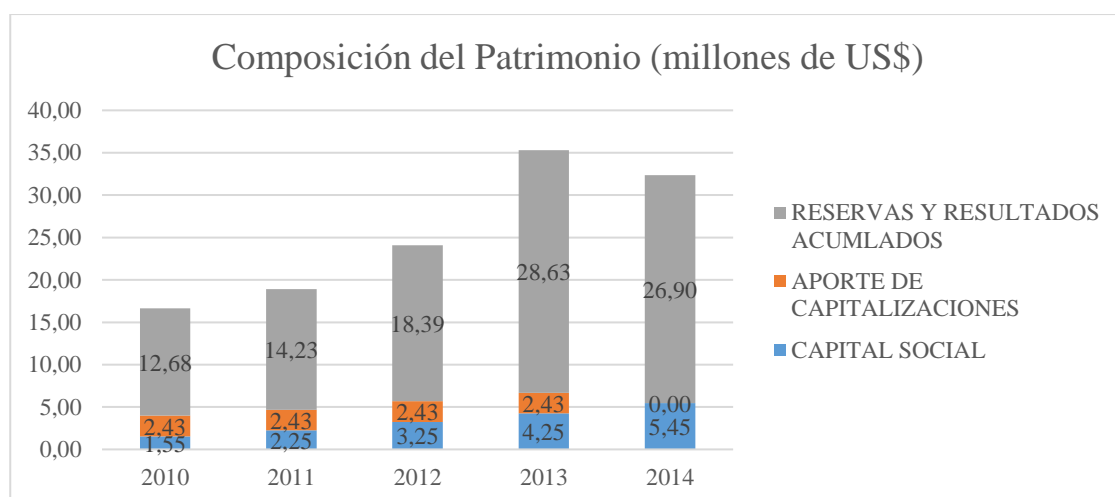
de pasivo no corriente; lo que corresponde a \$11,95 millones y \$19,88 millones respectivamente.

Los pasivos a largo plazo han aumentado, lo cual es positivo porque le permite a la empresa diseñar estrategias a largo plazo en momentos de alta volatilidad en los mercados internacionales.

Estructura de patrimonio

La empresa retiene gran proporción de su utilidad para financiar su estrategia de expansión y poder adquirir activos valiosos, como las fincas, en momentos oportunos, sin descuidar su liquidez ni endeudando a la empresa.

Gráfico 19: Estructura y composición del patrimonio



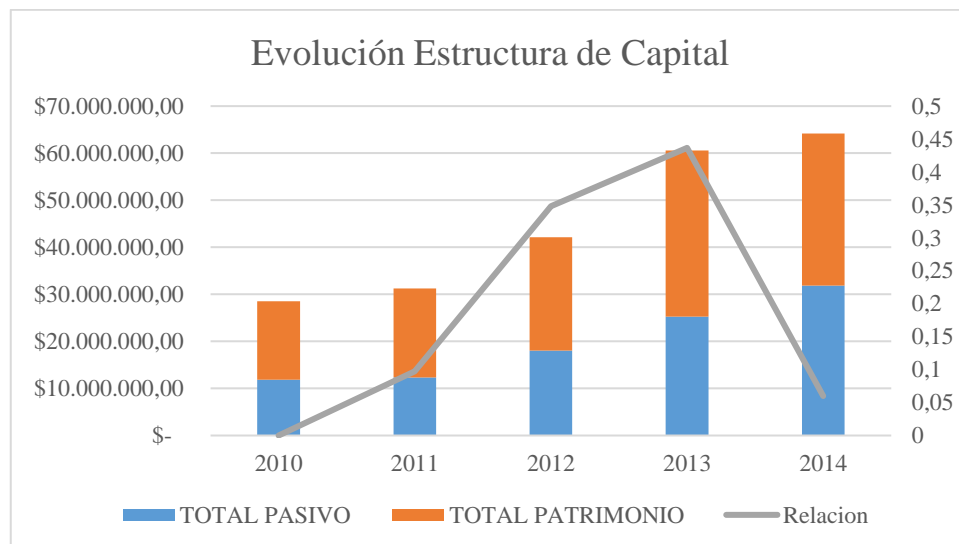
Elaborado por: Los autores / Fuente: Balance General Naturisa S.A.

Al 2014 Naturisa S.A., mantiene una estructura de patrimonio de 8,49% de capital social lo que equivale a \$5,45 millones y un 41,91% de reservas y resultados acumulados lo que corresponde a \$26,90 millones; para este año no se presentan aportes de capitalizaciones, lo que conlleva a que el patrimonio represente un 50,40% del Balance General de ese año.

Como se observa el patrimonio ha crecido en su gran mayoría debido a la retención de utilidades de la empresa, denotando un alto grado de compromiso por parte de sus accionistas de mantener correctamente capitalizada a la empresa.

Estructura de Capital

Gráfico 1817: Evolución y Relación de la estructura del capital



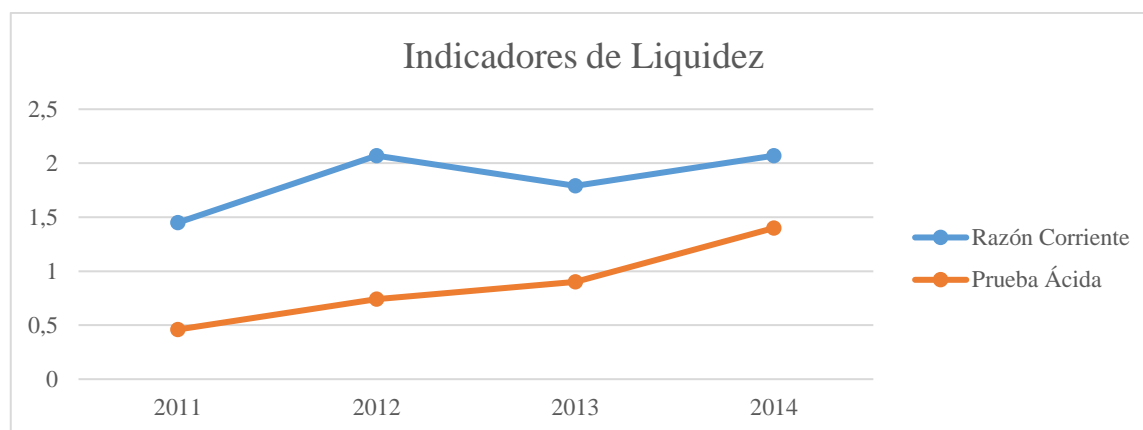
Elaborado por los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

Respecto a la estructura de Capital, en el 2014 la empresa conforma un capital de 49,60% de pasivos y un 50,40% de patrimonio lo que se traduce a \$31.833.080,00 y \$32.350.721,00 respectivamente [WM6].

Como se puede observar, la estructura del capital está compuesta en su mayoría por aportaciones de los socios y sus utilidades retenidas; sin embargo, el endeudamiento ha aumentado en años recientes, pero no debería ser considerado como un aspecto negativo, actualmente las tasas de interés son bajas y la rentabilidad del negocio camaronero sigue manteniendo su perspectiva alcista.

Indicadores de liquidez

Gráfico 20: ~~Evolución:~~ Evolución de los indicadores de Liquidez



Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

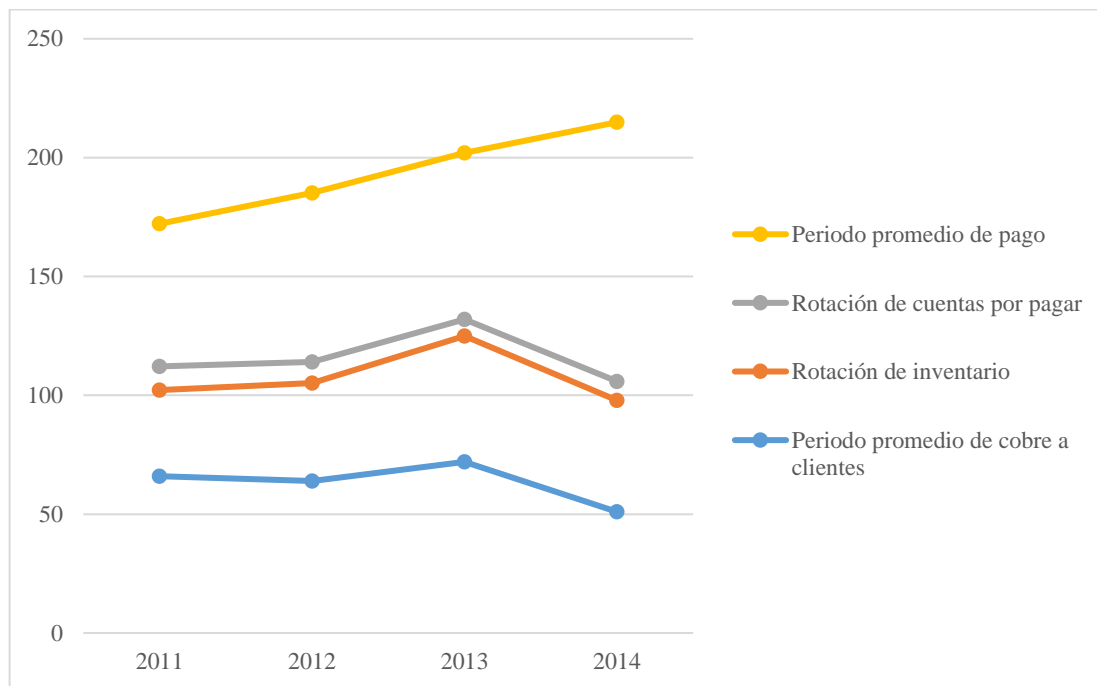
Al considerar los indicadores financieros de liquidez, se puede apreciar que la compañía ha aumentado su liquidez, el ratio de la prueba ácida es el que presenta una variación importante, debido a que a finales del 2013, la empresa pudo hacer frente a sus obligaciones sin necesidad de liquidar sus inventarios, en caso de necesitarlo [WM7].

Los indicadores de liquidez de Naturisa S.A., muestran que en el 2011 la empresa presentó problemas para afrontar sus pagos a corto plazo; debido a que la razón corriente no se encuentra entre 1,5 (situación óptima según ROSS 2008) y 2 situación óptima según (Ross et al., (2010), -además- que la prueba ácida es considerablemente menor a 1. Pero esta situación ha mejorado con el tiempo, se puede apreciar que en el 2012 y 2013 no se presenta este inconveniente; en el 2014 estas razones incrementan a tal punto que se considera que la empresa tiene activos circulantes ociosos, por lo tanto, se pierde rentabilidad.

Administración de activos

En cuanto a la gestión de los administradores, vemos que la evolución ha sido positiva, los clientes realizan sus pagos en menos días y la empresa ha logrado obtener más días de plazo para cubrir sus obligaciones con los proveedores; el inventario no ha mostrado una variación significativa.

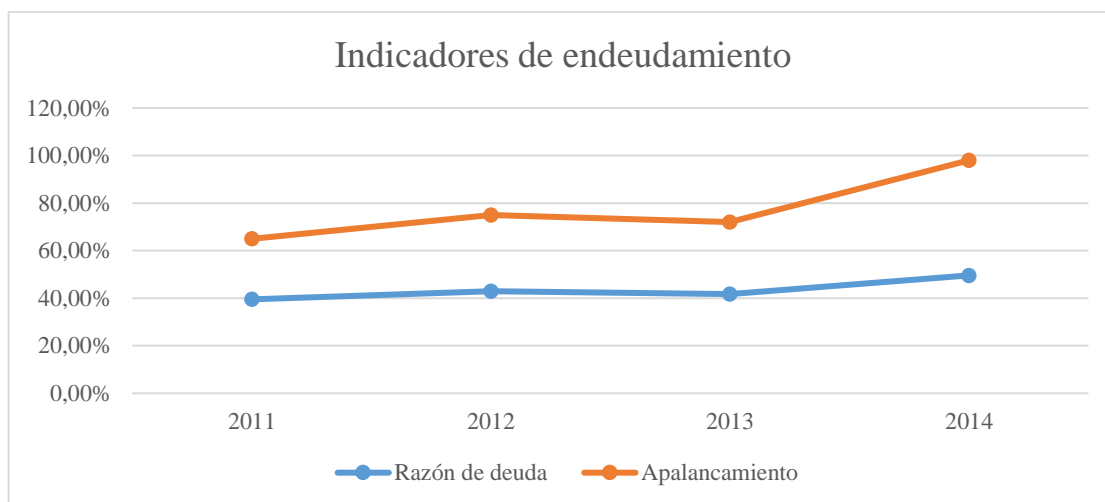
Gráfico 21: Evolución de los indicadores de administración de activos



Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros [Naturisa S.A.](#)

Indicadores de endeudamiento

Gráfico 22: Evolución de endeudamiento

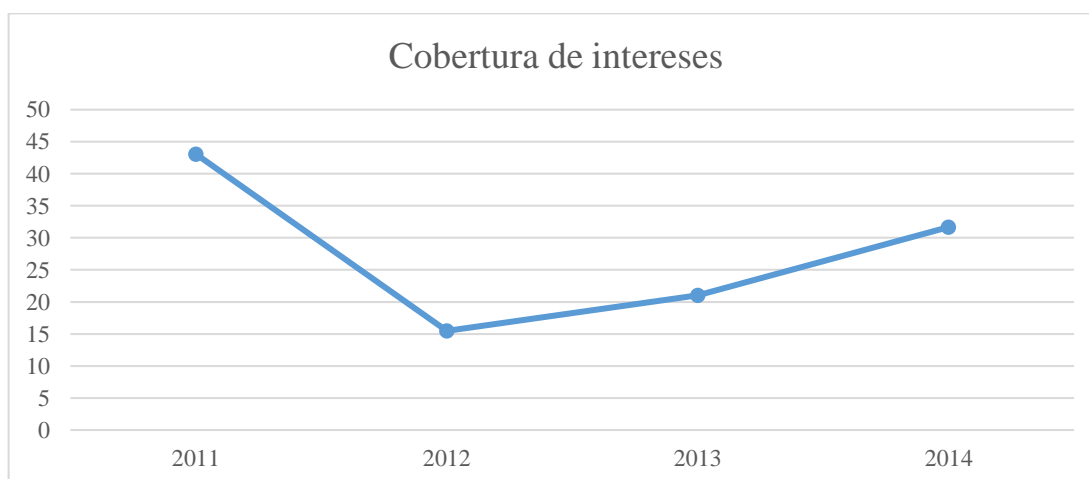


Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

La razón de deuda se encuentra en un nivel estable (55%) debido a que lo ideal es que se encuentre entre 0.4 y 0.6, mientras que el apalancamiento sobrepasa el 100% lo que recomienda financiar la empresa mediante deuda.

El ratio de rendimiento sobre el patrimonio (ROE) es mayor que el rendimiento sobre los activos (ROA) lo cual es positivo, debido a que el costo medio de la deuda es inferior a la rentabilidad de los activos, bajo este escenario el financiamiento de parte de los activos con deuda ha permitido el crecimiento del ROE.

Gráfico 23: Cobertura de intereses



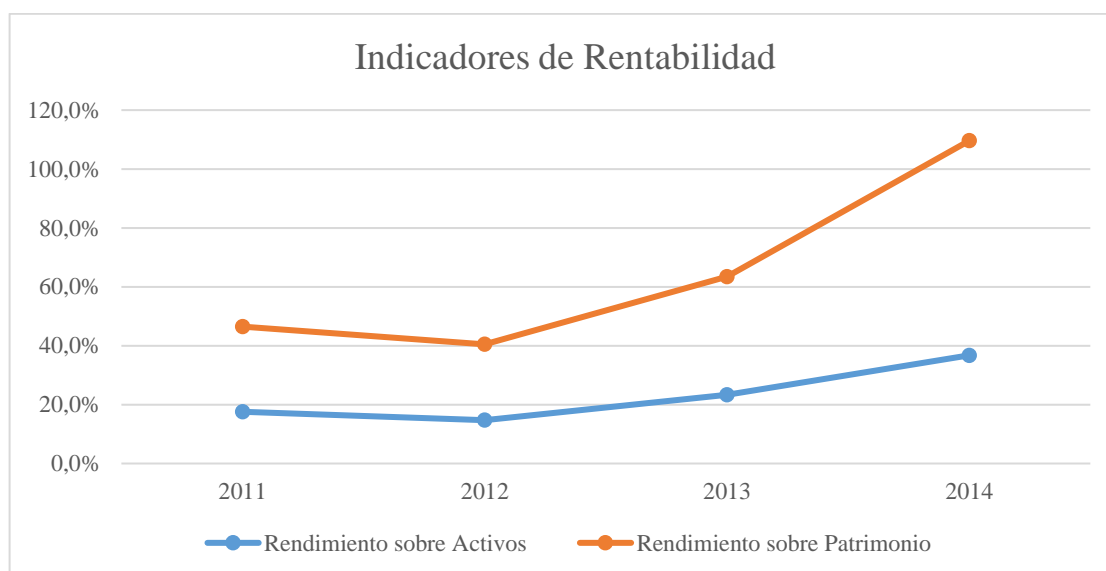
Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

En cuanto a la cobertura de intereses, se puede observar que a pesar que en el 2012 se presentó una caída en el índice, esto debido a que en este año se efectuó un préstamo a corto plazo para cubrir necesidades de capital de trabajo no previstas, esta situación ha mejorado en los siguientes años.

Indicadores de rentabilidad

En cuanto a los indicadores de Rentabilidad tenemos que se han mantenido en crecimiento durante los últimos cinco años

Gráfico 24: ~~Evolución:~~ Evolución de los indicadores de rentabilidad



Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

En general, la compañía presenta un panorama estable, sus directivos han tomado buenas decisiones que han permitido la expansión de la compañía sin exponer el patrimonio de sus accionistas a un riesgo elevado, debido a que, no incurrieron en estrategias de apalancamiento financiero agresivo, que pudo ser perjudicial en caso de nuevos brotes del virus de la mancha blanca.

La liquidez y solvencia de la empresa han aumentado, lo que la vuelve menos riesgosa, actualmente sus activos corrientes cubren a sus obligaciones a corto plazo sin considerar su inventario. Los administradores han podido negociar condiciones más favorables para la empresa en cuanto a plazo y políticas de cobro y pago con proveedores y clientes.

CAPÍTULO V

5. Valoración de la empresa

5.1 Supuestos de la valoración

Como se mencionó en capítulos anteriores, el método elegido para realizar la valoración de Naturisa S.A. debido a las ventajas que posee sobre otros métodos es el Flujo de Caja Libre Descontado.

Se considerará un horizonte de 5 años para la proyección de los flujos debido a que es el horizonte de planeación más utilizado en la valoración de empresas; para descontar los flujos se utilizará el WACC como tasa de descuento, compuesta por las tasas exigidas por los accionistas (K_e) y por la tasa exigida por la deuda (K_d).

Tabla 5: Supuestos para la proyección del flujo de caja

	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>Perpetuidad</u>
<u>Crecimiento venta camarón</u>	<u>8%</u>	<u>8%</u>	<u>9%</u>	<u>9%</u>	<u>9%</u>	-
<u>Crecimiento venta productos agrícolas</u>	<u>3%</u>	<u>3%</u>	<u>3%</u>	<u>3%</u>	<u>3%</u>	-
<u>Costo de ventas sobre ventas</u>	<u>59%</u>	<u>50%</u>	<u>50%</u>	<u>50%</u>	<u>50%</u>	-
<u>Gastos operativos sobre ventas</u>	<u>3.4%</u>	<u>3.4%</u>	<u>3.4%</u>	<u>3.4%</u>	<u>3.4%</u>	-
<u>Gastos financieros sobre ventas</u>	<u>-16%</u>	<u>-16%</u>	<u>-16%</u>	<u>-16%</u>	<u>-16%</u>	-
<u>Crecimiento Depreciación</u>	<u>11.4%</u>	<u>11.4%</u>	<u>11.4%</u>	<u>11.4%</u>	<u>11.4%</u>	-
<u>Tasa Impositiva</u>	<u>33.7%</u>	<u>33.7%</u>	<u>33.7%</u>	<u>33.7%</u>	<u>33.7%</u>	-
<u>Variación de Capital de trabajo</u>	<u>0%</u>	<u>-10%</u>	<u>-10%</u>	<u>-10%</u>	<u>-10%</u>	-
<u>Crecimiento (2020-2025)</u>						<u>7%</u>
<u>Crecimiento perpetuo</u>						<u>3.33%</u>

Elaborado por: Los Autores

Se estima que los ingresos por ventas de camarón aumenten a una tasa creciente entre 9% y 11% para en el periodo 2016-2020, esto obedece al crecimiento promedio anual en ventas del sector camaronero. La crisis interna que se espera para los años 2016 y 2017 no afecta considerablemente a la empresa debido a que más del 98% de su producción tiene como destino ~~desu~~ venta a el extranjero.

Cabe mencionar que esta es una proyección conservadora debido a que, el precio se mantiene constante y no se considera el crecimiento promedio de la empresa en los 5 años posteriores que fue de alrededor del 30.41%.

El crecimiento de las ventas de productos agrícolas obedece al promedio de crecimiento del periodo 2011-2015 de Naturisa S.A además de tomarse en cuenta la política de inversiones en terrenos productivos de la empresa.

Para la proyección de los costos de ventas se pondera en base al análisis vertical del estado de resultado, en donde los costos de ventas sobre ingresos de Naturisa S.A. representan el 59% promedio de los últimos 5 años. Sin embargo, debido a la relación comercial con la multinacional Cargill que consiste en un joint venture para la construcción de la planta de balanceado de camarón más grande de América, se espera obtener un precio preferencial y disminuir los costos de ventas en un 10% a partir del 2017¹¹.

Los gastos de operaciones se proyectan con una participación de 3.4% a partir del año 2016, en cuanto a los gastos financieros se proyectan tomando en cuenta la relación de los mismos con los pasivos de la empresa a través de los periodos de estudio (2010-2014), se considera que en promedio estos disminuirán en 16% anual a partir del año 2015 debido a la disminución en la tasa de interese de sus obligaciones.

Para el ~~el~~ periodo de proyección se considera un incremento anual de 11.4% de la depreciación de acuerdo al aumento del rubro propiedad planta y equipo y reposiciones de maquinarias anual.

Se considera una tasa de participación a trabajadores de 15% y una tasa de impuesto a la renta de 22% de acuerdo a las imposiciones tributarias de Ecuador.

La tasa impositiva es ~~de~~ 33.7% para el costo de capital y ajustes al flujo de caja, mientras para el estado de resultados es de 15% y 22% correspondientes a la participación de los trabajadores y el impuesto a la renta respectivamente.

La tasa impositiva se lo obtiene de la siguiente forma, considerando ~~emos~~ que:

¹¹ El balanceado representa el 60% de los costos de producción del camarón de cultivo.

<u>-Utilidad antes de impuestos</u>	<u>\$100</u>
<u>(-15% participación de los trabajadores)</u>	<u>-(\$ -15)</u>
<u>(-22% impuesto a la renta)</u>	<u>- - (\$ -18.7)</u>
<u>Utilidad después de impuestos</u>	<u>\$ 66.3</u>

Por lo ~~tantotanto~~, si se suma los impuestos por participación de los trabajadores más los de renta obtenemos \$33.7 en deducciones, lo que es equivalente a una tasa acumulada de 33.7%.

Se espera que las necesidades de capital de trabajo disminuyan en un 10%, esto producto de una mejora en las relaciones comerciales con su principal proveedor de materias primas Cargill, que otorgará plazos más flexibles de pago y precios preferenciales.

Se ha considerado una tasa de crecimiento en dos partes, para el periodo 2020-2025 la tasa de crecimiento será del 7% de acuerdo al crecimiento promedio de la industria acuícola en Ecuador y su crecimiento perpetuo será de 3.71% que corresponde al crecimiento promedio de la industria pesquera y acuícola en Sudamérica y teniendo como supuesto que Naturisa S.A no crezca por encima del promedio de la industria (Bolsa de Valores de Quito, 2016).

5.2 Cálculo de tasa de rentabilidad

La tasa con la que se descontarán los flujos de caja libre es el WACC, compuesta por la tasa exigida por la deuda K_d y la tasa exigida por los accionistas K_e . En este caso la primera es de 8.75%¹² según el último informe del vector de precios de la Bolsa de Valores de Quito y la segunda se procederá a obtenerla mediante la fórmula del CAPM.

Para poder determinar la tasa exigida por los accionistas se utilizará el modelo CAPM ajustado por la inflación, en la cual explica que el rendimiento de un activo está en función del riesgo del mercado o beta (β), la prima de riesgo de dicho activo ($R_m - R_f$), la tasa libre de riesgo R_f y una variable de ajuste o Spread, en este caso la inflación. Obteniendo la forma funcional:

¹² Naturisa S.A. solo mantiene deuda con los acreedores de sus bonos emitidos el 4 de Mayo del 2015 a una tasa fija del 8.5% anual.

$$Ke = R_f + \beta(R_m - R_f)us + Spread \quad (8)$$

Para estimar la R_f se tomo como referencia la rentabilidad de los bonos del tesoro de Estados Unidos debido a que son considerados los activos más seguro del mundo, en un periodo de 10 años (T-bonds 10Y) . Para obtener la prima de riesgo se tomó como referencia los datos históricos de Estados Unidos debido a la carencia de datos para el mercado ecuatoriano, la prima se encuentra en el mismo periodo de medición que los T-bonds, según Damodaran la prima por riesgo de mercado se sitúa en 4.54% a 10 años.

Para obtener el beta se tomó como referencia la beta promedio del sector pesquero de Estados Unidos.

Para poder utilizar los datos en el mercado ecuatoriano es necesario realizar ajustes mediante el Spread, para hacer esto se toma como referencia el diferencial de inflación entre Ecuador y Estados Unidos (Damodaran, 2011).

Tabla 6: Cálculo del costo patrimonial

Simbología	Rubro	Valor	Fuente información
R_f	Tasa libre de riesgo	2.08%	T-Bond 10Y
β	Beta desapalancada	1.26	Betas promedio sector pesca USA, (Damodaran, 2016)
$\beta *$	Beta apalancada	1.54	Modelo de Hamada (1969)
$(R_m - R_f)us$	Prima de riesgo de mercado	4.54%	Promedio primas de riesgo de mercado
$Spread$	Variación de los promedios de inflación de Usa y Ecuador	1.4%	Banco Central del Ecuador, World Bank

K_e	Costo Patrimonial	10.47%	$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)us$
$K_e *$	Costo Patrimonial ajustado	9.32%	$K_e * = R_f + \beta(R_m - R_f)us + Spread$

Elaborado por: Los Autores

Para obtener el $\beta *$ (apalancado) utilizamos la ecuación de ajuste de Beta del Modelo de Hamada.

$$\beta_{apalancado} = \beta_{desapalancado} \left(1 + (1 - TC) * \frac{D}{E} \right) \quad (8)$$

TC: Tasa de impuestos a la empresa

D/E: Estructura de endeudamiento de la empresa

Por lo tanto al aplicar el Modelo CAPM, utilizando el β apalancado obtenemos el siguiente resultado:

$$K_e = 2.08\% + 1.54(4.54\%) + 1.4\%$$

$$K_e = 10.47\%$$

Una vez obtenidas ambas tasas se puede obtener el Costo promedio de Capital (WACC) que es de 9.32%, utilizando la fórmula:

$$WACC = \frac{K_d * D(1 - T) + K_e * E}{D + E} \quad (9)$$

Donde:

D: Deuda financiera

E: Capital aportado por los accionistas

T: Tasa de impuestos a la empresa

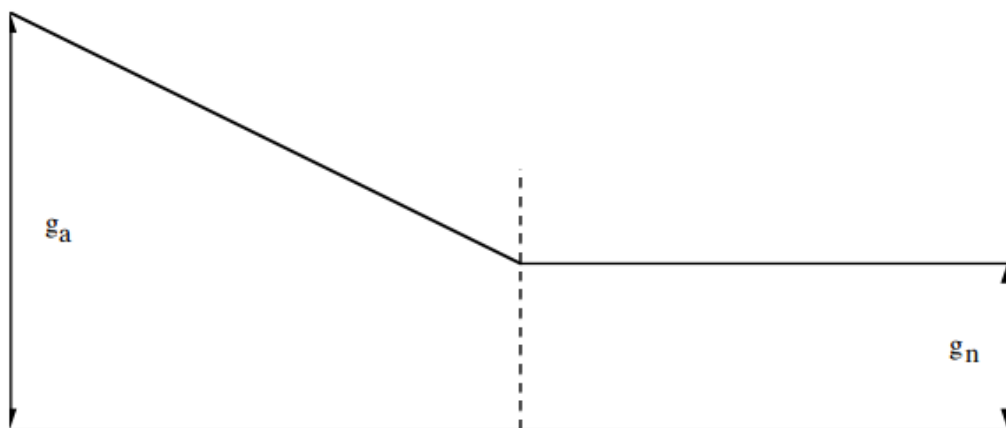
5.3 Cálculo de flujo de caja futuro

Para realizar la valoración de Naturisa S.A se eligió el método de Flujo de Caja Libre para calcular el valor de la empresa y se utilizara el Flujo de Caja del Accionista para su valor patrimonial, debido a las ventajas de éste con respecto a otros métodos de valoración propuestos. Se utilizaron los supuestos detallados en la tabla 5 y como tasa de descuento un WACC de 9.32%.

Debido a las características del sector económico en que se desenvuelve la empresa, se realizó el cálculo de su valor residual utilizando el “*Modelo de 2 etapas de Fuller y Hsia*”, el cual asume la existencia de una caída lineal en el nivel de la tasa de descuento (g_a) durante un periodo t , seguido por un periodo de estabilidad perpetua (t_n) a una tasa de descuento (g_n). Así la ecuación para obtener el valor residual seria la siguiente:

$$VR = \frac{FC_n * (1 + g_n) + FC_n * \frac{t}{2} * (g_a - g_n)}{WACC - g_n} \quad (10)$$

Gráfico 25: Expectativas de crecimiento en el modelo H



Fuente: Damodaran (2010)

Donde:

FC_n : Flujo de caja del último año

g_a : Tasa de crecimiento periodo 1

g_n : Tasa de crecimiento periodo 2

t : Tiempo de duración de la tasa de crecimiento 1

$$WACC > g_a > g_n$$

Al calcular el valor residual se pudo obtener todos los datos necesarios para proyectar el flujo de caja futuro de Naturisa S.A. (Tabla 13) y determinar el valor económico de la empresa que asciende a \$417'235.451,64 y su valor de patrimonio a \$401'894.917,03.

El valor residual descontado al presente, representa más del 50% del valor económico de la empresa y su valor obtenido mediante el flujo de caja futuro es superior al valor en libros registrado por la empresa de \$33'900.000, algo que se esperaba considerando los supuestos de proyección y no solo información financiera estática.

Tabla 7: Estado de resultado proyectado

Estado de Resultado Proyectado	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Ingreso por Ventas Camarón	\$ 63.944.680	\$ 69.060.254	\$ 75.275.677	\$ 82.050.488	\$ 89.435.032
Ingreso por Ventas agro	\$ 1.950.993	\$ 2.009.523	\$ 2.069.809	\$ 2.131.903	\$ 2.195.860
Total Ingreso	\$ 65.895.673	\$ 71.069.777	\$ 77.345.486	\$ 84.182.391	\$ 91.630.892
Costos de Ventas	\$ 38.878.447	\$ 35.534.889	\$ 38.672.743	\$ 42.091.196	\$ 45.815.446
Utilidad Bruta	\$ 27.017.226	\$ 35.534.889	\$ 38.672.743	\$ 42.091.196	\$ 45.815.446
Gastos Operacionales	\$ 2.240.453	\$ 2.416.372	\$ 2.629.747	\$ 2.862.201	\$ 3.115.450
Utilidad Operacional	\$ 24.776.773	\$ 33.118.516	\$ 36.042.997	\$ 39.228.994	\$ 42.699.996
Depreciación	\$ 1.978.372	\$ 2.203.906	\$ 2.455.151	\$ 2.735.038	\$ 3.046.833
Utilidad antes de intereses e impuestos	\$ 22.798.402	\$ 30.914.610	\$ 33.587.845	\$ 36.493.956	\$ 39.653.163
Intereses	\$ 1.110.000	\$ 870.000	\$ 630.000	\$ 390.000	\$ 150.000
Utilidad antes de impuestos y participación	\$ 21.688.402	\$ 30.044.610	\$ 32.957.845	\$ 36.103.956	\$ 39.503.163
Participación	\$ 3.253.260	\$ 4.506.692	\$ 4.943.677	\$ 5.415.593	\$ 5.925.474
Utilidad antes de impuestos	\$ 18.435.141	\$ 25.537.919	\$ 28.014.169	\$ 30.688.363	\$ 33.577.689
Impuestos	\$ 4.055.731	\$ 5.618.342	\$ 6.163.117	\$ 6.751.440	\$ 7.387.091
Utilidad Neta	\$ 14.379.410	\$ 19.919.577	\$ 21.851.051	\$ 23.936.923	\$ 26.190.597
Ajustes para el FCL	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Mas depreciación y amortización	\$ 1.978.372	\$ 2.203.906	\$ 2.455.151	\$ 2.735.038	\$ 3.046.833
Más intereses después de impuestos	\$ 735.930	\$ 576.810	\$ 417.690	\$ 258.570	\$ 99.450
Menos inversiones en activos fijos	\$ - 5.255.119	\$ -5.854.203	\$ -6.521.582	\$ -7.265.042	\$ -8.093.257
Menos inversión en capital de trabajo	\$ 2.617.580	\$ 869.325	\$ -815.842	\$ -968.305	\$ -822.423
Flujo de Caja	\$ 2.617.580	\$ 12.707.918	\$ 16.030.248	\$ 18.697.184	\$ 20.421.200
Valor Terminal					\$544.563.715
VP	\$ 11.624.559	\$ 13.418.287	\$ 13.266.907	\$ 13.120.369	\$363.187.750
Valor de la empresa	\$ 417.235.452				

		Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Ajustes para el FC Accionista						
Menos intereses después de impuestos		\$-735.930	\$ -576.810	\$ -417.690	\$ -258.570	\$ -99.450
Más financiamiento		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Menos pago de Capital		\$ -3.000.000	\$ -3.000.000	\$ -3.000.000	\$ -3.000.000	\$ -3.000.000
Flujo de Caja	\$ 2.617.580	\$ 8.971.988	\$ 12.453.438	\$ 13.895.823	\$ 15.438.614	\$ 17.321.750
Valor Terminal						\$ 544.563.715
VP	\$ 2.617.580	\$ 8.122.138	\$10.267.006	\$ 10.490.962	\$ 10.717.044	\$ 359.680.187
Valor del patrimonio	\$ 401.894.917					

[Elaborado por: Los Autores](#)

5.4 Análisis de sensibilidad

Para realizar el análisis de sensibilidad del valor económico y financiero de Naturisa S.A. con respecto a determinadas variables internas y externas a la empresa, se empleará la Simulación de Montecarlo.

Las variables internas que tienen un mayor impacto sobre el estado de resultados son el crecimiento de las ventas y los costos de venta; mientras que las variables macroeconómicas externas, más relevantes para la industria camaronera son la tasa de crecimiento del PIB y el tipo de cambio EUR/USD, esta última debido a la compra de insumos al exterior y por la alta representatividad del mercado europeo como uno de los principales consumidores del camarón ecuatoriano.

5.4.1 Simulación de Montecarlo

Para estimar el valor económico y financiero bajo los distintos escenarios que podrían presentar las variables previamente mencionadas en la sección 5.4, se utilizara la simulación de Montecarlo, considerando los promedios de años previos y la desviación estándar de las variables.

Para la estimación perpetua de la variable tasa de crecimiento del PIB del Ecuador, se estimó la media de los cinco años proyectados del Country Report de Ecuador de Octubre del 2015 realizado por “The Economist”, con un valor promedio de 1.52%.

La perpetuidad del crecimiento de los ingresos por ventas de camarón se lo obtuvo mediante un promedio del crecimiento del sector, por lo que se estima un crecimiento de 7%.

Para los costos de venta se consideró el intervalo de los mismos durante el periodo 2010-2014, por lo tanto se estima que los costos como porcentaje de las ventas se ubiquen entre el 50% y 60% presentando una distribución uniforme.

El tipo de cambio EUR/USD se espera que oscile en un rango de 0,9 – 1,2 Euros por Dólar según informes de Scotiabank y Bloomberg News.

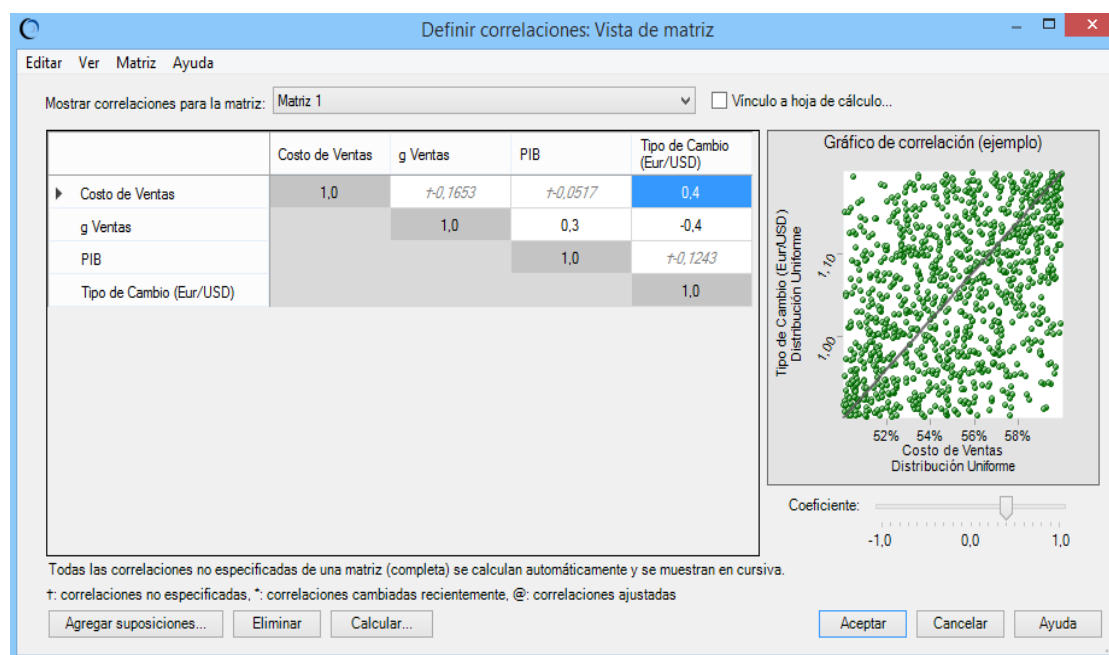
Tabla 8: Simulación de Montecarlo, estimación de las variables en perpetuidad

	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Perpetuidad
g PIB	-0,80%	1,70%	2,10%	2,30%	2,30%	1.52%
TC (EUR/USD)	1,05	0,94	0,93	0,95	0,93	0.9 - 1,20
g ventas	8%	8%	9%	9%	9%	7%
Costo ventas (%ventas)	59%	50%	50%	50%	50%	50% - 60%

Elaborado por: [Los Autores](#)

Adicionalmente se deben establecer las correlaciones de cada una de las variables, por lo que se realizó la siguiente matriz de correlaciones basada en información histórica de la empresa y el Ecuador.

Gráfico 26: Simulación de Montecarlo, definición de correlaciones



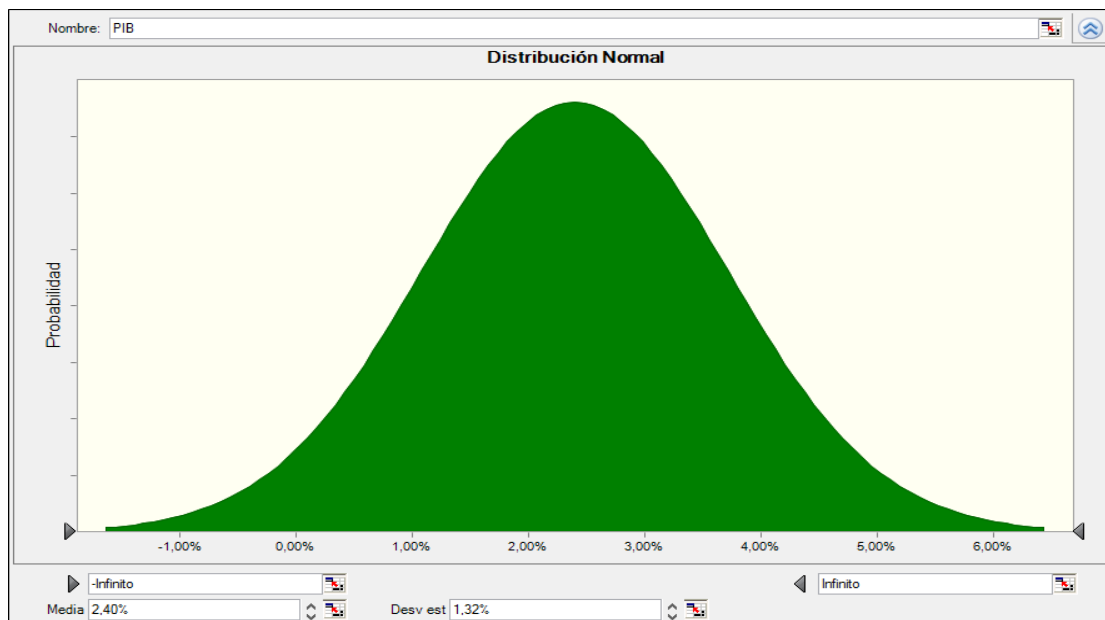
Elaborado por: [Los Autores](#)

Para definir los supuestos y las distribuciones de probabilidad que tendrían las variables seleccionadas, se consideró su evolución histórica y su perspectiva a futuro, obteniendo como resultado una distribución normal para la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento de las ventas. Sin embargo, para el caso de las ventas se decidió establecer un valor máximo de crecimiento del 7%¹³ debido a que las empresas, indiferentes a su actividad económica, no pueden mantener elevadas tasas de crecimiento

¹³ Considerando que Naturisa S.A. crece por debajo de la media del sector cuya tasa de crecimiento se sitúa en 10%.

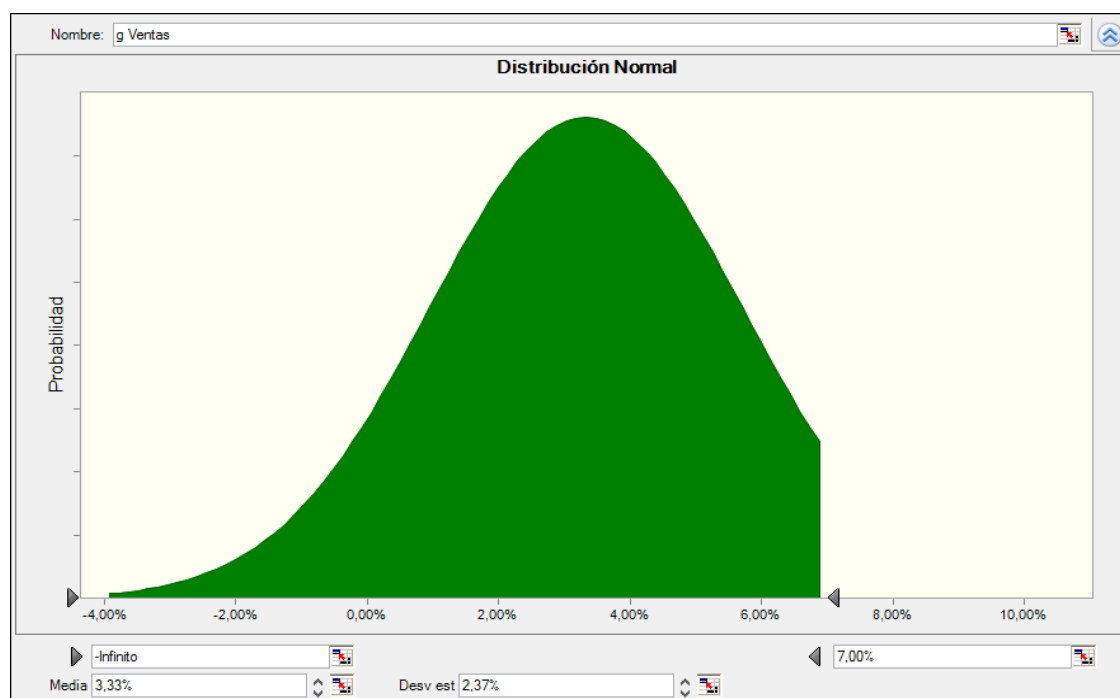
a perpetuidad, su crecimiento tiende a desacelerarse cuando se encuentran en la etapa de maduración.

Gráfico 27: Simulación de Montecarlo, tasa de crecimiento del PIB



[Elaborado por: Los Autores](#)

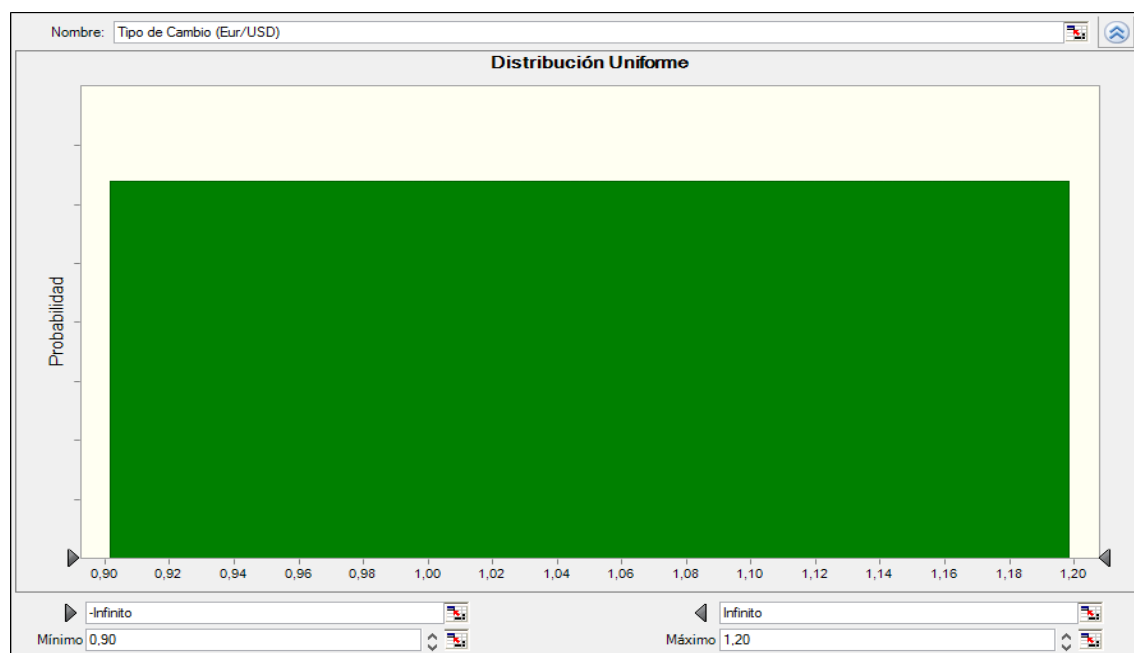
Gráfico 28: Simulación de Montecarlo, tasa de crecimiento de las ventas



[Elaborado por: Los Autores](#)

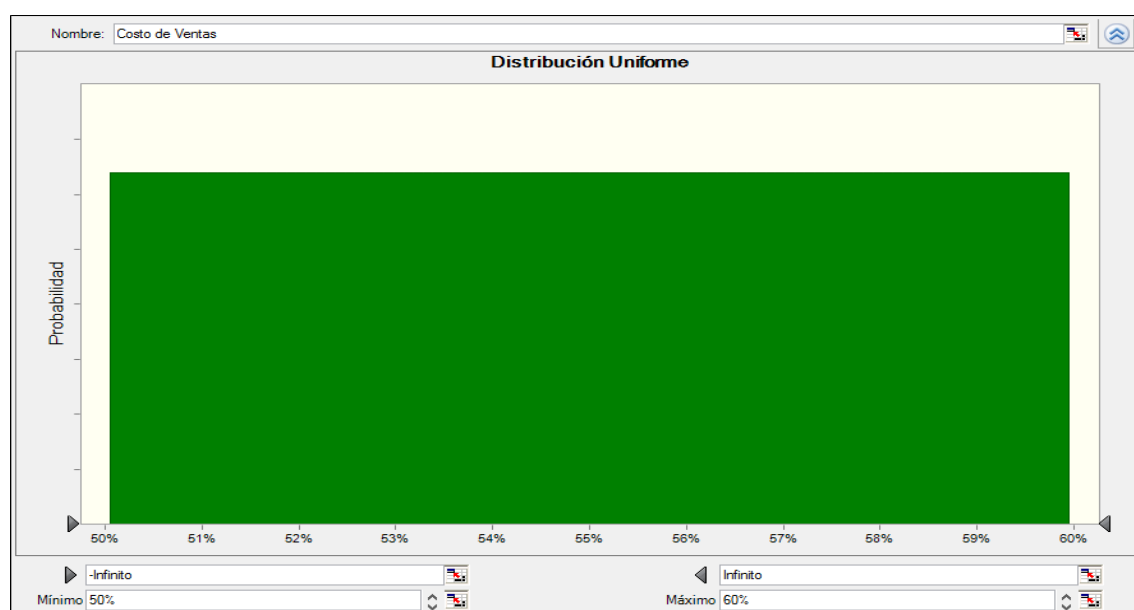
Para la el tipo de cambio EUR/USD se estableció una distribución uniforme en un rango que va desde 0,9 hasta un valor máximo de 1,2 según proyecciones de Scotiabank y Bloomberg News; los costos de ventas también presentan una distribución uniforme cuyo valor oscila en un rango de entre 50% y 60% como porcentaje del total de ingresos considerando su comportamiento en años posteriores.

Gráfico 29: Simulación de Montecarlo, tipo de cambio EUR/USD



[Elaborado por: Los Autores](#)

Gráfico 30: Simulación de Montecarlo, costo de ventas

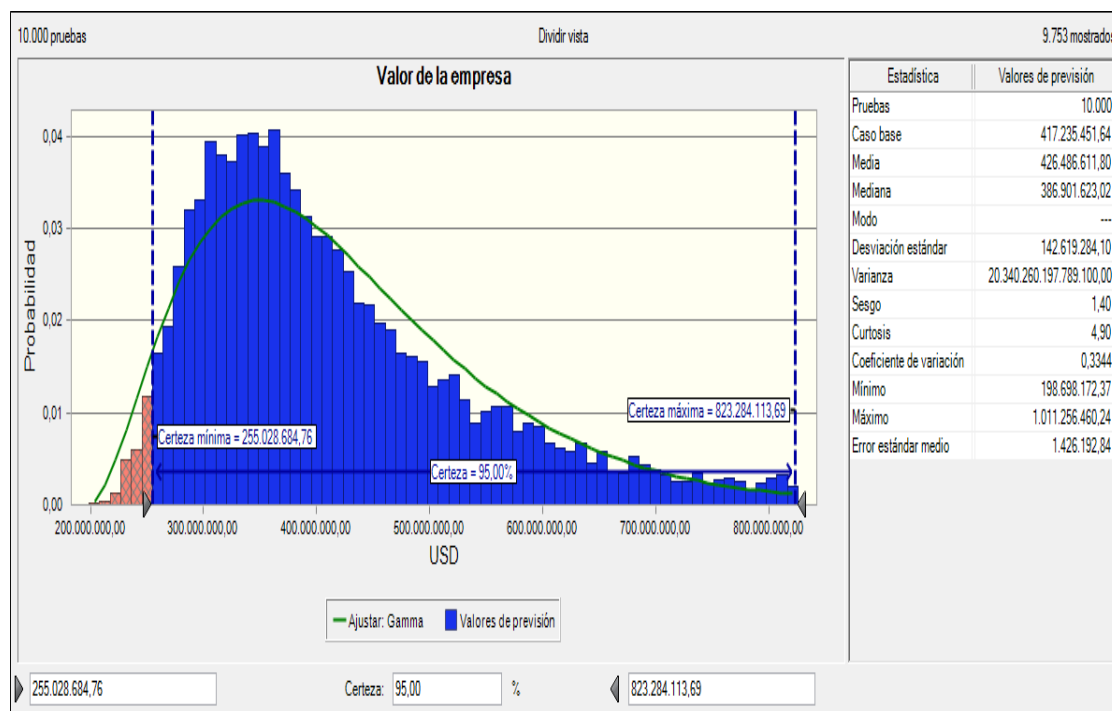


[Elaborado por: Los Autores](#)

Finalmente, al definir estos supuestos se procede a establecer las variables de salida que en esta simulación son el valor de la empresa y el valor del patrimonio, para luego estimar las valoraciones según los supuestos planteados con 10.000 escenarios posibles, obteniendo los siguientes resultados:

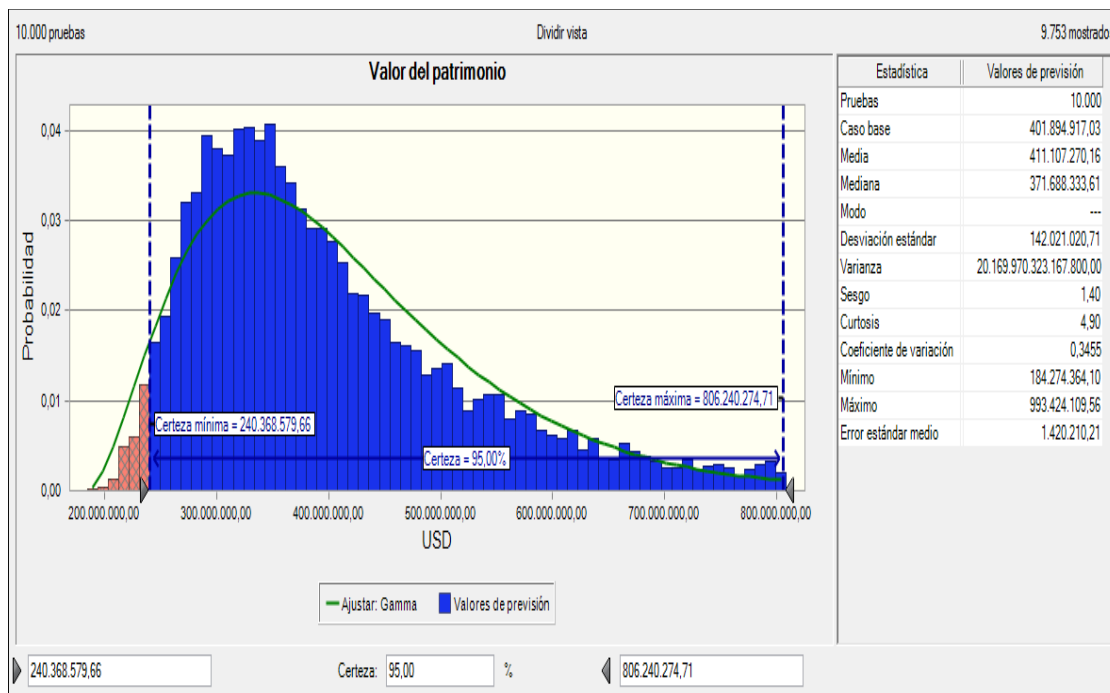
El valor de la empresa podría alcanzar un valor mínimo de \$255'058.684,74 y un valor máximo de \$823'284.113,69 con un intervalo de confianza del 95%, de las 10.000 pruebas realizadas, ninguna presento un escenario cuyo valor sea inferior al valor actual en libros, esto posiblemente ocasionado por la alta rentabilidad de la industria y sus perspectivas de crecimiento en el largo plazo.

Gráfico 31: Simulación de Montecarlo, valor de la empresa.



Elaborado por: [Los Autores](#)

El valor del patrimonio se ubica en un nivel máximo de \$806'240.274,71 y un valor mínimo de \$240'368.579,66 con un intervalo de confianza del 95%.

Gráfico 32: Simulación de Montecarlo, valor del patrimonio.

Elaborado por: Los Autores

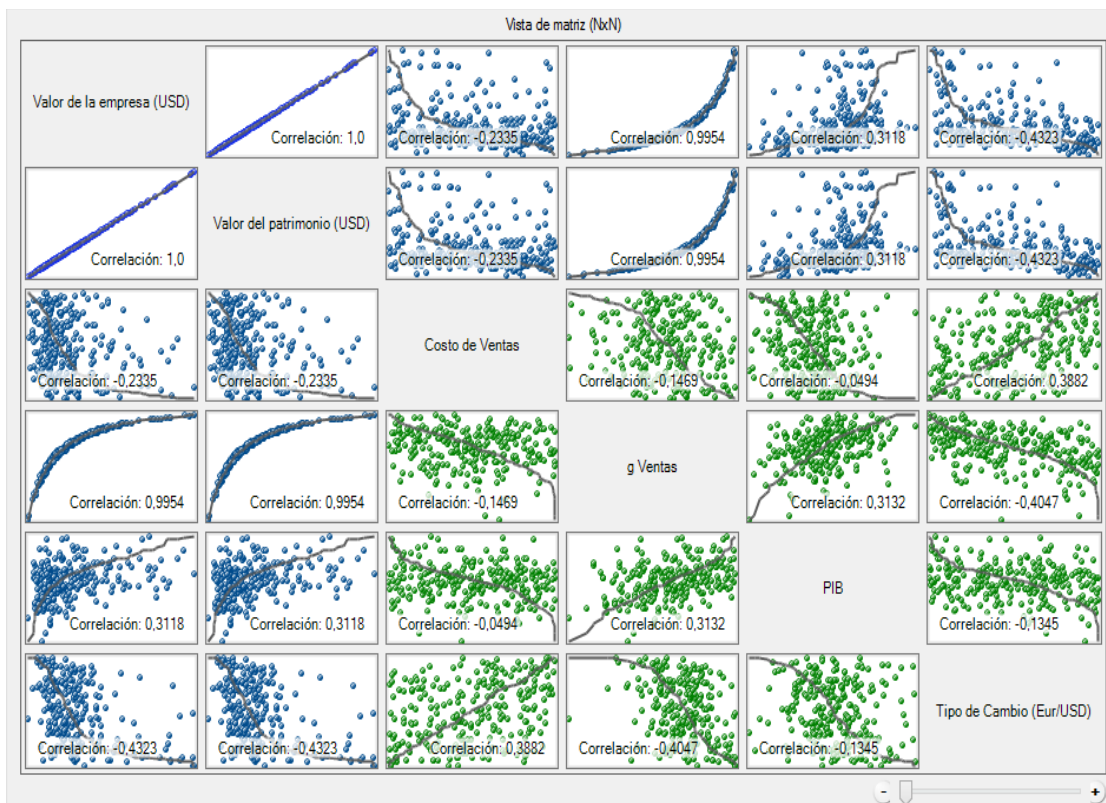
5.4.1.2 Sensibilidad de las variables

Después de obtener el valor económico y financiero de la empresa se debe determinar cuáles son las variables que tienen mayor influencia sobre el valor de la misma, es decir cuánto valor pueden agregar o disminuir dichas variables a la empresa con la finalidad de diseñar e implementar estrategias de crecimiento más eficientes y eficaces.

En la matriz de correlación (gráfico 33) se observa que la variable que está más correlacionada con el valor de la empresa y el patrimonio es la tasa de crecimiento de las ventas con una correlación de 0,9954, lo que significa que cada vez que las ventas aumenten el valor de la empresa y el patrimonio lo harán en igual magnitud.

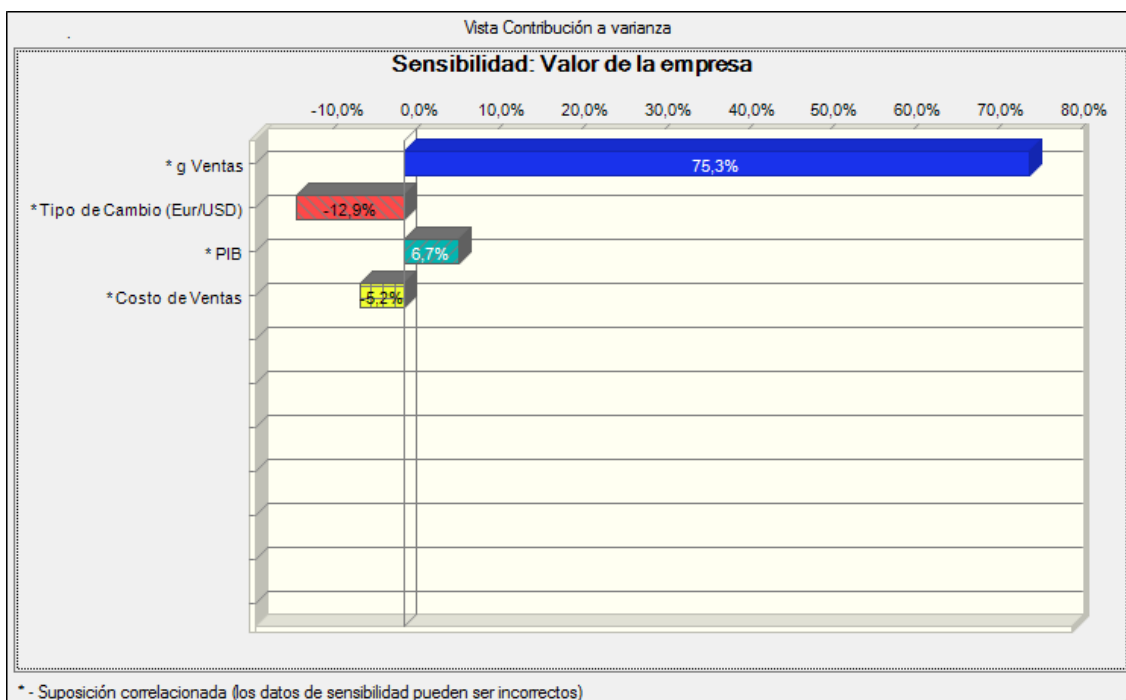
El crecimiento del PIB también presenta una correlación positiva de 0,3118 lo que demuestra que es una variable macroeconómica que añade valor a la empresa, a diferencia del tipo de cambio EUR/USD que disminuye el valor debido a su correlación de -0,4323, esto se debe a la disminución en ventas a los consumidores europeos quienes presentan un menor poder adquisitivo cuando el dólar estadounidense se aprecia. Por su parte los costos de venta presentan un correlación de -0,2335 lo que quita valor a la empresa y su patrimonio si se efectuaran incrementos a futuro.

Gráfico 33: Simulación de Montecarlo, matriz de correlación

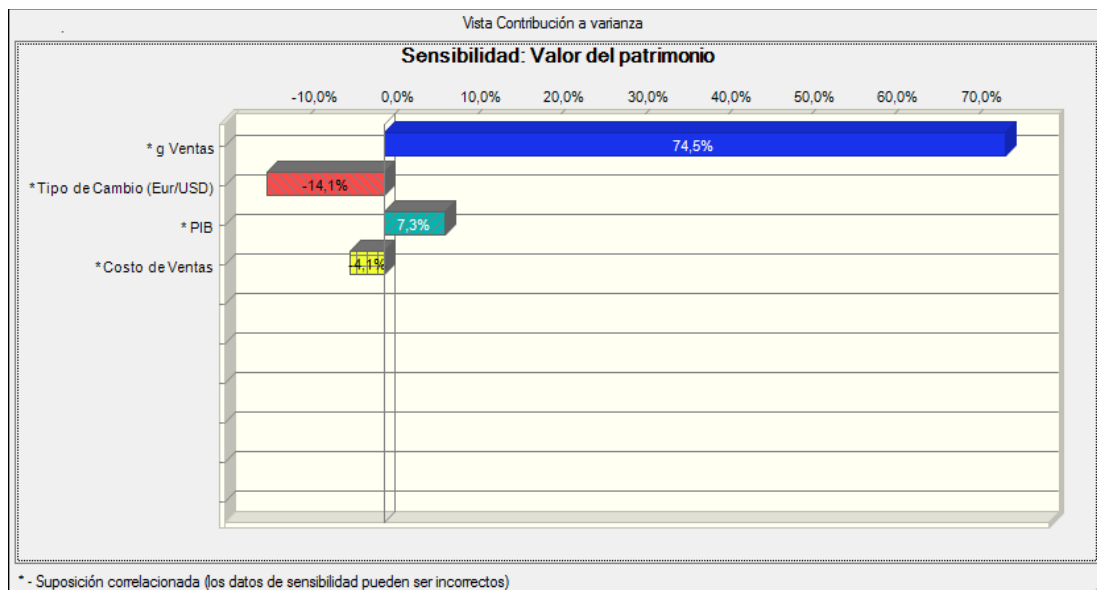


Elaborado por: Los Autores

Gráfico 34: Simulación de Montecarlo, sensibilidad del valor de la empresa



Elaborado por: Los Autores

Gráfico 35: Simulación de Montecarlo, sensibilidad del valor del patrimonio

Elaborado por: [Los Autores](#)

CONCLUSIONES

La valoración de empresas es una herramienta útil para los directivos y agentes externos que monitorean el estado actual en que se encuentra la misma y sus perspectivas a futuro, con la finalidad de obtener una visión más clara de las estrategias corporativas que deben implementarse para agregar valor a la compañía y aquellas que por el contrario, deben evitarse hasta donde la capacidad humana la permita, para no presenciar escenarios que resten valor y competitividad a la empresa en el sector económico que se encuentre.

Para realizar una correcta valoración se debe contar con información financiera precisa y efectiva, además de tomar en cuenta factores externos como políticas de gobierno y las características propias del sector económico en que se desenvuelve la empresa.

Todos los métodos de valoración muestran información valiosa, sin embargo, cada uno presenta una perspectiva diferente sobre la empresa en estudio; los modelos estáticos pueden determinar la situación actual de la empresa y cuales han sido los beneficios obtenidos en el transcurso de sus operaciones, pero no consideran los flujos futuros que la empresa podría generar de continuar con sus actividades operativas.

El método de flujo de caja libre y del accionista descontado es el método de valoración más utilizado en el campo de las finanzas corporativas, debido a que considera a la empresa como un activo financiero que genera flujos de fondo a futuro, desligándose de la visión estática que proponen otros como el método del Balance.

La información financiera de Naturisa S.A. fue importante para conocer el comportamiento histórico de algunas variables financieras dentro de la empresa, la evolución de estas cuentas patrimoniales y de resultados ayudaron a estimar los comportamientos futuros de dichas cuentas. Las variables macroeconómicas también fueron vitales, debido a que formaban parte de los supuestos de proyección y se debió estimar su comportamiento histórico y evaluar posible su conducta a futuro.

En el presente estudio se utilizó un WACC de 9.32% como tasa de descuento para los flujo de caja libre y del accionista, lo que permitió estimar el valor de la empresa

en \$417'235.451,64 millones y un valor de patrimonio de \$401'894.917,03 superior a su valor en libros.

Esta valoración denota oportunidades de crecimiento a futuro de cumplirse los supuestos planteados, caso contrario la empresa deberá diversificar sus líneas de negocios para no perder competitividad y mantener su valor. Naturisa S.A. no es dependiente del ciclo económico nacional, debido a que tiene bien diversificadas sus ventas hacia diversos países donde se destina más del 90% de la producción. Sin embargo, debería identificar oportunidades de negocio con socios comerciales no tradicionales para agrandar su abanico de compradores y reducir su exposición a la alta volatilidad de los tipos de cambio.

En el análisis de sensibilidad se determinó que tanto la tasa de crecimiento del PIB como la tasa de crecimiento de los ingresos añaden valor a la empresa, sus correlaciones fueron de 0,3118 y 0,9954 respectivamente. Por otro lado la volatilidad del tipo de cambio EUR/USD, correlación de -0,4323, puede ocasionar una disminución en el valor de Naturisa así como un aumento en sus costos de venta cuya correlación es de -0,2335.

REFERENCIAS

- Asamblea Nacional del Ecuador. (2011). **Ley Orgánica de Conservación y Restauración del Ecosistema Manglar**. Retrieved December 15, 2015, from <http://ppless.asambleanacional.gob.ec>
- Bolsa de Valores de Quito. (2015). **Prospecto de Oferta Pública**. Retrieved from http://issuu.com/webmasterbvq/docs/prospecto_oferta_publica_naturisa/1
- Bolsa de Valores de Quito. (2016). **Valoración, vector diario**. Retrieved January 20, 2016, from <http://www.bolsadequito.info/valoracion/vector-diario/diario/>
- Bréard, P., Sutton, C., Cain, E., Warren, A., Holt, D., Zigler, D., ... Ramírez, E. (2015). **Foreign exchange outlook**, (May). Retrieved from http://www.gbm.scotiabank.com/English/bns_econ/fxout.pdf
- Cámara Nacional de Acuacultura. (2015). **Exportaciones por Mercado y País Comparativo acumulado a abril 2015**. Retrieved from <http://www.cna-ecuador.com/comercio-externo/estadisticas/camaron>
- Córdova, J. (2013). **Análisis del Sector Camaronero y el Mercado de Valores Ecuatoriano 2006-2011**. Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Damodaran, A. (2009). **Investment Valuation** (2nd Editio). Wiley Finance. <http://doi.org/10.1016/B978-0-7020-2797-0.00001-1>
- Damodaran, A. (2016). **Damodaran online**. New York. Retrieved from <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones. (2013). **Análisis Del Sector Pesca. Pro Ecuador**, 20.
- Economist Intelligence Unit. (2015). **Country Report: Ecuador**.
- Fernández, P. (2000). **Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor**. (G. 2000, Ed.) (3rd ed.). Barcelona.
- Fernández, P. (2008). **Metodos de Valoracion de Empresas**. *Business*, 3, 1–49. Retrieved from <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf?iframe=true&width=95%&height=95%>
- Gillespie, P. (2016). **El dólar estadounidense comienza con fuerza el 2016**. Retrieved from <http://www.cnnexpansion.com/economia/2016/01/06/dolar-estadounidense-comienza-con-fuerza-el-2016>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2015). **Indicadores Laborales**. Retrieved from [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2015/Septiembre-2015/Informe de Economia Laboral_septiembre2015 \(final\).pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2015/Septiembre-2015/Informe de Economia Laboral_septiembre2015 (final).pdf)

- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC). (2015). **Inflación Mensual**. Retrieved from http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2015/InflacionOctubre2015/Reporte_inflacion_201510.pdf
- James, M., & Koller, T. M. (2000). **Valuation in emerging markets**. *Working Paper*, 78–85.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). **Valuation: Measuring and managing the value of companies** (4th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
- Kumar, R. (2016). *Valuation*. **Valuation**. Elsevier. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780128023037000012>
- Méndez, M. (2015). **Mercado de valores ecuatoriano 2015**. Retrieved from http://www.marielamendezprado.com/2015/07/mercado-de-valores-ecuatoriano-2015-una_24.html
- Ministerio de Comercio Exterior. (2013). **Boletín mensual de Comercio Exterior**. *Pro Ecuador*, 24. <http://doi.org/1390-812x>
- Molestina, F. R., Legarda, D., & Ribadeneira, F. (2013). **Boletín de Comercio Exterior**. *FEDEXPOR*, 8.
- Poborský, F. (2015). **Fundamentals of the Liquidation Method of Business Valuation**. *Procedia Economics and Finance*, 25, 386–393. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115007492>
- Reuters. (2015). **Fortaleza del dólar frena crecimiento de Estados Unidos: Fed**. Retrieved January 15, 2016, from <http://www.cnnexpansion.com/economia/2015/04/15/fortaleza-del-dolar-frena-crecimiento-de-estados-unidos-fed>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2010). **Finanzas Corporativas**. (M.-H. E. S. . DE C.V, Ed.) *México* (9th editio, Vol. 1). New York: McGraw-Hill. <http://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Superintendencia de Bancos y Seguros Subdirección de Estudios. (2006). **Análisis de la industria camaronera y su comportamiento crediticio**. *Estudio Sectorial Y Crediticio*, 1–12.
- Varela, M. (2011). **Procesamiento de camarón para exportación**. *Centro de Investigaciones Económicas de La Pequeña Y Mediana Empresa*, 1–39. Retrieved from <https://www.flacso.edu.ec/portal/pnTemp/PageMaster/v1h0ohbg78sb6mncmkk5w3mwji4ep.pdf>

ANEXOS

Tabla 9: Balance general Naturisa S.A.

	2010	2011	2012	2013	2014
Efectivo	\$ 1.060.108,00	\$ 4.971,00	\$ 1.406.697,00	\$ 3.441.933,00	\$ 8.836.695,00
Documentos y cuentas por cobrar	\$ 3.032.536,00	\$ 4.640.954,00	\$ 5.328.942,00	\$ 8.479.954,00	\$ 7.840.196,00
Inventarios	\$ 384.588,00	\$ 449.583,00	\$ 487.933,00	\$ 440.852,00	\$ 636.106,00
Activos biológicos	\$ 7.908.895,00	\$ 9.689.735,00	\$ 11.646.731,00	\$ 11.389.418,00	\$ 7.260.095,00
Otros activos corrientes	\$ -	\$ -	\$ 20.195,00	\$ 19.372,00	\$ 101.345,00
Total activos corrientes	\$ 12.386.127,00	\$ 14.785.243,00	\$ 18.890.498,00	\$ 23.771.529,00	\$ 24.674.437,00
Propiedad, planta y equipo	\$ 26.827.998,00	\$ 28.323.897,00	\$ 30.118.681,00	\$ 34.983.096,00	\$ 41.191.186,00
Depreciación acumulada	\$ (15.258.043,00)	\$ (16.100.377,00)	\$ (17.703.919,00)	\$ (15.865.460,00)	\$ (17.641.377,00)
Inversiones en acciones	\$ 2.256.492,00	\$ 2.462.568,00	\$ 7.802.808,00	\$ 11.782.716,00	\$ 4.913.147,00
Derechos fiduciarios	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 10.352.610,00
Otros activos No Corrientes	\$ 2.288.049,00	\$ 1.800.722,00	\$ 3.047.681,00	\$ 5.889.659,00	\$ 693.726,00
Total activos no corrientes	\$ 16.114.496,00	\$ 16.486.810,00	\$ 23.265.251,00	\$ 36.790.011,00	\$ 39.509.292,00
Total activos	\$ 28.500.623,00	\$ 31.272.053,00	\$ 42.155.749,00	\$ 60.561.540,00	\$ 64.183.729,00
Obligaciones bancarias C/P	\$ 3.966.512,00	\$ 3.321.437,00	\$ 2.012.320,00	\$ 2.515.856,00	\$ 1.985.258,00
Proveedores por pagar	\$ 2.114.266,00	\$ 2.663.871,00	\$ 3.907.265,00	\$ 4.483.806,00	\$ 8.967.132,00
Otras ctas. Por pagar	\$ 3.076.558,00	\$ 4.184.702,00	\$ 3.220.535,00	\$ 6.314.987,00	\$ 996.071,00
Total pasivo corriente	\$ 9.157.336,00	\$ 10.170.010,00	\$ 9.140.120,00	\$ 13.314.649,00	\$ 11.948.461,00
Obligaciones bancarias l/p	\$ 833.600,00	\$ 893.571,00	\$ 6.741.939,00	\$ 9.976.243,00	\$ 7.240.442,00
Otras ctas. Por pagar l/p	\$ 1.292.571,00	\$ 342.571,00	\$ 982.250,00	\$ 634.788,00	\$ 11.076.633,00
Reserva para desahucio y jub. Patronal	\$ 558.549,00	\$ 954.961,00	\$ 1.217.148,00	\$ 1.326.840,00	\$ 1.567.472,00
Total pasivo no corriente	\$ 2.684.720,00	\$ 2.191.103,00	\$ 8.941.337,00	\$ 11.937.871,00	\$ 19.884.547,00
Total pasivo	\$ 11.842.056,00	\$ 12.361.113,00	\$ 18.081.457,00	\$ 25.252.520,00	\$ 31.833.008,00

Capital social	\$ 1.549.089,00	\$ 2.249.089,00	\$ 3.249.089,00	\$ 4.249.089,00	\$ 5.449.089,00
Aporte de capitalizaciones	\$ 2.431.185,00	\$ 2.431.185,00	\$ 2.431.185,00	\$ 2.431.185,00	\$ -
Reservas y resultados acumulados	\$ 12.678.293,00	\$ 14.230.666,00	\$ 18.394.018,00	\$ 28.628.746,00	\$ 26.901.632,00
Total patrimonio	\$ 16.658.567,00	\$ 18.910.940,00	\$ 24.074.292,00	\$ 35.309.020,00	\$ 32.350.721,00
Total pasivo y patrimonio	\$ 28.500.623,00	\$ 31.272.053,00	\$ 42.155.749,00	\$ 60.561.540,00	\$ 64.183.729,00

Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

Tabla 10: Estado de resultados Naturisa S.A.

	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas totales	\$ 20.869.924,00	\$ 25.712.871,00	\$ 30.455.550,00	\$ 43.115.916,00	\$ 56.576.116,00
Ventas netas	\$ 20.869.924,00	\$ 25.712.871,00	\$ 30.455.550,00	\$ 43.115.916,00	\$ 56.576.116,00
Costo de ventas	\$ 12.452.678,00	\$ 16.265.336,00	\$ 20.056.709,00	\$ 23.348.420,00	\$ 29.833.130,00
Utilidad bruta	\$ 8.417.246,00	\$ 9.447.535,00	\$ 10.398.841,00	\$ 19.767.496,00	\$ 26.742.986,00
Gastos operativos	\$ 690.044,00	\$ 1.026.743,00	\$ 941.801,00	\$ 1.307.107,00	\$ 1.972.468,00
Utilidad operativa	\$ 7.727.202,00	\$ 8.420.792,00	\$ 9.457.040,00	\$ 18.460.389,00	\$ 24.770.518,00
Depreciaciones	\$ 1.110.517,00	\$ 1.050.446,00	\$ 1.289.165,00	\$ 1.838.459,00	\$ 1.775.917,00
Otros ingresos (gastos) netos	\$ 814.023,00	\$ 919.838,00	\$ 1.326.704,00	\$ 3.978.338,00	\$ 1.346.961,00
Utilidad antes de imp. E intereses	\$ 7.430.708,00	\$ 8.290.184,00	\$ 9.494.579,00	\$ 20.600.268,00	\$ 24.341.562,00
Gastos financieros	\$ 182.885,00	\$ 192.432,00	\$ 613.226,00	\$ 980.509,00	\$ 768.732,00
Participación de trabajadores	\$ 1.087.173,00	\$ 1.218.066,00	\$ 1.332.203,00	\$ 2.942.964,00	\$ 3.535.925,00
Impuesto a la renta	\$ 1.304.144,00	\$ 1.399.984,00	\$ 1.348.850,00	\$ 2.532.206,00	\$ 4.408.119,00
Utilidad del ejercicio	\$ 4.856.506,00	\$ 5.479.702,00	\$ 6.200.300,00	\$ 14.144.589,00	\$ 15.628.786,00

Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A

Tabla 11: Análisis horizontal y vertical del balance general de Naturisa S.A.

	BALANCE GENERAL							
	ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
<u>EFFECTIVO</u>	<u>0,02%</u>	<u>3,34%</u>	<u>5,68%</u>	<u>13,77%</u>	<u>100,00%</u>	<u>0,47%</u>	<u>132,69%</u>	<u>324,68%</u>
<u>DOCS. Y CTAS. POR COBRAR</u>	<u>14,84%</u>	<u>12,64%</u>	<u>14,00%</u>	<u>12,22%</u>	<u>100,00%</u>	<u>153,04%</u>	<u>175,73%</u>	<u>279,63%</u>
<u>INVENTARIOS</u>	<u>1,44%</u>	<u>1,16%</u>	<u>0,73%</u>	<u>0,99%</u>	<u>100,00%</u>	<u>116,90%</u>	<u>126,87%</u>	<u>114,63%</u>
<u>ACTIVOS BIOLÓGICOS</u>	<u>30,99%</u>	<u>27,63%</u>	<u>18,81%</u>	<u>11,31%</u>	<u>100,00%</u>	<u>122,52%</u>	<u>147,26%</u>	<u>144,01%</u>
<u>OTROS ACTVS. CORRIENTES</u>			<u>0,03%</u>	<u>0,16%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>
<u>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</u>	<u>47,28%</u>	<u>44,81%</u>	<u>39,25%</u>	<u>38,44%</u>	<u>100,00%</u>	<u>119,37%</u>	<u>152,51%</u>	<u>191,92%</u>
<u>PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO</u>	<u>90,57%</u>	<u>71,45%</u>	<u>57,76%</u>	<u>64,18%</u>	<u>100,00%</u>	<u>105,58%</u>	<u>112,27%</u>	<u>130,40%</u>
<u>DEPRECIACION ACUM.</u>	<u>-51,48%</u>	<u>-42,00%</u>	<u>-26,20%</u>	<u>-27,49%</u>	<u>100,00%</u>	<u>105,52%</u>	<u>116,03%</u>	<u>103,98%</u>
<u>INVERSIONES EN ACCIONES</u>	<u>7,87%</u>	<u>18,51%</u>	<u>19,46%</u>	<u>7,65%</u>	<u>100,00%</u>	<u>109,13%</u>	<u>345,79%</u>	<u>522,17%</u>
<u>DERECHOS FIDUCIARIOS</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>	<u>16,13%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>	<u>0,00%</u>
<u>OTROS ACTVS. NO CORRIENTES</u>	<u>5,76%</u>	<u>7,23%</u>	<u>9,73%</u>	<u>1,08%</u>	<u>100,00%</u>	<u>78,70%</u>	<u>133,20%</u>	<u>257,41%</u>
<u>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</u>	<u>52,72%</u>	<u>55,19%</u>	<u>60,75%</u>	<u>61,56%</u>	<u>100,00%</u>	<u>102,31%</u>	<u>144,37%</u>	<u>228,30%</u>
<u>TOTAL ACTIVOS</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>109,72%</u>	<u>147,91%</u>	<u>212,49%</u>
<u>OBLIGACIONES BANCARIAS C/P</u>	<u>11,65%</u>	<u>4,77%</u>	<u>4,15%</u>	<u>3,09%</u>	<u>100,00%</u>	<u>83,74%</u>	<u>50,73%</u>	<u>63,43%</u>
<u>PROVEEDORES POR PAGAR</u>	<u>9,35%</u>	<u>9,27%</u>	<u>7,40%</u>	<u>13,97%</u>	<u>100,00%</u>	<u>126,00%</u>	<u>184,80%</u>	<u>212,07%</u>
<u>OTRAS CTAS. POR PAGAR</u>	<u>14,68%</u>	<u>7,64%</u>	<u>10,43%</u>	<u>1,55%</u>	<u>100,00%</u>	<u>136,02%</u>	<u>104,68%</u>	<u>205,26%</u>
<u>TOTAL PASIVO CORREINTE</u>	<u>35,68%</u>	<u>21,68%</u>	<u>21,99%</u>	<u>18,62%</u>	<u>100,00%</u>	<u>111,06%</u>	<u>99,81%</u>	<u>145,40%</u>
<u>OBLIGACIONES BANCARIAS L/P</u>	<u>3,14%</u>	<u>15,99%</u>	<u>16,47%</u>	<u>11,28%</u>	<u>100,00%</u>	<u>107,19%</u>	<u>808,77%</u>	<u>1196,77%</u>

<u>OTRAS CTAS. POR PAGAR L/P</u>	<u>1,20%</u>	<u>2,33%</u>	<u>1,05%</u>	<u>17,26%</u>	<u>100,00%</u>	<u>26,50%</u>	<u>75,99%</u>	<u>49,11%</u>
<u>RESERVA PARA DESAHUCIO Y JUB.</u>								
<u>PATRONAL</u>	<u>3,35%</u>	<u>2,89%</u>	<u>2,19%</u>	<u>2,44%</u>	<u>100,00%</u>	<u>170,97%</u>	<u>217,91%</u>	<u>237,55%</u>
<u>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</u>	<u>7,69%</u>	<u>21,21%</u>	<u>19,71%</u>	<u>30,98%</u>	<u>100,00%</u>	<u>81,61%</u>	<u>333,05%</u>	<u>444,66%</u>
<u>TOTAL PASIVO</u>	<u>43,37%</u>	<u>42,89%</u>	<u>41,70%</u>	<u>49,60%</u>	<u>100,00%</u>	<u>104,38%</u>	<u>152,69%</u>	<u>213,24%</u>
<u>CAPITAL SOCIAL</u>	<u>7,89%</u>	<u>7,71%</u>	<u>7,02%</u>	<u>8,49%</u>	<u>100,00%</u>	<u>145,19%</u>	<u>209,74%</u>	<u>274,30%</u>
<u>APORTE DE CAPITALIZACIONES</u>	<u>8,53%</u>	<u>5,77%</u>	<u>4,01%</u>	<u>0,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>
<u>RESERVAS Y RESULTADOS ACUMLADOS</u>	<u>49,93%</u>	<u>43,63%</u>	<u>47,27%</u>	<u>41,91%</u>	<u>100,00%</u>	<u>112,24%</u>	<u>145,08%</u>	<u>225,81%</u>
<u>TOTAL PATRIMONIO</u>	<u>66,35%</u>	<u>57,11%</u>	<u>58,30%</u>	<u>50,40%</u>	<u>100,00%</u>	<u>113,52%</u>	<u>144,52%</u>	<u>211,96%</u>
<u>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>100,00%</u>	<u>109,72%</u>	<u>147,91%</u>	<u>212,49%</u>

Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

Tabla 12: Análisis horizontal y vertical del estado de resultado de Naturisa S.A.

	ESTADO DE RESULTADOS							
	ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
<u>VENTAS TOTALES</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>123%</u>	<u>146%</u>	<u>207%</u>
<u>VENTAS NETAS</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>123%</u>	<u>146%</u>	<u>207%</u>
<u>COSTO DE VENTAS</u>	<u>63,26%</u>	<u>65,86%</u>	<u>54,15%</u>	<u>52,73%</u>	<u>100%</u>	<u>131%</u>	<u>161%</u>	<u>187%</u>
<u>UTILIDAD BRUTA</u>	<u>36,74%</u>	<u>34,14%</u>	<u>45,85%</u>	<u>47,27%</u>	<u>100%</u>	<u>112%</u>	<u>124%</u>	<u>235%</u>
<u>GASTOS OPERATIVOS</u>	<u>3,99%</u>	<u>3,09%</u>	<u>3,03%</u>	<u>3,49%</u>	<u>100%</u>	<u>149%</u>	<u>136%</u>	<u>189%</u>
<u>UTILIDAD OPERATIVA</u>	<u>32,75%</u>	<u>31,05%</u>	<u>42,82%</u>	<u>43,78%</u>	<u>100%</u>	<u>109%</u>	<u>122%</u>	<u>239%</u>
<u>DEPRECIACIONES</u>	<u>4,09%</u>	<u>4,23%</u>	<u>4,26%</u>	<u>3,14%</u>	<u>100%</u>	<u>95%</u>	<u>116%</u>	<u>166%</u>
<u>OTROS INGRESOS (GASTOS) NETOS</u>	<u>3,58%</u>	<u>4,36%</u>	<u>9,23%</u>	<u>2,38%</u>	<u>100%</u>	<u>113%</u>	<u>163%</u>	<u>489%</u>
<u>UTILIDAD ANTES DE IMP. E</u>								
<u>INTERESES</u>	<u>32,24%</u>	<u>31,18%</u>	<u>47,78%</u>	<u>43,02%</u>	<u>100%</u>	<u>112%</u>	<u>128%</u>	<u>277%</u>
<u>GASTOS FINANCIEROS</u>	<u>0,75%</u>	<u>2,01%</u>	<u>2,27%</u>	<u>1,36%</u>	<u>100%</u>	<u>105%</u>	<u>335%</u>	<u>536%</u>
<u>PARTICIPACION DE TRABAJADORES</u>	<u>4,74%</u>	<u>4,37%</u>	<u>6,83%</u>	<u>6,25%</u>	<u>100%</u>	<u>112%</u>	<u>123%</u>	<u>271%</u>
<u>IMPUESTO A LA RENTA</u>	<u>5,44%</u>	<u>4,43%</u>	<u>5,87%</u>	<u>7,79%</u>	<u>100%</u>	<u>107%</u>	<u>103%</u>	<u>194%</u>
<u>UTILIDAD DEL EJERCICIO</u>	<u>21,31%</u>	<u>20,36%</u>	<u>32,81%</u>	<u>27,62%</u>	<u>100%</u>	<u>113%</u>	<u>128%</u>	<u>291%</u>

Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.

Tabla 13: Flujo de caja Naturisa S.A.

		2016	2017	2018	2019	2020
Total Ingreso		\$66.487.753,65	\$72.354.591,88	\$79.449.384,44	\$87.249.436,26	\$96.676.321,99
(-) Costos de Ventas		-\$39.227.774,66	-\$36.177.295,94	-\$39.724.692,22	-\$43.624.718,13	-\$48.338.161,00
(=) Utilidad Bruta		\$27.259.979,00	\$36.177.295,94	\$39.724.692,22	\$43.624.718,13	\$48.338.161,00
(-) Gastos Operacionales		-\$2.260.583,62	-\$2.460.056,12	-\$2.701.279,07	-\$2.966.480,83	-\$3.286.994,95
(=) Utilidad Operacional		\$24.999.395,37	\$33.717.239,81	\$37.023.413,15	\$40.658.237,30	\$45.051.166,05
(-) Depreciación		-\$1.978.371,54	-\$2.203.905,89	-\$2.455.151,17	-\$2.735.038,40	-\$3.046.832,78
(=) Utilidad antes de intereses e impuestos		\$23.021.023,84	\$31.513.333,92	\$34.568.261,98	\$37.923.198,90	\$42.004.333,27
(-) Intereses		-\$1.110.000,00	-\$870.000,00	-\$630.000,00	-\$390.000,00	-\$150.000,00
(=) Utilidad antes de impuestos y participación		\$21.911.023,84	\$30.643.333,92	\$33.938.261,98	\$37.533.198,90	\$41.854.333,27
(-) 15% Participación		-\$3.286.653,58	-\$4.596.500,09	-\$5.090.739,30	-\$5.629.979,83	-\$6.278.149,99
(=) Utilidad antes de impuestos		\$18.624.370,26	\$26.046.833,83	\$28.847.522,69	\$31.903.219,06	\$35.576.183,28
(-) 22% Impuesto a la renta		-\$4.097.361,46	-\$5.730.303,44	-\$6.346.454,99	-\$7.018.708,19	-\$7.826.760,32
(=) Utilidad Neta		\$14.527.008,80	\$20.316.530,39	\$22.501.067,70	\$24.884.510,87	\$27.749.422,96
(+) Depreciación		\$1.978.371,54	\$2.203.905,89	\$2.455.151,17	\$2.735.038,40	\$3.046.832,78
(-) Capital de Trabajo	-\$1.236.452,27	-\$1.232.036,02	-\$1.489.906,43	-\$1.638.010,88	-\$1.979.646,00	-\$13.833,91
Flujo de Caja	-\$1.236.452,27	\$16.383.344,31	\$21.900.529,85	\$23.948.207,98	\$26.029.903,26	\$30.932.421,82
Valor residual						\$306.344.580,70

Valor de la empresa

\$214.592.208,2

Elaborado por: Los autores / Fuente: Estados Financieros Naturisa S.A.