

UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS

INGENIERIA FINANCIERA

**ANALISIS DE LA CONVENIENCIA DE UTILIZAR EL METODO DE
FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS O EL VALOR
ECONOMICO AGREGADO PARA LA VALORACION DE UNA
EMPRESA FLORICOLA**

**REALIZADO POR:
JOSE MIGUEL ARCOS**

**DIRIGIDO POR:
ECON. JAIME PEREZ**

QUITO, AGOSTO 2002

Dedicatoria:

Con inmensa gratitud a mis padres, que han sabido guiarme en todos los momentos de mi vida y me han alentado para culminar mi ideal profesional.

A mis abuelos, que siempre han insistido en la importancia del título universitario en mi vida profesional.

Agradecimientos:

A mis padres por su constante apoyo económico y moral.

A mis profesores y compañeros, por su apoyo en el transcurso de mi carrera estudiantil.

Al Econ. Jaime Pérez por los conocimientos y el tiempo invertidos en la elaboración de esta tesis.

Declaratoria:

El presente trabajo de investigación que presento es absolutamente personal, original y auténtico, para la elaboración del mismo recurrí a fuentes bibliográficas, consultas a personas expertas en el tema, instituciones y empresas afines al tema que estimé necesario. Señalando y reconociendo en la redacción de esta tesis la autoría respectiva.

El marco teórico está basado en mi experiencia académica, y en las investigaciones realizadas, mientras que el caso práctico es un aporte personal, ya que refleja mi conocimiento y la aplicación de ciertas teorías aprendidas.

Declaro que el contenido, resultado y recomendaciones de esta tesis son de mi exclusiva responsabilidad.

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, overlapping loops and lines, positioned above the printed name.

José Miguel Arcos Guerrero

CI. 171071998-8

INTRODUCCION

El sector empresarial del Ecuador ha visto afectadas sus operaciones en los últimos años debido a una serie de factores negativos de índole económico y político. Por este motivo muchos empresarios han determinado importante conocer el valor de sus inversiones y como ha influido la situación del país en las mismas.

Además de esta razón ciertamente válida, existen otras razones por las cuales es necesario determinar el valor monetario de una empresa en un momento determinado, como por ejemplo:

- Intención de compra o venta
- Salida a bolsa de valores
- Problemas de herencias y testamentos
- Implementación de sistemas de remuneración basados en la creación de valor
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa
- Planificación estratégica

Cualquiera sea la razón por la cual se determine importante aplicar un proceso de valoración, es necesario determinar primero el método más idóneo para un propósito específico.

El presente trabajo presenta la valoración de una empresa florícola con características determinadas, y compara los resultados de los dos métodos de valoración que se consideraron apropiados para las necesidades específicas de los interesados.

Con este fin, el trabajo presente consta de las siguientes partes:

El capítulo uno enumera la teoría básica de los métodos de valoración más utilizados actualmente, y determina cuales son los dos métodos mas apropiados para el caso a tratarse.

El capítulo dos describe los métodos escogidos a profundidad, con su historia, metodología, ventajas y desventajas.

El capítulo 3 presenta el caso práctico de una empresa florícola ficticia, con su historia, balances y proyecciones. A continuación se procede a realizar el proceso de valoración utilizando las dos metodologías escogidas.

Finalmente el capítulo cuatro evalúa los resultados, los compara y guía al interesado sobre que opción es la más conveniente según sus necesidades.

El método de valoración dinámica y el Valor Económico Agregado son dos de los métodos más utilizados en la actualidad, por lo tanto es necesario compararlos en un mismo caso práctico y así determinar las fortalezas y desventajas de cada uno de ellos.

INDICE GENERAL

PORTADA

DEDICATORIA

AGRADECIMIENTO

DECLARATORIA

INTRODUCCION

1. JUSTIFICACION DE METODOS A UTILIZARSE.....	11
1.1. Presentación de varios métodos de valoración de empresas.....	11
1.1.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial).....	11
1.1.1.1 Valor Contable.....	12
1.1.1.2. Valor Contable Ajustado.....	12
1.1.1.3. Valor de Liquidación.....	13
1.1.1.4. Valor Substancial.....	13
1.1.2. Métodos basados en la cuenta de resultados.....	14
1.1.2.1 Valor de los Beneficios.....	14
1.1.2.2. Valor de los Dividendos.....	15
1.1.2.3. Múltiplo de las Ventas.....	16
1.1.3. Métodos mixtos, basados en el Fondo de Comercio o Goodwill.....	16
1.1.3.1 Método de Valoración Clásico.....	17
1.1.3.2. Método Simplificado de Renta Abreviada o Goodwill.....	18
1.1.3.3. Método de la Unión de Expertos Contables Europeos.....	19
1.1.3.4. Método Indirecto.....	19
1.1.3.5. Método Anglosajón.....	19
1.1.3.6. Método de Compra de Resultados Anuales.....	20

1.1.4.	Métodos basados en el Descuento de Flujos de Fondos.....	20
1.1.4.1	Método General de Descuento de Flujos.....	21
1.1.4.2.	Método de Flujos de Caja Operativos Descontados.....	22
1.1.5.	Valor Económico Agregado.....	22
1.1.5.1	Forma de Cálculo del VEA.....	23
1.2.	Selección y ventajas de los métodos a utilizarse.....	24
1.2.1.	Ventajas del Método de Flujos de Caja Operativos Descontados.....	24
1.2.2.	Desventajas del Método de Flujos de Caja Operativos Descontados.....	25
1.2.3.	Ventajas del Valor Económico Agregado	25
1.2.4.	Desventajas del Valor Económico Agregado	26
2.	PRESENTACION DE LOS METODOS A UTILIZARSE.....	27
2.1.	Antecedentes del VEA.....	27
2.1.1.	Definición del Valor Económico Agregado.....	30
2.1.2.	Medición del Valor Económico Agregado.....	31
2.2.	Análisis de medidas tradicionales de desempeño.....	32
2.2.1.	Retorno Sobre Inversión (Roi).....	32
2.2.2.	Retorno Sobre Capital (Roe).....	33
2.2.3.	Valor Actual Neto (VAN).....	33
2.3.	Antecedentes del Método de Flujos de Caja Operativos Descontados.....	34
2.3.1.	Objetivo del Método de Flujos de Caja Operativos Descontados.....	35

2.3.2.	Forma de cálculo del Método de Flujos de Caja Operativos Descontados.....	36
2.3.2.1	Diagnostico y perspectivas del entorno.....	37
2.3.2.2.	Diagnostico financiero y operativo histórico de la empresa.....	37
2.3.2.3.	Identificación de las fortalezas y debilidades para generar valor.....	38
2.3.2.4.	Estructura del Desempeño Operativo Futuro.....	39
2.3.2.5.	Calculo de la Tasa de Descuento de los Flujos de Caja Operativos (K_e) en base a:.....	39
2.3.2.6.	Cálculo del Valor Horizonte en base a:.....	40
2.3.2.7.	Interpretación de los resultados del proceso de valoración, en base a:.....	41
2.3.3.	Detalle de los cálculos necesarios para la valoración por Flujos de Caja Operativos Descontados.....	42
2.3.3.1	Flujos De Caja Operativos.....	42
2.3.3.2	Costo de Oportunidad del Capital y Prima Por Riesgo.....	42
2.3.3.3	Tasa de Crecimiento "g".....	44
2.3.3.3.1	Sustentación teórica de la Tasa de Crecimiento.....	45
3	VALORACION DE UNA EMPRESA FLORICOLA POR MEDIO DEL VEA Y EL METODO DINAMICO.....	48
3.1	Presentación del caso practico.....	48
3.2	Valoración por el Método de Flujos de Caja Operativos Descontados o Valoración Dinámica.....	49
3.2.1	Diagnostico y perspectivas del entorno.....	49
3.2.1.1	Evolución, situación actual y perspectivas de la situación actual, perspectivas del marco político, legal e institucional del país.....	49
3.2.1.2	Situación actual, perspectivas del marco político, legal e institucional del país.....	57

3.2.1.3	Evolución, situación actual, y perspectivas del sector o rama de actividad en el que actúa la empresa.....	58
3.2.2	Diagnostico financiero y operativo histórico de la empresa.....	67
3.2.2.1	Presentación de información financiera correspondientes a los años 1999 / 2000 / 2001.....	67
3.2.2.2	Balances generales.....	68
3.2.2.3	Información histórica.....	69
3.2.2.4	Estados de perdidas y ganancias.....	70
3.2.2.5	Estudio de la rentabilidad del patrimonio y del activo total.....	70
3.2.2.6	Evolución de las utilidades y beneficios por acción.....	71
3.2.3	Identificación de fortalezas y debilidades para generar valor.....	72
3.2.4	Estructura del desempeño operativo futuro.....	73
3.2.5	Calculo de la Tasa de Descuento de los Flujos de Caja Operativos (ke).....	74
3.2.6	Calculo del Valor Horizonte.....	75
3.2.7	Interpretación de los resultados de la valoración.....	76
3.3	Calculo del Valor Económico Agregado como método para valorar una empresa.....	79
3.3.1	Cálculo de la Utilidad Antes de Intereses y Después de Impuestos.....	80
3.3.2	Identificación del Capital Invertido en la empresa.....	81
3.3.3	Cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital.....	83
3.3.4	Cálculo del Valor Económico Agregado.....	86
3.3.5	Calculo del valor de la empresa por medio del VEA.....	86
3.3.6	Interpretación de los resultados de la valoración.....	87
4	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	89

4.1 Análisis de los Resultados.....	89
4.1.1 Análisis del Método de Flujos de Caja Operativos Descontados o Valoración Dinámica.....	89
4.1.1.1 Análisis de los datos numéricos.....	90
4.1.2 Conclusiones sobre el Valor Económico Agregado como método de valoración.....	92
4.1.2.1 Análisis de los datos numéricos.....	92
4.2 Conclusiones.....	94
4.3 Recomendaciones.....	97

CAPITULO 1

JUSTIFICACION DE METODOS A UTILIZARSE

1.1 PRESENTACION DE VARIOS METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

Existen varios métodos para valorar una empresa, y ellos dependen de las necesidades del interesado y de las características de la empresa a valorarse. A continuación se presentarán varios métodos cuyos cálculos se basan en distintos factores.

1.1.1 METODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)

Los métodos basados en el balance hacen la estimación del valor de la empresa tomando en cuenta únicamente en su patrimonio. Dichos métodos son los más utilizados ya que existe la concepción errónea de que el valor de una empresa radica en su balance.

El problema de dicho método es que no considera una posible evolución de la empresa, es decir, que si existen proyectos de mejoramiento ya sea en producción, en marketing o en ventas, este tipo de análisis no reflejará los resultados de un posible éxito en la aplicación de mejoras.

Entre los métodos basados en el balance se pueden mencionar:

- Valor Contable
- Valor Contable Ajustado
- Valor de Liquidación
- Valor Substancial

1.1.1.1 VALOR CONTABLE

El Valor Contable es el valor de los recursos propios de la empresa que aparece en el balance, tomando en cuenta el capital y las reservas. Se puede decir que es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, o sea, el total de sus bienes menos el total de su deuda con terceros. Supongamos que el activo total de una empresa es de \$ 80.000 y que su pasivo exigible, o el total de su deuda con terceros es de \$50.000. El resultado es de \$ 30.000, el mismo dato que corresponde al capital y las reservas.

Esto quiere decir que según este método de valoración, el valor de la empresa es de \$30.000.

Este método está sujeto solamente a consideraciones contables que pueden considerarse subjetivas, y además sujeta el valor de mercado de la empresa a su valor contable, de manera que en la práctica es un poco ficticio.

1.1.1.2 VALOR CONTABLE AJUSTADO

Este método trata de ajustar, al momento de la valoración, los activos y pasivos de la empresa a valores reales de mercado. Por ejemplo, si un porcentaje de la

cartera de la empresa es incobrable, deberá reducirse su valor de cuentas por cobrar en ese porcentaje. Se deben también revalorizar los inventarios desechando la parte que se constituya como inservible y poniendo a valor actual de mercado la parte útil. Es recomendable también revalorizar los activos fijos.

A pesar de acercarse más a la realidad en cuanto a consideraciones de tiempo y revalorización, no presenta nada más que una valoración estática, sin considerar el hecho de que la empresa este o no en funcionamiento.

1.1.1.3 VALOR DE LIQUIDACION

El valor de liquidación de una empresa es un método que se emplea, como su nombre lo dice, cuando la empresa entra en un proceso de liquidación. Se obtiene tomando el valor del patrimonio neto ajustado y restándole todas las deudas que la empresa pueda tener al momento de su liquidación, como indemnizaciones a empleados, gastos fiscales, etc.

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

1.1.1.4 VALOR SUBSTANCIAL

El valor substancial es la cantidad de dinero que costaría conformar una empresa en idéntica situación a la que está siendo valorada, sin tomar en cuenta los bienes que no sirven para la producción. Si se analiza este método bajo el supuesto de continuidad de la empresa, puede considerarse como el valor de reposición de activos.

En caso de existir deuda, se usará al valor substancial bruto reducido, en cuyo caso se resta el valor de la deuda sin costo.

1.1.2 METODOS BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

Estos métodos se basan en los resultados de la empresa expresada en beneficios. Basan sus cálculos en un coeficiente, que en el caso de empresas manufactureras se multiplica por la capacidad productiva. Por ejemplo, en una empresa productora de cemento, se multiplicará su capacidad de producción anual. Ej. (50.000 Tm) por un coeficiente o un valor constante (ej. 10) y así obtendremos un valor exacto(500.000).

Los más conocidos son:

- Valor de los Beneficios (**PER**)
- Valor de los Dividendos
- Múltiplo de las Ventas

1.1.2.1 VALOR DE LOS BENEFICIOS (PER)

El resultado de este método se obtiene multiplicando los beneficios anuales de cada acción por la variable PER (*Price Earnings Ratio*), de esta forma se busca obtener el valor de las acciones y por lo tanto una valoración de la empresa.

La variable PER se obtiene dividiendo la cotización en bolsa de la acción para el último beneficio presentado por acción.

Así, por ejemplo, tenemos una empresa cuyo número de acciones es de 10.000, las cuales se cotizan a \$30.00 por acción, y el año pasado representaron una utilidad de \$2.00.

$$\text{PER} = 30 / 2 = 15$$

$$\text{Valor de la acción} = \text{PER}(15) \times 2 = 30$$

$$\text{Resultado de la valoración} = 30 \times 10.000 = 300.000$$

Este método normalmente se utiliza para empresas que cotizan sus acciones en la bolsa de valores.

1.1.2.2 VALOR DE LOS DIVIDENDOS

Cuando hablamos de dividendos, nos referimos a una parte de los beneficios que se entregan directamente al accionista y que constituyen los únicos ingresos que tiene este como premio a tener acciones de la empresa.

Si esperamos de dichos dividendos, un flujo constante y periódico, podemos determinar un valor por acción utilizando la fórmula DPA / Ke , donde DPA es el dividendo por acción repartido por la empresa, y Ke es la rentabilidad exigida a las acciones.

Ej.

$$\text{DPA} = \$56.00$$

$$\text{Ke} = 8.5\%$$

Valor de los Dividendos: \$ 658.82 (por acción)

1.1.2.3 MÚLTIPLO DE LAS VENTAS

Este método consiste en multiplicar las ventas de un año por un número X. En este caso, el número se determina sin un método determinado o parámetros establecidos, dependiendo de factores varios como: las coyunturas de mercado, las perspectivas de crecimiento, la competencia, el porcentaje de utilidad, etc.

Ej.

Ventas del año: \$569.235

Variable X: 14.35%

Múltiplo de las ventas: \$650.920,22

1.1.3 METODOS MIXTOS, BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO O GOODWILL

El *goodwill* es un valor que se le atribuye a la empresa por encima de su valor contable ajustado. Pretende darle un valor a elementos inmateriales de la empresa que no aparecen en el balance, como por ejemplo liderazgo en el sector, alianzas estratégicas, perspectivas de crecimiento, etc.

Normalmente este método no hace más que agregarle un valor, hasta cierto punto arbitrario, a la valoración contable de la empresa.

La subjetividad de dicho método es discutible, ya que si bien, estos valores intangibles deberían ser reconocidos al momento de la valoración, no existe ningún método exacto que pueda realizar dicho trabajo.

Entre los métodos que utilizan el *goodwill* se encuentran:

- Método de Valoración Clásico
- Método Simplificado de Renta Abreviada o *GOODWIL*
- Método de la Unión de Expertos Contables Europeos
- Método Indirecto o Método de los Prácticos
- Método Anglosajón o Método Directo
- Método de Compra de Resultados Anuales

1.1.3.1 METODO DE VALORACION CLÁSICO

El método de valoración clásico es igual al valor neto de sus activos más el valor del fondo de comercio. El fondo de comercio se calcula como *n* veces el beneficio neto de la empresa o como un porcentaje de la facturación. Su formula es:

Para empresas industriales:

$$V = A + (n \times B)$$

Para empresas de comercio minoristas:

$$V = A + (z \times F)$$

A = Valor Neto del Activo

n = Coeficiente comprendido entre 1.5 y 3

B = Beneficio Neto

z = Porcentaje de la cifra de ventas

F = Facturación

1.1.3.2 MÉTODO SIMPLIFICADO DE RENTA ABREVIADA O GOODWILL

Este método se obtiene con el valor del patrimonio neto ajustado mas el valor del fondo de comercio, que se obtiene capitalizando un superbeneficio igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión del activo neto en el mercado de capitales a un tipo de interés correspondiente a la tasa sin riesgo. Su fórmula es:

$$V = A + an (B - iA)$$

Donde:

A = activo neto corregido o valor substancial neto

an = valor actual, a un tipo **t**, de **n** anualidades unitarias, con **n** entre 5 y 8 años

B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo

i = tipo de interés de colocación alternativa

1.1.3.3 METODO DE LA UNION DE EXPERTOS CONTABLES EUROPEOS (UEC)

Para la UEC, el valor global de una empresa es igual al del activo neto revaluado más el fondo de comercio. Este se calcula capitalizando a interés compuesto un superbeneficio, que es el beneficio menos el flujo obtenido invirtiendo a una tasa sin riesgo un capital igual al valor de la empresa.

$$V = A + an (B - iV)$$

Despejando:

$$V = (A + (an \times B)) / (1 + I an)$$

La diferencia con el método anterior radica en que el valor del fondo de comercio se calcula a través de V , y no de A .

1.1.3.4 METODO INDIRECTO

En este caso, la tasa i que se utiliza suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo, y además se pondera de igual forma el valor del activo neto y el valor de la rentabilidad.

$$V = (A + B/i) / 2$$

1.1.3.5 METODO ANGLOSAJON

En el método anglosajón, el valor del goodwill se obtiene actualizando, para una duración infinita, el valor del superbeneficio obtenido por la empresa. Dicho superbeneficio es la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría de

colocar en otras inversiones el valor de los activos de la empresa a un tipo de interés determinado. La tasa de interés tm es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente para tener un parámetro de riesgo, normalmente implícito en la actividad empresarial.

$$V = A + (B - iA) / tm$$

1.1.3.6 METODO DE COMPRA DE RESULTADOS ANUALES

En este caso el comprador esta dispuesto a pagarle al vendedor el valor de los activos mas una cantidad determinada de superbeneicios anuales. En la fórmula, m es el número de años de superbeneicios, además se usa el tipo de interés a largo plazo.

$$V = A + m (B - iA)$$

1.1.4 METODOS BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Estos métodos determinan el valor de una empresa mediante el cálculo de flujos de caja que la empresa generará en el futuro, de seguir funcionando, y trayendo estos flujos de caja a valor actual con una tasa de descuento específica.

El punto crítico de este método es el cálculo de la tasa de descuento que se va a utilizar, ya que se deben tener en cuenta una serie de factores de riesgo. Además se deben calcular los flujos de caja de cada una de las partidas financieras que representen flujo de dinero en la empresa, como el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, las materias primas, etc. Algunos de los métodos basados en el descuento de flujos de caja son:

- Método General de Descuento de Flujos
- Método de Flujos de Caja Operativos Descontados

1.1.4.1 METODO GENERAL DE DESCUENTO DE FLUJOS

Muchos de los métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la siguiente fórmula:

$$V = (CF_1 / 1+k) + (CF_2 / (1+k)^2) \dots\dots\dots (CF_n + VR_n) / (1 + k)^n$$

CF = flujo de fondos generado por la empresa en el período **i**.

VR_n = valor residual de la empresa en el año **n**.

k = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Se puede también suponer una tasa de crecimiento constante (**g**) para definir los flujos futuros a partir del año **n**, y de esta forma obtener el valor residual de año **n** aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante.

$$VR_n = CF_n (1+g) / k - g$$

En principio, los flujos pueden tener una duración indefinida, pero podemos solo tomar en cuenta los de un cierto número de períodos, ya que el valor actual disminuye mientras más lejano sea el horizonte.

1.1.4.2 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS

Este método se obtiene mediante la suma de dos valores, por un lado el valor de la empresa suponiendo que esta no tuviera deuda, y por otro el valor de los ahorros fiscales obtenidos mediante el financiamiento con deuda de la empresa.

$$VE = Vsd + txPE$$

VE = valor global de la empresa apalancada.

Vsd = Valor de la empresa cuando no usa deuda.

TxPE = valor actual del escudo fiscal anual proveniente del uso de deuda y en términos de una perpetuidad.

Este método puede ser utilizado para la valoración de empresas que coticen o no en bolsa e incorpora elementos de empresas con apalancamiento acercándose más a la realidad. En otras palabras, toma en cuenta algunos de los elementos de la actividad empresarial real, con participación o no en bolsa de valores, y con endeudamiento para financiar su actividad.

1.1.5 VALOR ECONÓMICO AGREGADO (VEA)

El VEA es una herramienta que permite determinar el rendimiento general de una empresa, analiza el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos todos los gastos. Al ser el VEA un método de cálculo, que no hace más que medir la rentabilidad exacta de la empresa en comparación con otras

inversiones. Nos da una idea muy clara del funcionamiento de una empresa y del valor que genera en relación con otras inversiones, haciendo fácil determinar un valor global sobre la base de resultados obtenidos.

El VEA ayuda también a identificar las unidades del negocio que crean o destruyen valor, es decir, las que producen ganancias y las que producen pérdidas, por lo tanto se constituye también como un método de análisis y diagnóstico de la empresa.

1.1.5.1 FORMA DE CALCULO DEL VEA

Se debe partir del precepto de que la empresa solamente genera utilidad cuando supera el costo de oportunidad que tendrían los accionistas al realizar otras actividades o invertir su dinero en otra parte.

$$\mathbf{VEA = UAIDI - (C \times Kp)}$$

UAIDI = utilidad de las actividades ordinarias antes de intereses y después de impuestos.

C = capital Invertido.

Kp = costo promedio ponderado de capital

(Entendiéndose el VEA como uno de los métodos a utilizarse en el desarrollo de la presente investigación, será analizado con mayor detenimiento en el capítulo II)

1.2 SELECCIÓN Y VENTAJAS DE LOS MÉTODOS A UTILIZARSE

Los métodos que se han escogido para la valoración por sus ventajas frente al resto de métodos presentados son:

- ***Método de Flujos de Caja Operativos Descontados***
- ***Valor Económico Agregado***

1.2.1 VENTAJAS DEL METODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS

- Es capaz de valorar una empresa en marcha, que en teoría operará de forma indefinida.
- Considera a los activos como medios de crear flujos de caja indefinidos y no como elementos susceptibles de venta o liquidación, interrumpiendo la producción.
- Se beneficia del nivel de apalancamiento de la empresa, transformándolo en unidades monetarias al momento de la valoración.
- Permite asignarle a la empresa un valor monetario exacto, que puede ser utilizado como base para una negociación.

1.2.2 DESVENTAJAS DEL METODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS

- Necesita de un grado de apalancamiento para realizar una valoración ventajosa.
- Si los flujos de caja de los últimos años han tenido una tendencia negativa, se basará en flujos de caja proyectados negativos.
- Necesita de una contabilidad auditada para que sus resultados sean confiables.

1.2.3 VENTAJAS DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO

- Determina un valor de rendimiento excedente en comparación con el costo de oportunidad de inversiones paralelas.
- Ayuda a determinar las unidades de creación y destrucción de valor dentro del proceso productivo de la empresa.
- Aclara la relación entre el mercado productivo y el mercado de valores.
- Considera el riesgo con el que opera la empresa.
- Solventa las limitaciones de indicadores tradicionales.

1.2.4 DESVENTAJAS DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO

- No presenta por sí solo el valor global de una empresa.
- Su utilidad como medida de creación de valor es cuestionable.
- Su uso está más extendido como herramienta de administración que de valoración.

teoría sobre métodos de valoración de empresas obtenida de:

Fernández, Pablo, VALORACION DE EMPRESAS, ediciones GESTION 2000 S.A., Barcelona 2001.

Brealy A. Richard y Steward C. Myers. PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS, cuarta edición, España, Editorial McGraw Hill, 1993.

CAPITULO 2

PRESENTACION DE LOS METODOS A UTILIZARSE

2.1 ANTECEDENTES DEL VEA

El concepto del Valor Económico Agregado o *Economic Value Added* fue introducido en el libro *The Principles of Economy*, escrito por el economista Alfred Marshall (1842–1924).

¹ En síntesis, el planteamiento de Marshall dice que las ganancias contables no son suficientes para una empresa, en el caso de que estas utilidades no sean mayores al costo de oportunidad del mismo capital empleado en otra inversión. Entonces solo las ganancias de valor son un parámetro para valorar la actividad empresarial.

Hubo empresas que utilizaron el Valor Económico Agregado para evaluar su desempeño, tal es el caso de la General Motors en el año 1920, aunque después la utilización de dicho método fue abandonada.

Después de la II Guerra mundial, y hasta principios de los años 90, las empresas más importantes utilizaron dos métodos de análisis de flujos de efectivo descontados, como método de evaluación de inversiones de capital, estos métodos eran la Tasa Interna de Retorno (TIR) y el Valor Presente Neto (VPN).

1 AMAT. Oriol, EVA Valor Económico Agregado, España, Grupo Editorial Norma, 1999

El problema de los métodos mencionados es que no fueron diseñados para realizar una valoración del rendimiento global de una empresa.

Muchas empresas utilizaron también como referente de crecimiento la variación existente entre la cifra final del estado de resultados o utilidad neta, comparándola con la misma cifra de ejercicio anterior. A pesar de ser una forma lógica de evaluar el crecimiento o decrecimiento de una empresa, este dato puede ser fácilmente manipulable, por medio de la adquisición de activos, o el endeudamiento, lo cual puede provocar iliquidez en los recursos que podrían ser utilizados en nuevas inversiones. Otro problema adicional del uso de la utilidad neta como parámetro de evaluación es que impide analizar el impacto de las expectativas a futuro de la compañía.

En los años 60 y 70, nuevas herramientas, como el ROI (*Return Over Investments*) y ROE (*Return on Equity*) fueron adoptadas también para evaluar el rendimiento de las empresas, sin embargo, ocasionaron un efecto no deseado, al requerir un aumento de la utilidad con una disminución en el valor de los activos. Estos temas se tratarán más adelante con mayor criterio explicativo.

A finales de los años ochenta, la firma consultora *Stern Stewart & Company*, reintrodujo el concepto del Valor Económico Agregado con una creciente acogida en grandes empresas a nivel mundial. Dentro de las que podemos mencionar están: Coca-Cola, IBM, AT&T, Quaker, Dow Chemical, John Deere, Telefónica, Unión Fenosa, entre otras.

² Para dar una idea del crecimiento de este sistema de valoración, en el año de 1993, de las 1000 empresas americanas más grandes, solamente 25 utilizaban el VEA, para el año de 1996, 250 empresas lo utilizaban.

² FERNANDEZ, Pablo, Valoración de Empresas, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 2001

La aplicación que le dan dichas compañías a este método es muy diversa, dada su versatilidad. Puede ser utilizado para análisis de planes estratégicos, procesos de adquisición, mejoras optativas, discontinuación de líneas de producción, evaluación de capital de trabajo, costo de capital y remuneración de ejecutivos.

La firma Stern Stewart & Company asegura que el VEA es una medida de rendimiento financiero que se acerca mucho a la verdadera medida de utilidad económica de una empresa. Permite determinar si la empresa está creando valor sobre el costo de capital de los activos utilizados. En general, el VEA mide y evalúa el rendimiento potencial de la creación de valor de las opciones tácticas y estratégicas de la empresa.

Como resultado, se puede decir que actualmente las empresas están en conocimiento que las ganancias contables no son suficientes como parámetro de evaluación de su gestión, si dichas utilidades no son mayores que los costos de oportunidad del capital empleado.

Es importante destacar que se ha demostrado muchas veces de manera empírica la correlación existente entre el incremento en el valor de las acciones y el VEA en los mercados bursátiles internacionales, sin embargo esta no es la única explicación útil del VEA. Existen otras aplicaciones, referentes a la gestión interna de la empresa que se pueden utilizar, y que en el caso de Ecuador, donde no existe un movimiento bursátil regular, pueden ser utilizadas dentro del accionar empresarial.

Los cambios mundiales exigen a las empresas ecuatorianas dinamismo y capacidad de adaptación, para enfrentar las nuevas circunstancias, por lo tanto deberán darse cambios en la cultura organizacional y empresarial. Es por esto, que a la hora de valorar el desempeño de una empresa, será necesario utilizar herramientas adecuadas, siendo en la actualidad de gran importancia la administración en base al valor mediante el método del VEA que indica el uso

óptimo de los activos necesarios para las operaciones de una empresa, con relación al costo de los recursos invertidos en la misma.

De esta forma será posible determinar la eficiencia en el manejo de la empresa y el nivel de satisfacción de los accionistas con respecto a su inversión.

2.1.1 DEFINICION DEL VALOR ECONOMICO AGREGADO

Existen varias definiciones del Valor Económico Agregado explicados en la teoría financiera, pero es importante señalar su cada vez más difundido uso en la práctica de las finanzas corporativas. Cada vez más empresas adoptan el VEA como base para la planificación y para vigilar su funcionamiento.

- 3 “Unidad de medida que define el grado en que un proceso o una cadena de actividades crea o destruye valor, cualquiera que sea su importancia relativa.”
- 4 “Importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos en el costo de oportunidad del capital y de los impuestos, satisfaciendo siempre una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas.”
- 5 “Beneficio antes de intereses menos valor contable.”

3 GAETE, María Augusta, El valor Económico Agregado Como Herramienta de Gestión, Tesis UISEK, 2001

4 AMAT. Oriol, EVA Valor Económico Agregado, España, Grupo Editorial Norma, 1999

5 FERNANDEZ, Pablo, Valoración de Empresas, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 2001

2.1.2 MEDICION DEL VALOR ECONOMICO AGREGADO

Cuando la rentabilidad generada por una empresa es mayor que el costo de oportunidad de los accionistas, se crea valor.

Para obtener el VEA se aplica la siguiente fórmula:

$$VEA = UAIDI - C \times Kp$$

Donde:

UAIDI = Utilidad de las Actividades Ordinarias Antes de Intereses y Después de Impuestos

C = Capital Invertido

Kp = Costo Promedio Ponderado de Capital

La Utilidad Antes de Intereses y Después de Impuestos se obtiene sumando los intereses y la utilidad neta, y eliminando las utilidades extraordinarias, es decir, que es el total de las utilidades disponibles para ser repartidas a los accionistas.

El Capital Invertido se define como el total de los recursos invertidos para el funcionamiento de la empresa, ya sean recursos propios o ajenos. Es necesario excluir los que no representen un costo implícito a la actividad, como la financiación de proveedores.

El Costo Promedio Ponderado de Capital, o Weight Average Capital Cost, es el costo de los recursos obtenidos por medio de financiación.

Bajo los parámetros del VEA, el inversor debe recibir por concepto de utilidad, como mínimo, la misma cantidad que recibiría en inversiones de similar riesgo efectuadas en mercados de capitales. Si esto no ocurre, desde el punto de vista del inversor la empresa opera en pérdidas, aunque económicamente obtenga beneficios.

2.2 ANALISIS DE MEDIDAS TRADICIONALES DE DESEMPEÑO

Como se observó anteriormente, con el desarrollo empresarial del siglo XX, existieron diversos métodos que sirvieron para medir el desempeño de las empresas. Algunos de estos métodos dejaron de utilizarse por no reflejar una verdadera capacidad generadora de valor económico, sino más bien se constituyen como índices contables, por lo tanto es difícil, por su obvia diferencia, compararlos con un índice de tipo económico como el VEA.

2.2.1 RETORNO SOBRE INVERSION (ROI)

El retorno sobre inversión o *Return on Investments*, es un índice contable que determina la relación entre el beneficio y los recursos utilizados por la empresa, en los que se toma en cuenta la deuda y las acciones. De esta forma analiza la rentabilidad de la gestión empresarial de un año y toma en cuenta valores únicamente contables, dejando de lado los factores externos como la rentabilidad mínima esperada por los accionistas en su entorno de inversión.

Se determina mediante la fórmula:

$$ROI = UAIDI / D + Evc$$

Donde:

UAIDI = Utilidad antes de intereses e impuestos.

D = Deuda corto y largo plazo.

Evc = Valor contable de las acciones.

2.2.2 RETORNO SOBRE CAPITAL (ROE)

El Retorno Sobre Capital o *Return on Equity* es un índice muy simple, que determina la utilidad de las acciones. En este método tampoco existen consideraciones que tomen en cuenta factores externos a la empresa, y solo refleja el total de la utilidad que han tenido las acciones frente a su valor nominal en balances o valor contable.

Su fórmula es:

$$\text{ROE} = \text{BFO} / \text{Evc}.$$

Donde:

BFO = Beneficio o utilidad neta

Evc = Valor contable de las acciones

2.2.3 VALOR ACTUAL NETO (VAN)

Es el método más conocido y más generalmente aceptado por evaluadores de proyectos. Mide la rentabilidad del proyecto en valores monetarios que exceden a la rentabilidad deseada después de recuperar toda la inversión. Para ello, calcula

el valor actual de todos los flujos futuros de caja proyectados a partir del primer período de operación y le resta la inversión total expresada en el momento cero.

Si el resultado es mayor que cero, mostrará cuanto se gana con el proyecto, después de recuperar la inversión por sobre la tasa (i) que se exigía de retorno al proyecto; si el resultado es igual a cero, indica que el proyecto reporta exactamente la tasa (i) que se quería obtener después de recuperar el capital invertido y, si el resultado es negativo, muestra el monto que falta para ganar la tasa que se deseaba obtener después de recuperada la inversión.

Sin embargo, los flujos de caja que el proyecto promete generar pueden reemplazarse por sus valores medios esperados y éstos se pueden tratar como valores conocidos desde el principio del análisis. Este supuesto implica ignorar que la directiva puede alterarlos al adaptar su gestión a las condiciones imperantes en el mercado durante toda la vida del proyecto. Esta *flexibilidad* crea valor para el proyecto de inversión, valor que el método VAN, por ejemplo, es incapaz de reflejar.

2.3 ANTECEDENTES DEL METODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS

El método de Flujos de Caja Operativos Descontados nace de la necesidad de contar con un método de valoración que tome en cuenta los resultados futuros de una empresa, en base a proyecciones de sus flujos de caja con una tasa determinada de crecimiento y tomando también en cuenta un castigo por el riesgo de la inversión, que depende de factores intrínsecos y ajenos a la empresa.

Busca determinar el valor global de una empresa, considerándola como un ente en funcionamiento y constante generación de flujos de caja, que además está conformada como un conjunto, por lo tanto es indivisible.

Este método considera que el valor global de la empresa apalancada, que usa deuda para financiar sus operaciones, es igual al valor de la empresa sin el uso de deuda mas un valor derivado del escudo fiscal que genera el endeudamiento.

Los autores de esta teoría son los profesores Franco Modigliani y Mentor Miller, quienes después de considerar todos los factores que influyen en el correcto proceso de valoración de una empresa, idearon este método, que se calcula mediante la siguiente expresión básica:

$$VE = Vsd + txPE$$

Donde:

VE = Valor Global de la empresa apalancada.

Vsd = Valor de la empresa cuando no usa deuda.

t = Tasa equivalente de participación laboral e impuesto a la renta.

PE = Pasivo total con costo.

TxPE = Valor actual del escudo fiscal anual proveniente del uso de deuda en términos de perpetuidad.

2.3.1 OBJETIVOS DEL METODO DE LOS FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS

Este método, desde su concepción, buscó equilibrar la actividad de valorar una empresa con el hecho de que la empresa es un ente dinámico, que tiene un

periodo previo de funcionamiento, y que por ende mantendrá sus actividades en el futuro, por lo tanto, presenta una serie de ventajas en su utilización, por ejemplo:

- Permite determinar el valor técnico de una empresa, tomando en cuenta su funcionamiento actual y sus perspectivas a futuro bajo el supuesto de que la empresa a pesar de formar parte de un proceso de negociación, cualquiera sea su objetivo, seguirá funcionando y por lo tanto generando nuevos flujos de efectivo.
- Permite establecer un valor que puede ser utilizado en el mercado de valores, al momento de introducir estas al mercado bursátil, o como punto de referencia de potenciales tenedores de acciones.
- Su resultado sirve como un punto de partida para una negociación directa de la empresa, en el caso de que entre en un proceso de cambio de directiva, fusión, endeudamiento, etc.

2.3.2 FORMA DE CALCULO DEL METODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS

Para el cálculo del método de flujos de caja operativos descontados, es necesario seguir un esquema que contempla y fija todos los parámetros necesarios para determinar el valor de la empresa.

A continuación se definen cada uno de los elementos importantes para el proceso de valoración de una empresa en funcionamiento.

2.3.2.1 DIAGNOSTICO Y PERSPECTIVAS DEL ENTORNO

En este primer paso, se busca determinar las posibles causas de riesgo en el entorno inmediato de la empresa, analizando los antecedentes, evolución, situación actual y perspectivas de los factores que puedan influir directamente en su funcionamiento. Su metodología es analizar:

- Evolución, situación actual y perspectivas de la economía en su conjunto.
- Situación actual y perspectivas del marco político, legal e institucional del país.
- Evolución, situación actual y perspectivas del sector o rama de actividad en el que actúa la empresa.

2.3.2.2 DIAGNOSTICO FINANCIERO Y OPERATIVO HISTORICO DE LA EMPRESA

Es necesario analizar también los factores intrínsecos de la empresa, como son su gestión histórica y actual, y también la forma como ha venido funcionando en cuanto a políticas, regímenes, pago de deudas, etc. Para determinar estos factores, nos guiamos por los siguientes pasos:

- Régimen jurídico y fiscal y su impacto en las operaciones
- Dimensión sectorial en cuanto se refiere a mercado, nivel de actividad, productos, etc.
- Régimen laboral de la empresa.

- Régimen de abastecimiento y comercialización de los insumos y los productos terminados.
- Régimen productivo en cuanto se refiere al grado de utilización de los activos, tecnología utilizada, estructura de costos, flexibilidad de los activos operativos, etc.
- Estudio de la rentabilidad del patrimonio y del activo total.
- Evolución de las utilidades y del beneficio por acción.
- Análisis de la capacidad de pago de las deudas vigentes.
- Cálculo de la tasa de crecimiento sostenible de las utilidades.

2.3.2.3 IDENTIFICACIÓN DE LAS FORTALEZAS Y DEBILIDADES PARA GENERAR VALOR

Como parte de la determinación del estado interno de la empresa, es necesario identificar algunos puntos que pueden ayudar en la toma de decisiones, tales como:

- Identificación de los factores generadores de valor.
- Identificación de los factores generadores de riesgo.
- Identificación y cálculo directo del valor de los activos fuera de explotación o activos no operativos.

2.3.2.4 ESTRUCTURA DEL DESEMPEÑO OPERATIVO FUTURO

Para realizar un proceso completo de valoración, se hace necesario analizar las causas internas y externas de la empresa, por las cuales su gestión a futuro podría verse afectada. Eso se logra mediante la proyección de las operaciones y resultados en base a:

- Análisis del entorno macro y microeconómico.
- Identificación y diseño de escenarios de desempeño para la empresa.
- Proyección detallada del estado de resultados en los distintos escenarios.
- Cálculo de las inversiones de reposición necesarias para mantener sin menoscabo la capacidad de producción.
- Cálculo de los Flujos de Caja Operativos.

2.3.2.5 CALCULO DE LA TASA DE DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS (K_e) EN BASE A:

Como punto de partida para la parte numérica del proceso de valoración es necesario determinar la tasa de descuento que vamos a utilizar, La cual se obtiene mediante:

- Identificación del Costo Nominal de los recursos propios (Costo de Oportunidad del Capital).
- Cálculo e incorporación de la Prima por Riesgo por el inversionista en la operación de compra de la empresa.

- Determinación de la tasa pertinente de descuento incluido el nivel de riesgo percibido por el inversionista.

2.3.2.6 CALCULO DEL VALOR HORIZONTE EN BASE A:

Se debe tomar en cuenta los factores que harán que la empresa mantenga flujos de caja estables o crecientes en el futuro, para lo cual debemos describir el esquema operativo a usarse. De esta forma sustentaremos una tasa de crecimiento determinada, que será la base de las proyecciones de flujos de caja. Es entonces necesario seguir un esquema para abalizar estas suposiciones.

- Definición del esquema operativo que seguirá la empresa en el horizonte de operación (perpetuidad).

En este primer paso se tratará de definir los parámetros administrativos, productivos, y de políticas en general que seguirá la empresa en un futuro mediato.

- Cálculo de la tasa anual de crecimiento "g" de los flujos de caja libres a partir del último flujo de caja proyectado.

Se calculará la tasa de crecimiento en base al movimiento o cambio de valores obtenidos de los flujos de caja libres, y de esta forma conseguir una constante de crecimiento o decrecimiento que servirá para el cálculo de los flujos de caja a futuro.

- Análisis de la sustentación de la tasa de crecimiento "g".

Se deberá explicar la obtención de la tasa de crecimiento y los factores que podrían influir en ella.

- Proceso de descuento para encontrar el Valor Horizonte.

Es necesario traer a valor presente el resultado de todas las proyecciones que se efectuaron, para encontrar un valor equivalente al tiempo en que se realiza la valoración.

- Análisis de consistencia del Valor Horizonte obtenido.

Finalmente es necesario analizar la valía y coherencia de los datos obtenidos y determinar si los resultados son o no coherentes y lógicos.

2.3.2.7 INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS DEL PROCESO DE VALORACION, EN BASE A:

Finalmente, y como punto clave, se debe interpretar todos los datos históricos y numéricos obtenidos, y así presentar conclusiones claras que sustenten el valor horizonte resultante de la valoración.

- Análisis de consistencia de los resultados numéricos del proceso de valoración.
- Empate o calce de los resultados y los objetivos planteados en el proceso de valoración (el proceso pudo originarse en un contrato para asesorar únicamente al vendedor, al comprador o el experto puede actuar en calidad de árbitro dirimente, etc.).
- Empate de los dos resultados de la valoración y la toma de decisiones de las partes interesadas.

2.3.3 DETALLE DE LOS CALCULOS NECESARIOS PARA LA VALORACION POR FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS.

Después de realizar el análisis de los pasos a seguir para realizar una valoración utilizando el método de Flujos de Caja Operativos Descontados, es necesario aclarar el cálculo de algunos elementos claves.

2.3.3.1 FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS

Para obtener los Flujos de Caja Operativos, es necesario partir de la utilidad en operación, antes del pago de intereses, que luego se reestructuran añadiéndoles todos los gastos que no requieren uso o aplicación de efectivo, es decir, depreciaciones y amortizaciones. Se resta después la participación laboral e impuesto a la renta, calculados sobre la utilidad operativa y restando los desembolsos que se requerirán efectuar para mantener indefinidamente y sin menoscabo la capacidad de producción de la empresa (inversiones y reposición de activos fijos), así como para sostener los niveles de actividad previstos (suplementos de capital de trabajo).

2.3.3.2 COSTO DE OPORTUNIDAD DEL CAPITAL Y PRIMA POR RIESGO

Para determinar el costo de capital, puede ser utilizado el sistema CAPM, que mide la rentabilidad esperada en una inversión en acciones de una empresa específica existente o de un proyecto de inversión a largo plazo, que se financia en parte con capital social.

Para este cálculo se parte de la fórmula:

$$R_e = R_{fa} + B_x (R_m - R_{fh})$$

Donde:

Re = Rentabilidad Esperada de una inversión en acciones comunes. Se denomina también costo de los recursos propios, incluido el riesgo imputable a la inversión en acciones de una empresa en particular o de un proyecto de inversión a largo plazo específico.

Rfa = Rentabilidad Actual de una Inversión realizada en títulos sin riesgo, como el caso de los Bonos del Estado.

Rfh = Rentabilidad Histórica de una Inversión realizada en títulos sin riesgo, como el caso de los Bonos del Estado.

B = Coeficiente Beta que mide estadísticamente la tendencia de la rentabilidad de una acción en particular a covariar con la rentabilidad promedio de todo el mercado de acciones.

Rm = Rentabilidad Histórica Promedio del mercado de acciones:

(Rm – Rfh) = Prima Por Riesgo Histórica que el mercado de valores ha reconocido en las inversiones riesgosas en acciones.

B * (Rm – Rfh) = Prima Por Riesgo Histórica ajustada para cada empresa individual o para cada proyecto de inversión a largo plazo específico, en función del valor particular de B.

Al tratar de obtener directamente el costo de los recursos propios, podemos simplificar la ecuación anterior y obtener una nueva ecuación:

$$K_e = K_e'a + COV(R_a, R_m)/VAR(R_m) * (R_m - K_e'h)$$

Donde:

K_e = Costo de los Recursos Propios, incluida una prima por riesgo imputable a la empresa o al proyecto específico.

$K_e'a$ = Costo, a la fecha actual, de los recursos propios sin riesgo, equivalente a una inversión en Bonos del Estado.

$K_e'h$ = Costo Histórico de los Recursos Propios Sin Riesgo, equivalente a una inversión en Bonos del Estado.

2.3.3.3 TASA DE CRECIMIENTO “g”

La tasa de crecimiento se sustenta en el aumento del capital invertido permanentemente por concepto de reinversión de las utilidades. Por lo tanto, este crecimiento está en función de:

- La utilidad o rendimiento.
- El monto de utilidades que no se reparten, es decir, la política de retención de utilidades.
- La estructura de financiamiento, que implica incorporar pasivos en la medida necesaria si la empresa tiene utilidades, con el fin de que la estructura de financiamiento no cambie.

Esto quiere decir que la inversión permanente de un período en particular (**It**) será igual a la del período anterior (**It -1**) más el incremento de la utilidad no retenida y los nuevos créditos contratados para mantener la misma proporción de deuda sobre la inversión permanente.

Por lo tanto, se deduce la fórmula:

$$g = (b * Bo) / I_0 * (1 - D)$$

Donde:

g = Tasa de expansión de los beneficios.

Bo = Utilidad neta del período actual.

b = Porcentaje de utilidad neta que no se distribuye (tasa de retención).

I₀ = Inversión permanente en el período inicial.

D = Porcentaje de endeudamiento respecto a la inversión permanente.

2.3.3.3.1 SUSTENTACION TEORICA DE LA TASA DE CRECIMIENTO

6 El cálculo de la tasa de crecimiento de la inversión permanente “g” y de las utilidades como base para fijar el Valor Residual o Valor Horizonte de una empresa en marcha, requiere de una sustentación o justificación lógica.

Por ejemplo, ¿es razonable sostener que una empresa pueda crecer indefinidamente a un ritmo “g” superior al tipo de rendimiento medio de la economía en su conjunto?

¿Puede suponerse, sin equívoco, que la empresa podrá mantener ventajas permanentes frente a otras empresas con las cuales esta compitiendo y de esa manera asegurar un crecimiento continuo a un nivel actual "g"?

¿Es admisible que una empresa tenga una demanda creciente por tiempo indefinido para sus productos, independientemente de los cambios tecnológicos, del apareamiento de bienes sustitutos, etc.?

Las contestaciones a las preguntas anteriores serán las que permitan justificar o no el nivel asumido para la tasa de crecimiento "g" en el largo plazo.

Algunos autores recomiendan aplicar la tasa de rendimiento anual "g" a un período no superior a 10 años, y a partir del año siguiente mantener constantes los flujos de caja, ya que habría transcurrido el tiempo necesario para que otras empresas entren a participar de los superbeneicios, estabilizándolos e impidiendo por consiguiente futuros crecimientos supernormales. Esto implica suponer que sea cual sea la actividad en la que la empresa se desenvuelva, exista un desarrollo del mercado o la inminente aparición de competencia que afecte el volumen de producción.

El experto o responsable de la valoración también deberá analizar el tipo de producto que elabora la empresa y determinar, por ejemplo, si está en la fase de penetración en el mercado con ventas que crecen rápidamente o si se trata de un producto cuya utilización ya ha alcanzado la totalidad del mercado potencial el cual empieza a actuar únicamente en un mercado de reposición y por lo tanto su ritmo de crecimiento necesariamente se verá amortiguado, acercándose probablemente a la misma tasa de crecimiento de la población.

Así mismo, deberá definir si no hay peligros reales o potenciales que muestren la posibilidad de erosión de la rentabilidad de la empresa que está valorando, por los ataques de la competencia.

Finalmente, deberá también establecer si la empresa ha logrado determinadas ventajas competitivas que normalmente se basan en la existencia de barreras de entrada para otras empresas al sector económico pertinente.

Si la respuesta es positiva, podría sumirse que hay elementos de sustentación para que la empresa crezca a la tasa anual "g" sugerida por la metodología."

CAPITULO 3

VALORACION DE UNA EMPRESA FLORICOLA POR MEDIO DEL VEA Y EL METODO DINAMICO

3.1 PRESENTACION DEL CASO PRACTICO

La empresa Florar se constituyó el 13 de septiembre de 1998 como sociedad anónima, con el propósito de cultivar y exportar rosas de invernadero. Su capital inicial fué de 37.588 dólares.

La plantación se encuentra ubicada a cuatro kilómetros al norte de Cayambe en la provincia de Pichincha.

Tuvo sus inicios en el mes de Junio de 1998 con la preparación de suelos para cinco hectáreas de rosas. Tres meses después de su constitución, en septiembre de 1998, se sembró la primera hectárea y se mantuvo un ritmo de siembra de una hectárea mensual hasta completar las cinco hectáreas. La empresa inició su producción en el mes de mayo de 1999. A partir de ese mes fueron incorporándose a la producción el resto de hectáreas sembradas, hasta que en el mes de septiembre de 1999, se integraron todas al proceso productivo.

En diciembre de 1999, se inicia una ampliación con el incremento de dos hectáreas para alcanzar un total de siete hectáreas cultivadas, entrando éstas en producción en los meses de octubre y noviembre de 2000 respectivamente.

Existe una segunda ampliación que consistió en la implementación de dos nuevas hectáreas sembradas en los meses de agosto y septiembre de 2001, y que entraron en producción en los meses de febrero y marzo del 2002.

Queda pendiente una nueva ampliación de tres hectáreas, con las cuales se alcanzaría doce hectáreas de producción de rosas. Este proyecto, según se planifica será llevado a cabo durante el año 2003.

3.2 VALORACION POR EL METODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS O VALORACION DINAMICA

A continuación se realizará la evaluación financiera de la empresa FLORAR, descrita en el numeral anterior. Se utilizará el método de valoración de Flujos de Caja Operativos Descontados o Valoración Dinámica, para lo cual se utilizarán en lo posible los pasos descritos en el capítulo anterior para dicho efecto.

3.2.1 DIAGNOSTICO Y PERPECTIVAS DEL ENTORNO

En este primer paso se busca definir los parámetros en los que funciona la empresa y se realizará su valoración, tomando en cuenta el entorno en el cual se desenvuelve la empresa, el tipo de mercado y sus actividades comerciales.

3.2.1.1 EVOLUCION, SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL ENTORNO

La actividad económica experimentó una fuerte desaceleración en 1998, las cifras de producción indicaron un comportamiento productivo mucho menos dinámico que el registrado durante 1997, cuando el producto interno bruto real anual creció un 3.4%.

Como consecuencia directa del fenómeno climático de El Niño y de la difícil situación fiscal que llevó a la postergación de inversiones, los sectores más afectados fueron el agrícola (-1.4%), petróleo y minas (-3.3%) y los servicios financieros (-0.3%). Los únicos sectores que tuvieron un buen desempeño fueron la electricidad (+2.1%) y la construcción (+6%); el dinamismo de estos dos sectores se debió a las inversiones efectuadas en la instalación de nuevas plantas de generación termoeléctrica y en infraestructura de transporte. La reconstrucción de la infraestructura vial, por otra parte, tiene mucho que ver con el crecimiento de la actividad en el sector de la construcción.

La industria manufacturera y el comercio, que reflejan el estado de la demanda interna, crecieron por debajo del 1%; Los servicios financieros decrecieron 0.3% como resultado de los problemas de liquidez y del deterioro de la cartera bancaria.

Como consecuencia, en 1998 el crecimiento real del producto interno bruto solo alcanzó el 0.4%.

Por otra parte, las previsiones del Banco Central del Ecuador apuntaban a un desalentador -4.5%, como resultado final de la evolución del PIB para 1999, consecuencia de un decrecimiento general para todos los sectores de la economía a excepción del petróleo, al que asignan un crecimiento del 1.8%.

De acuerdo con las estimaciones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la renta per cápita del ecuatoriano fue:

AÑO	RENTA p/c
1994	1338.6
1995	1341.4
1996	1340.1
1997	1356.6
1998	1348.7
1999	1352.1
2000	1224.3
2001	1310.25

La reducción del nivel de reserva monetaria, de 1.698 millones de dólares a 1.276 millones, entre 1998 y 1999, la insostenibilidad de la banda cambiaria, incapaz de controlar la tendencia alcista del tipo de cambio, la crisis financiera, que condujo al cierre de algunas instituciones financieras y el congelamiento de los depósitos, generaron una profunda crisis de confianza entre los agentes económicos. Las dificultades en la gobernabilidad y la insolvencia para cumplir con las obligaciones de deuda externa, entre otras causas, condujeron al país a una difícil situación, en la cual, las variables macroeconómicas alcanzaron niveles que rezagaron la inversión productiva y deterioraron el capital empresarial.

Es así como el PIB per cápita se redujo de \$ 1.619 en 1998, a 1.164 en 1999. A su vez, el crédito del sector bancario al sector productivo a diciembre de 1999, experimentó un decrecimiento del 14.8%, tasa negativa nunca antes registrada en la economía, justificada en gran parte por la baja del 19.3% del crédito en dólares, a causa de la volatilidad en la cotización de la divisa y por el cierre de líneas internacionales de crédito.

El PIB sectorial de la economía evidenció la crisis por la que atravesó el país en 1999, siendo notable el impacto negativo registrado en la tasa de crecimiento de algunos sectores como: servicios gubernamentales, sociales y personales, que decreció en 13.6%, reflejando problemas suscitados en sectores como la salud y la educación. Comercio y hoteles descienden un 12.1%, influenciado por la inestabilidad del tipo de cambio, y construcción y obras públicas, que se reduce en el 8.9%, debido al deterioro del poder adquisitivo, los mayores costos de fabricación y el déficit presupuestario. Los sectores transporte y comunicaciones e industrias manufactureras, registraron a su vez una tasa de crecimiento negativas del 8.8% y 7.1% respectivamente.

Los únicos sectores económicos que no decrecieron en 1999 fueron los de agricultura, caza, selvicultura y pesca, que creció 1.8%, y el de servicios financieros a empresas, que se incrementó en 1.4%.

Los resultados anteriores agudizaron la crisis de confianza generalizada de los agentes económicos, que buscaron respaldar su patrimonio en dólares, generando gran volatilidad del tipo de cambio.

Las tasas de interés reales activas se mantuvieron en niveles muy elevados, desestimulando la inversión productiva; mientras tanto, las tasas de interés reales pasivas registraron niveles negativos, que no incentivaron el ahorro interno.

Los resultados del comercio exterior también evidenciaron los problemas del país, ya que de no haber sido compensada la balanza comercial con el incremento de los precios internacionales del petróleo, esta habría registrado un déficit, para 1999, igual o mayor al observado en 1998.

En 1999 el valor de las exportaciones ascendió a \$ 4.162 millones, 1% menos que el total registrado en 1998. La recuperación sostenida del precio de petróleo, que paso de \$ 7.8 a \$ 22.3 por barril, entre enero y diciembre de 1999, con un precio promedio de \$ 15 el barril, permitió un aumento del 47.5% en las exportaciones petroleras, circunstancia que atenuó la reducción del 15% en las exportaciones no petroleras. Dentro de éstas, las exportaciones bananeras disminuyeron un 11%, las camaroneras un 34%, el café un 32% y el atún y pescado 23%. La situación contrastó con el vertiginoso crecimiento de las ventas de cacao (110%).

Dentro de los productos no tradicionales, se destaca la reducción en las exportaciones de vehículos (60%), harina de pescado (32%) y prendas de vestir (23%)

Por su parte, las importaciones totales alcanzaron los \$ 2.552 millones, 50% menos que en el año anterior. Las reducciones más significativas fueron: 60% en bienes de capital, 50% en bienes de consumo, 45% en materias primas y 28% en combustibles y lubricantes.

Frente a esa coyuntura, el reto que afrontaban las autoridades de país, fue el control de las principales variables económicas. Para el año 2000, y en un esquema monetario de dolarización, se anticiparon a augurar una ventajosa reestructuración de la deuda externa y una estabilización de la economía con el consecuente retorno de confianza por parte de los agentes económicos.

El 9 de enero del año 2000, el Gobierno Nacional tomó la decisión de instaurar el dólar como moneda de curso legal en el país, y una paridad fija de 25.000 sucres por dólar, con el objeto de detener la escalada en la cotización de las divisas norteamericanas, contener los altos índices de inflación que amenazaban desbordar la economía, reducir las tasas de interés y sostener políticamente al propio gobierno.

La histórica decisión económica fue posteriormente ratificada por el Dr. Gustavo Noboa, el 22 de enero de 2000, en su posesión como nuevo Presidente Constitucional de la República, sucediendo a Jamil Mahuad.

A esa fecha, el Banco central del Ecuador contaba con \$ 830 millones líquidos para iniciar el canje de la moneda ecuatoriana en circulación con dólares de los Estados Unidos, el cual se previó cumplir hasta el 9 de septiembre del mismo año. En efecto, la reserva que había caído a esos niveles a inicios del año 2000 (incluía \$550 millones como respaldo de los sucres en circulación a la fecha) cerró en cerca de \$1.100 millones al finalizar el año, básicamente gracias al imprevisto y favorable precio del petróleo en el mercado mundial.

Mientras tanto, la enorme incertidumbre del mercado y la propia devaluación ocurrida hasta entonces, ocasionó que enero registre 14.3% de inflación, la más alta tasa en décadas. No obstante, aún cuando el proceso no estuvo, ni está, exento de complejidad (desagio, transformación de cuentas contables, cultura, etc.), la responsabilidad monetaria que se va alcanzando es quizá el mayor logro de la medida, que se sostiene a pesar de la crisis política y social del país.

Así, la inflación del año 2000, si bien registró los más altos niveles históricos, en cambio evidenció los 4 últimos meses una clara tendencia a la baja.

En procura de cumplir con los condicionamientos interpuestos por el FMI, a partir del 1ero de enero del 2000 el IVA se incrementó del 10% al 12%, mientras que el ICC se redujo del 1% al 0.8%. Al finalizar el año 2000 se dio un nuevo incremento en el precio de los combustibles, incluido el gas de uso doméstico e industrial. Estas medidas junto con el precio del petróleo y el rendimiento tributario general del año permitieron alcanzar un cierto equilibrio fiscal.

El 19 de abril, a los 9 meses de negociaciones y luego de que el país había ido cumpliendo varias etapas y metas establecidas por el FMI, se logró la suscripción de la Carta de Intención con dicho organismo.

El acuerdo contribuyó a lograr la renegociación de la deuda externa, que se llevó a cabo durante el segundo semestre del año 2000 con los tenedores de Bonos Brady, quienes los canjearon por Bonos Global a 12 y 30 años plazo.

Aún cuando las exportaciones no petroleras decrecieron en el año 2000, la balanza comercial fue positiva en alrededor del 14% por efecto de las ventas de petróleo, favorecidas por el precio promedio de \$ 25.8 el barril. El sector exportador vio decrecer el tipo de cambio efectivo real de 206.56 en enero del 2000 a 122.0 en diciembre del mismo año, y decreciendo a 100 en el último trimestre del 2001. Esta particularidad del proceso de dolarización hizo evidente la necesidad de trabajar a ritmo acelerado en la Agenda Nacional de Competitividad liderada por el Ministerio de Comercio Exterior, Industrialización y Pesca.

El sector financiero a fines del año 2002 tomó la decisión de fusionar los más grandes bancos del país, ahora en poder de la AGD, sin embargo la tarea de estabilización del sistema financiero aún es crítica por la propia estructura

financiera de las entidades, el deterioro de su calidad de cartera, la débil reactivación del sector productivo, los topes a las tasas de interés y el cierre de líneas de crédito del exterior. Su consolidación debe llegar por la vía de estrictas normas y controles, reestructuración y recuperación de cartera, libre competencia y apoyo para su capitalización.

Los pasos dados por el país en materia económica durante el año 2000 generan expectativas en el entorno internacional y resultan histórico en medio de una de las mayores crisis del Ecuador que abarca el ámbito social, político y económico. La crisis no ha sido ajena a la Corporación Financiera Nacional, entidad que vio afectada su liquidez, estructura financiera y calidad de cartera, básicamente por efecto de la aplicación del Decreto Presidencial 1492 que obligó a recibir títulos (CDR) como pago por créditos concedidos.

No obstante, la CFN y el país han ido tomando decisiones importantes con el fin de alcanzar consensos mínimos alrededor de las reformas estructurales necesarias, la consolidación del sistema financiero y la reactivación del sector productivo.

La situación actual plantea ligeros crecimientos en indicadores económicos. Tal es el caso de las reservas del banco central, que han subido modestamente hasta encontrarse en mayo del 2002 en \$ 1134.3 millones, con lo que respecta al sector público, y en el sector privado, también se aprecia un aumento en la colocación de créditos por parte del sistema financiero hasta ubicarse en la actualidad en \$ 5.852.7 millones, gran parte de los cuales son créditos nuevos de carteras recientes.

Las tasas de interés han ido bajando paulatinamente, con expectativas de ubicarlas a niveles internacionales, así es como:

FECHA	TASA ACTIVA	TASA PASIVA
Dic-00	14.52%	7.70%
Dic-01	15.10%	5.05%
May-02	13.67%	4.72%
Ago-02	13.54%	4.99%

Por otro lado, factores internos como nuevos incrementos en los precios de los combustibles afectan la situación interna del país y siguen creando inflación, aunque cada vez es menor. En este sentido, el gobierno se ha pronunciado anticipándose a una inflación para el 2002 de no más de una cifra en términos porcentuales, dato que difícilmente se logrará, ya que solamente en el mes de Julio del 2002, la inflación acumulada alcanzó el 6.5%.

Existe un crecimiento marcadamente sostenido de las importaciones, afectando la balanza comercial, y llegando a casi 5.500 millones en el 2002, frente a los 4500 millones de exportación que el gobierno prevee para este año. Sin embargo, la buena cotización del barril, ubicándose a \$ 23.42 a mayo de este año permite mantener ciertas expectativas con respecto al nivel de exportaciones. Estas y otras condiciones han hecho decrecer los tipos de cambio efectivo real, afectando directamente a los exportadores, de 100 al finalizar el 2001 a 92.9 a junio de este año, haciendo más difícil recuperar la brecha entre importaciones y exportaciones y con el consiguiente deterioro de la gestión de exportación.

Otros indicadores, sin embargo han dado resultados ligeramente positivos, como una recuperación en el índice de salario real, el PIB que ha regresado a niveles de comienzos del 2000 y el índice de precios, que se ha reducido considerablemente.

Todo esto hace que se vea una tendencia a la estabilización en el ámbito económico, a pesar de que será necesario fomentar las exportaciones mediante líneas de crédito razonables y facilidades tributarias.

FUENTES DE INFORMACION PARA EL RESUMEN:

WWW.CFN.FIN.EC

MANUAL DE INFORMACION ESTADISTICA MENSUAL DEL BANCO CENTRAL No. 1804, JUNIO DEL 2002.

3.2.1.2 SITUACION ACTUAL, PERSPECTIVAS DEL MARCO POLITICO, LEGAL E INSTITUCIONAL DEL PAIS

La situación actual del Ecuador presenta una cierta tendencia a la estabilidad, dentro de situaciones de corrupción política ya habituales que no permiten mejorar la imagen del país en el exterior y por lo tanto dificultan la captación de capitales provenientes de inversionistas de otros países.

Se avecina además un nuevo proceso electoral, que según las encuestas no presenta muchas expectativas debido a la mala imagen de los candidatos, muchos de ellos ya presentes en anteriores procesos electorales e incluso activos en la política del país.

Como siempre, los procesos electorales, y en especial en el Ecuador, debido a su irregularidad democrática, provocan un aumento del riesgo al considerar cualquier inversión dentro de nuestro territorio.

En el caso particular de las elecciones actuales, existen 12 posibles binomios, de los cuales, a una semana de cerrar las inscripciones en el tribunal supremo electoral, se ha inscrito solamente uno, conformado por el ex presidente Oswaldo Hurtado y Gloria Gallardo. Este binomio y otros como el de Xavier Neira, Jacobo Bucarám, León Roldos, confirman que el proceso electoral actual está plagado de políticos conocidos que recuerdan al país los traumas causados por su gestión y producen un desgano a la hora de ejercer la democracia.

En cuanto al marco jurídico, no se ven cambios trascendentales, y no se prevee, al momento de la realización de este trabajo, de ninguna reforma sustancial que pueda alterar el proceso de valoración de la empresa.

3.2.1.3 EVOLUCION, SITUACION ACTUAL, Y PERSPECTIVAS DEL SECTOR O RAMA DE ACTIVIDAD EN EL QUE ACTUA LA EMPRESA

En términos generales, la contribución financiera de la industria florícola se mide por su contribución en el total de exportaciones. A pesar de que las flores han sido cultivadas desde tiempos inmemorables para el mercado doméstico, son ahora clasificadas como un producto de exportación no tradicional, a diferencia de otros productos como el petróleo, el banano, el cacao, el café, los camarones y otros que han sido muy importantes antes de la década de los 80.

La información existente muestra un aumento de la exportación de flores, y un ritmo menos acelerado desde 1991 al 2001. El impacto financiero afecta directa e indirectamente al empleo e ingresos de la clase rural en el Ecuador.

Tabla 1. Exportaciones por grupos de productos, 1991-2001

Año	Total export.	Export. Agricultura	Export Agricultura No tradicionales	Export. Flores	Crecimiento	Exp. De Flores Vs. Exp. Total.	Exp. de flores y productos no trad.
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F=D/A)	(G=C/D)
1991	2 200 327	649 816	16 437	1 706		0.08	10.38
1992	1 927 694	566 448	24 465	3 566	109.03	0.18	14.58
1993	2 204 598	547 025	19 231	2 341	-34.35	0.11	12.17
1994	2 353 900	528 278	31 186	9 225	294.06	0.39	29.58
1995	2 724 133	676 697	29 991	13 598	47.40	0.50	45.34
1996	2 851 013	893 877	39 823	21 552	58.49	0.76	54.12
1997	3 101 527	785 746	43 067	24 221	12.38	0.78	56.24
1998	3 065 615	765 142	60 671	39 610	63.54	1.29	65.29
1999	3 824 683	1 250 240	109 677	54 154	36.72	1.42	49.38
2000	4 411 224	1 241 652	129 291	79 420	46.66	1.80	61.43
2001	4 859 774	1 328 544	138 690	99 083	24.76	2.04	71.44

Fuente: Estadísticas Mensuales; Banco Central del Ecuador; EXPOFLORES y CFN.

Preparado por: Corporación Financiera Nacional, División de Planeamiento Estratégico.

Mientras la relativa contribución de flores al total de exportaciones es baja, debería reconocerse que dentro de los productos de exportación no tradicionales, representa el 71.4%, además, es el producto de exportación de más rápido crecimiento y de mayor potencial de los últimos años.

Según la información proporcionada por EXPOFLORES, entre 1990 y 2000, el número de productores subió de 13 a 179 y el área total cultivada subió de 286 hectáreas a 1549 hectáreas en el 2000. Geográficamente, las provincias de Cotopaxi, Pichincha e Imbabura contienen a más del 80% de los productores de flores, ya que cuentan con buenos caminos, buen clima, proximidad con los aeropuertos y sobre todo proximidad con Colombia, de donde viene gran parte del capital invertido. En los últimos años se ha expandido la actividad en el sur del país, pero dado su clima se cultivan flores tropicales, las cuales no cuentan con un mercado tan interesante.

Tabla 2. Número de productores, 1993- 2000

Año	Número
1993	39
1994	50
1995	64
1996	76
1997	89
1998	123
1999	177
2000	179

Fuente: EXPOFLORES, 2000.

Tabla 3. Número de productores por provincia

Provincia	Número de productores	Area cultivada en hectáreas
Azuay	11	93.8
Cañar	3	9.2
Chimborazo	2	8.0
Cotopaxi	28	180.2
Guayas	4	39.0
Imbabura	11	68.8
Pichincha	130	1 150.9
Total	189	1 549.9

Fuente: EXPOFLORES, 2000.

Desde sus inicios, la industria floricultora ecuatoriana se distinguió por separar la producción de la comercialización, lo cual contribuyó al dinamismo del sector. Mientras el número de productores ha ido en aumento, el número de empresas comercializadoras también, de tal forma que el empleo proporcionado por estas empresas es considerado como empleo directo del sector florícola. Estas compañías comercializadoras son total o parcialmente extranjeras, y poseen un conocimiento muy grande del mercado de rosas a nivel mundial.

En el 2001, existían 20 compañías, las cuales eran:

- American Flowers
- Arco Valeno
- Biocare Limited
- Color from the World
- Comendisa
- Comercializadora Agrícola Caribe
- Comprinz
- Ecoflowers
- Ecuafior
- Ecuplanet Trading

- Ecuaplanta
- Florimex Verwal Tung GmbH
- Incaflor
- Maxifarms Ecuador
- Milflowers
- Nevado Naranjo Ecuador
- Noeliaflowers
- Panorama Roses
- Quito Inor Flowers
- Trevis US Flora Corp.

Muchas de estas empresas han iniciado sus propios programas de comercialización, y de esta forma evitar la intermediación, la cual se queda con un gran porcentaje del valor pagado por el consumidor final. Como referencia, en el año 2000, los precios eran:

Valor FOB: \$0.25

Precio del importador: \$1.10

Precio de Venta: %1.55

Como se puede observar, además de los precios de envío y manejo, el intermediario se quedaba con gran parte de las utilidades, lo que hacía que la utilidad para los productores sea reducida. Esto se debía también a que los productores preferían tener compradores fijos, y no compradores esporádicos que les dieran un mejor precio.

Existen también compañías dedicadas a cultivar, investigar nuevas variedades y vender plantas. En el 2001, estas eran:

- D.R. Latin Rose Varieties
- Germypant Gypsophilia, Limonium

- Plantador Rose Bushes
- Rosaplan Sissemination And Sale Of Rose Bushes
- Select Plant Sale Of Plants

En estas empresas se están creando nuevas variedades de rosas, las cuales se sumarán a las ya 250 variedades que el Ecuador produce para el mercado nacional e internacional. Casi dos tercios de la producción de las flores del país está conformado por rosas; el resto son variedades tropicales y en total alrededor de mil millones de flores son producidas anualmente, aunque todavía no hemos llegado al elevado número de flores producidas por Colombia, que es el mayor productor mundial.

La atención que se presta al desarrollo de nuevas variedades de rosas es muy importante. Por ejemplo la empresa Plantador tiene uno de los laboratorios florícolas más grandes de América Latina, en el cual se pone mucha atención al color, tamaño y resistencia de las nuevas variedades que se producen.

Los principales mercados para las flores ecuatorianas son: Estados Unidos, Rusia, Alemania, Italia, Suiza, Argentina y Brasil, y para que las flores lleguen a estos destinos se procede de tres formas:

- Venta directa a importadores
- Ventas por contrato
- Ventas por medio de distribuidores locales

La información presentada en el siguiente cuadro muestra como las flores ecuatorianas han ganado mercado en estos países, especialmente en Estados Unidos y Europa, y aún de manera más importante en el mercado de Rusia. A pesar de que estas son estadísticas de promedios anuales, existen picos en las ventas, como por ejemplo San Valentín, el día de la madre, Navidad, y en Estados Unidos el día de acción de gracias.

Tabla 5. Mercados de exportación en el año 2000

País	Toneladas	Miles de FOB (US\$)
Canadá	358.30	1 023.12
Estados Unidos	14 756.33	42 276.08
Europa	3 253.09	10 084.76
América del Sur	263.13	1 499.50
Rusia	6 741.45	7 994.91
Otros	620.61	1 499.72
Total	26 292.77	64 376.97

Fuente: Banco Central del Ecuador

El gran cuello de botella de los exportadores de flores en el Ecuador es el transporte aéreo, el funcionamiento eficiente de esa industria requiere que las frecuencias y el espacio de carga tengan la suficiente capacidad para satisfacer su demanda. Las tarifas de transporte son altas, y representan del 30% al 35% del costo de producción, especialmente cuando el destino de los envíos es Estados Unidos, el principal comprador. Un estudio de la Corporación Financiera Nacional muestra que Colombia y Perú mantienen tarifas de transportación inferiores al 30%, constituyéndose este porcentaje como una ventaja comparativa sobre Ecuador. La falta de acuerdos internacionales restringe el tráfico y aterrizaje de nuestros aviones en algunos aeropuertos internacionales.

La Dirección de Aviación Civil (DAC), entidad del gobierno que dirige el tráfico aéreo, es ineficiente al lidiar con los requerimientos de la industria florícola, y no pueden cumplir con el número necesario de frecuencias especialmente a Europa y Asia.

La reubicación temporal del aeropuerto de Quito en noviembre de 1997 a la ciudad de Latacunga causó mucha preocupación por parte de los exportadores de flores del norte del país (Imbabura y Pichincha), ya que existe cierta infraestructura

especial en el aeropuerto de Quito capaz de acomodar 50.000 cajas en condiciones de frío, para su mejor conservación. Esta infraestructura no existe en el aeropuerto de Latacunga, en el cual solo era posible acomodar 5.000 cajas en condiciones precarias. Las pérdidas sufridas por parte de los floricultores se le atribuyeron a la mala organización de la Dirección de Aviación Civil, organismo que no previó todos los problemas que causaría la reubicación temporal del aeropuerto.

Hasta 1999 vinieron dándose problemas con el transporte para los floricultores, sin que la DAC intervenga. Por ejemplo, en el siguiente artículo de El Telégrafo del mes de Enero de 1999, se denuncia un aumento del valor del flete que tenía que ser corregido por este organismo, sin que así fuera:

“De un modo ilegal y oligopólico las aerolíneas de carga incrementaron desde el 24 de enero las tarifas en la ruta Ecuador - Miami entre US\$ 1,20/Kg y US\$ 1,35/Kg, así lo denunció La Asociación de Productores y Exportadores del Ecuador (EXPOFLORES).

Para Alberto Ledesma González, director ejecutivo de EXPOFLORES, ésta decisión es arbitraria y sólo responde a la coyuntura de que por esta temporada del año se incrementa la venta de flores por San Valentín.

La estabilidad de muchas empresas depende de las ventas que logren realizar durante ésta temporada. Así, el aumento de los fletes se los puede considerar como un chantaje en contra de los floricultores.

Este directivo sugirió que la D.A.C debe investigar este hecho para impedir un grave perjuicio a los exportadores de flores ecuatorianos, como también de otros productos perecibles.

Además indicó que la D.A.C tiene realizado un estudio en el cual se determina que la banda de tarifas ecuatorianas da lugar a preferencias sobre las que han venido aplicándose desde Colombia, por parte de la mayoría de las aerolíneas cargueras.”

Desde hace algunos años, el gobierno ha comenzado a valorar esta industria, ya cuando ha llegado a su estado de madurez y cuando las oportunidades de que continúe creciendo se ven contenidas por el desarrollo agresivo que han tenido otros países y por la eventual pero cercana saturación de los mercados. De esta forma, apenas el 10 de enero del 2002, la Cancillería firma un acuerdo con EXPOFLORES. El acuerdo fue suscrito por el Presidente de EXPOFLORES, Hernán Chiriboga Cordovéz y el Ministro de Relaciones Exteriores, Heinz Moeller.

Comunicado de Cancillería:

“A través de la suscripción de este acuerdo ambas instituciones buscan formalizar y sistematizar una trayectoria de apoyo y trabajo coordinado desde hace varios años. La Cancillería ha contado con la generosa colaboración de EXPOFLORES, que siempre se ha hecho presente con la donación de hermosas flores ecuatorianas para engalanar los diferentes eventos comerciales, culturales y oficiales organizados por el Ministerio de Relaciones Exteriores, dentro y fuera del país.

La Cancillería, por su parte, ha sabido reciprocitar esta colaboración promocionando adecuadamente las flores enviadas por los floricultores ecuatorianos a través de EXPOFLORES. La Cancillería viene prestando además, su apoyo en todas las actividades requeridas por la institución en el exterior, tales como la participación en ferias, eventos y congresos; la comercialización de flores en el exterior; el tratamiento de asuntos legales, así como la entrega de información relevante para la gestión de la institución.

Con este convenio el Ministerio de Relaciones Exteriores se compromete a realizar a futuro reuniones periódicas de coordinación, en donde se establecerán políticas y programas que ambas instituciones desarrollarán de manera conjunta.”

De esta forma se puede apreciar que el panorama para la industria florícola ecuatoriana es más claro, y presenta mayores ventajas para los actuales

productores. Sin embargo, la posibilidad de entrar a este negocio se ve dificultada por la eventual saturación de los mercados internacionales, y no solo eso, ya que la situación dentro del país también se ha complicado en los dos últimos años, debido a un aumento en los costos de producción.

Este aumento se debe al proceso de dolarización, el cual ha obligado a aumentar la remuneración a los trabajadores, y a pagar un precio mayor por los insumos.

En 1992, todo el proceso de producir una rosa costaba alrededor de 10 centavos de dólar, costo que se mantuvo constante hasta 1998. Desde ese año hasta ahora, el costo de producir la misma rosa ha ido incrementando, hasta ubicarse ahora en casi 20 centavos de dólar.

Este aumento del costo en los últimos años ha causado también que la inversión colombiana, pionera en la actividad florícola en el Ecuador, reubique sus capitales en países donde los costos de producción sean menores, y que por lo tanto, la competencia crezca considerablemente para nuestro país con claras ventajas competitivas.

Con la también prevista saturación de los mercados mundiales de flores, las expectativas no son muy grandes, ya que se prevee que en pocos años la industria florícola llegue a un estado de madurez, en el cual la oferta se mantendrá pero los precios comenzarán a bajar paulatinamente.

Inclusive EXPOFLORES, organismo agrupador de los productores nacionales, dedicado a promover y fortalecer el prestigio del sector floricultor ecuatoriano en el ámbito nacional e internacional a través del desarrollo humano, ecológico, comercial, logístico y tecnológico, prevee una estabilización del mercado en el corto plazo y un leve decrecimiento de los precios en el mediano y largo plazo, evidenciando la madurez de esta industria.

3.2.2 DIAGNOSTICO FINANCIERO Y OPERATIVO HISTORICO DE LA EMPRESA

Para iniciar la valoración dinámica de la empresa, es necesario dar una idea clara de la situación de la empresa a la fecha, o a la fecha del último balance disponible, para así poder definir si sus condiciones de funcionamiento permitirán una evolución en el futuro; y por lo tanto una proyección de flujos de caja convenientes.

3.2.2.1 PRESENTACION DE INFORMACION FINANCIERA CORRESPONDIENTES A LOS AÑOS 1999 / 2000 / 2001.

La información financiera presentada busca dar una idea del desarrollo de la empresa en sus tres años de gestión productiva. Se puede apreciar en ellos el impacto de la economía, en especial en el año 2000, y el desarrollo que tuvo una vez estabilizada la situación económica del país. El crecimiento se debe también al aumento de la producción, descrito en planteamiento del caso práctico, y es necesario considerar que la empresa prevee futuras ampliaciones, descritas también con anterioridad.

3.2.2.2 BALANCES GENERALES

BALANCE GENERAL 1999

ACTIVO CORRIENTE		PASIVO CORRIENTE	239,369.94
CAJA Y BANCOS	9,580.23	OBLIG. BANCARIAS	36,892.23
CTAS POR COBRAR CLIENTES	98,763.14	DEUDA LARGO PLAZO	125,936.47
CTAS POR COBRAR EMPLEDOS	16,326.32	OBLIG. FISCALES	28,627.99
INVENTARIOS	23,256.85	DEUDA PROVEED.	39,356.25
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	147,926.54	OTROS PASIVOS	8,557.00
ACTIVO FIJO			
TERRENOS	116,480.47		
EDIFICIOS	13,218.59	PATRIMONIO	
MAQ. Y EQUIP.	51,472.46	CAPITAL SOC. PAG.	37,588.00
MUEBLES Y ENSERES	8,645.25	RES. LEGAL	5,595.85
REPUESTOS	5,895.22	RESER. FACULT.	10,229.36
VEHICULOS	31,569.36	UTILIDAD AÑO 1999	85,883.98
DEPRECIACIÓN ACUM.	3,459.24		
TOTAL AC. FIJO NETO	230,740.59	TOTAL PATRIMONIO	139,297.19
TOTAL ACTIVO	378,667.13	TOTAL PASIVO Y PATRIM.	378,667.13

BALANCE GENERAL 2000

ACTIVO CORRIENTE		PASIVO CORRIENTE	195,624.77
CAJA Y BANCOS	15,463.10	OBLIG. BANCARIAS	21,398.20
CTAS POR COBRAR CLIENTES	82,260.02	DEUDA LARGO PLAZO	114,356.28
CTAS POR COBRAR EMPLEDS.	9,255.25	OBLIG. FISCALES	31,155.29
INVENTARIOS	21,940.12	DEUDA PROVEED.	24,258.23
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	128,918.49	OTROS PASIVOS	4,456.77
ACTIVO FIJO			
TERRENOS	116,480.47		
EDIFICIOS	14,218.59	PATRIMONIO	
MAQ. Y EQUIP.	41,177.97	CAPITAL SOC. PAG.	37,588.00
MUEBLES Y ENS.	6,916.20	RES. LEGAL	6,983.49
REPUESTOS	4,716.18	RESER. FACULT.	13,542.13
VEHÍCULOS	30,625.28	UTILIDAD AÑO 2000	93,465.87
DEPRECIACIÓN ACUM.	4,151.09		
TOTAL AC. FIJO NETO	218,285.77	TOTAL PATRIMONIO	151,579.49
TOTAL ACTIVO	347,204.26	TOTAL PASIVO Y PATRIM.	347,204.26

BALANCE GENERAL 2001

ACTIVO CORRIENTE		PASIVO CORRIENTE	208,888.00
CAJA Y BANCOS	62,236.21	OBLIG. BANCARIAS	25,987.23
CTAS POR COBRAR CLIENTES	72,698.87	DEUDA LARGO PLAZO	98,567.12
CTAS POR COBRAR EMPLEDS.	14,168.89	OBLIG. FISCALES	38,762.51
INVENTARIOS	16,022.00	DEUDA PROVEED.	35,585.60
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	165,125.97	OTROS PASIVOS	9,985.54
ACTIVO FIJO			
TERRENOS	116,480.47		
EDIFICIOS	26,606.01	PATRIMONIO	
MAQ. Y EQUIP.	35,902.03	CAPITAL SOC. PAG.	37,588.00
MUEBLES Y ENS.	6,224.58	RES. LEGAL	7,985.87
REPUESTOS	4,244.56	RESER. FACULT.	15,963.17
VEHÍCULOS	27,562.75	UTILIDAD AÑO 2001	116,287.53
DEPRECIACIÓN ACUM.	4,566.20		
TOTAL AC. FIJO NETO	221,586.60	TOTAL PATRIMONIO	177,824.57
TOTAL ACTIVO	386,712.57	TOTAL PASIVO Y PATRIM.	386,712.57

3.2.2.3 INFORMACIÓN HISTÓRICA

EMPRESA "FLORAR"
INFORMACION FINANCIERA HISTORICA
al 31 de diciembre de cada año

CONCEPTO	1999	2000	2001	PROMEDIO
Pasivo a corto plazo	65.520,22	52.553,49	64.749,74	60.941,15
Pasivo a largo plazo	173.849,72	143.071,28	144.138,26	153.686,42
Patrimonio (P)	139.297,19	151.579,49	177.824,57	156.233,75
Total del Pasivo y Patrimonio	378.667,13	347.204,26	386.712,57	370.861,32
Capital Social	37.588,00	37.588,00	37.588,00	37.588,00
Valor Nominal por acción	1,88	1,88	1,88	1,88
Acciones en cir. (N)	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00
Utilidad del ejercicio (Bo)	85.883,98	93.465,87	116.287,53	98.545,79
Dividendos en efectivo	42.941,99	49.536,91	69.772,52	54.083,81
Utilidades retenidas	42.941,99	43.928,96	46.515,01	44.461,99
Inversión permanente (Io)	313.146,91	294.650,77	321.962,83	309.920,17
Grado de endeudamiento (D)	55,52%	48,56%	44,77%	49,61%
Coefficiente de retención (b)	50,00%	47,00%	40,00%	45,67%
Tasa de crecimiento (g)	30,83%	28,98%	26,16%	28,66%

% de dividendos en efectivo	50%	53%	60%
-----------------------------	-----	-----	-----

3.2.2.4 ESTADOS DE PERDIDAS Y GANANCIAS

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS AL 31 DE DICIEMBRE DE CADA AÑO

CONCEPTO / AÑO	1999	2000	2001
INGRESO POR VENTAS	397,600.49	659,688.08	773,425.14
COSTO DE VENTAS (SIN DEP.)	119,280.15	197,906.43	232,027.54
DEPRECIACIONES	34,485.72	37,934.29	221,586.60
UTILIDAD BRUTA	243,834.62	423,847.37	319,811.00
GTOS DE VENTAS Y ADM.	103,949.74	274,238.49	133,760.97
AMORTIZACIÓN DE ACTIVOS DIF.	0.00	0.00	0.00
UTILIDAD EN OPERACIÓN	139,884.88	149,608.88	186,050.02
INTERESES (GTOS. FIN.)	5,164.91	2,995.75	3,638.21
UTILIDAD ANTES DE P. LAB.	134,719.97	146,613.13	182,411.81
PARTICIPACIÓN LAB. (15%)	20,208.00	21,991.97	27,361.77
UTILIDAD ANTES DE IMP. RENT.	114,511.97	124,621.16	155,050.04
IMP. RENT. (25%)	28,627.99	31,155.29	38,762.51
UTILIDAD NETA DEL E.	85,883.98	93,465.87	116,287.53

3.2.2.5 ESTUDIO DE LA RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO Y DEL ACTIVO TOTAL

La rentabilidad del patrimonio y del activo total pueden calcularse fácilmente mediante razones financieras, las cuales se obtienen por medio de las expresiones básicas:

Rentabilidad del patrimonio = Utilidad Neta / Patrimonio

Rentabilidad del Activo Total = Utilidad Neta / Activo Total

Para efectos de cálculo se tomará en cuenta los datos presentados en el balance general del año 2001, en el que la empresa se considera en pleno funcionamiento

y los factores del entorno que podrían afectar su funcionamiento de cierta forma se han estabilizado.

Rentabilidad del Patrimonio = **116,287.53 / 177,824.57**

Rentabilidad del Patrimonio = **65.39 %**

Este resultado nos indica que la rentabilidad del ejercicio 2001 representa el 65.39% del patrimonio, lo que representa un gran logro en términos de resultados

En cuanto a su activo total calculamos:

Rentabilidad del Activo Total = **116,287.53 / 386,712.57**

Rentabilidad del Activo Total = **30.007 %**

La rentabilidad sobre el activo total representa una ganancia muy superior a la del valor muerto del activo utilizado en otra inversión en el lapso de un año, por lo tanto podemos afirmar que de acuerdo a estos dos índices la empresa se encuentra en muy buen estado.

3.2.2.6 EVOLUCION DE LAS UTILIDADES Y BENEFICIO POR ACCION

Una de las formas de apreciar un beneficio en las utilidades es en términos porcentuales utilizando un año X como base. En este caso utilizaremos el primer año de funcionamiento de la empresa, que es el de 1999.

Utilidad año 1999 = **85,883.98**

Utilidad año 2000= **93,465.87**

Utilidad año 2001= **116,287.53**

Evolución porcentual año 2000 con respecto a 1999: **8.82 %**

Evolución porcentual año 2001 con respecto al 1999: **35.4 %**

La respuesta nos indica un regular aumento en las utilidades, con un importante crecimiento para el año 2001, en el que se aprovecharon ciertas ventajas comparativas de producción y la estabilización del proceso de dolarización.

3.2.3 IDENTIFICACION DE FORTALEZAS Y DEBILIDADES PARA GENERAR VALOR

El Ecuador ha alcanzado una ventaja competitiva nacional en la producción de flores, en virtud de la interacción de cuatro atributos genéricos conocidos como determinantes que conforman el entorno en el que compiten las empresas del sector y que fomentan o entorpecen la creación de una ventaja competitiva. A continuación se analizan dichos determinantes.

FACTORES TENDENCIAS	PRODUCCION	DEMANDA	SECTORES DE APOYO	ESTRATEGIA Y RIVALIDAD
FAVORABLES	PERSONAL CON EXPERIENCIA	CAPACIDAD DE AUMENTAR DEMANDA	SECTOR DE PAPEL DESARROLLADO	FLORES DE ALTA CALIDAD
	DISPONIBILIDAD DE PERSONAL	DEMANDA INT. CRECIENTE	ACCESO A CAPITAL NACIONAL	EFICIENTE UTILIZACION DE RECURSOS
	MENOR COSTO DE MANO DE OBRA	LEJANA SATURACION DE MERCADOS		BAJA INVERSION
	BUENAS CONDICIONES DE CLIMA			BUEN SERVICIO AL CLIENTE
	DISPONIBILIDAD DE TERRENOS			INTENSA SUPERVISION
	BUENA RED VIAL			BUEN CONTROL DE COSTOS
	CERCANIA A EEUU			PENETRACION EN NUEVOS MERCADOS
	CONOCIMIENTO TECNICO			PERSONAL MOTIVADO
	ACCESO A CAPITAL			COMPETENCIA ENTRE EMPRESAS
DESFAVORABLES	ALTA ROTACION DE M. O.	POCA DEMANDA NACIONAL.	ELEVADA IMPORTACION DE INSUMOS	POCA COOPERACION ENTRE EMPRESAS
	ALTO COSTO DE M.O. EXTRANJERA	PRECIOS BAJOS EN MERCADO LOCAL	ESCASEZ DE INSUMOS	SOLO EMPRESAS GRANDES INVESTIGAN
	ALTO COSTO DEL CAPITAL		MALA CALIDAD DE SECTOR PLASTICO	
	ESCASA CAPACITACION EN EL PAIS		0 PRODUCCION DE EQUIPO	
	FALTA DE INVERSION PUBLICA		ALTO COSTO DE CAPITAL	
	POCA INFRAESTRUCTURA AEROP.			
	DEFICIENTES TELECOMUNICACIONES			
	RACIONAMIENTOS DE ENERGIA			
	ALTOS COSTOS DE TRANSPORTE			
	No. LIMITADO DE FRECUENCIAS			

3.2.4 ESTRUCTURA DEL DESEMPEÑO OPERATIVO FUTURO

EMPRESA "FLORAR" PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS

CONCEPTO	2002	2003	2004	2005	2006
Utilidad operativa	239,363.42	307,953.98	396,199.45	509,732.01	655,797.80
Depreciaciones y amortizaciones	5,874.66	5,874.66	5,874.66	5,874.66	5,874.66
Participación laboral (15%)	35,904.51	46,193.10	59,429.92	76,459.80	98,369.67
Impuesto a la Renta (25%)	59,840.85	78,288.36	100,976.95	127,390.31	163,894.53
Inversiones de reposición	59,844.08	76,992.64	99,055.20	127,439.87	163,958.28
Suplementos de capital de trb.	5,966.41	7,676.10	9,875.72	12,705.65	16,346.51
FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS	83,682.22	104,678.44	132,736.31	171,611.04	219,103.47

EMPRESA "FLORAR" CALCULO DEL VALOR ACTUAL NETO DEL PASIVO A LARGO PLAZO

CONCEPTO	2002	2003	2004	2005	2006
Pagos de Capital	28,827.65	28,827.65	28,827.65	28,827.65	28,827.65
Pagos de Interés al 14%	20,179.36	16,143.49	12,107.61	8,071.74	4,035.87
Dividendo (Cap.+ Int.)	49,007.01	44,971.14	40,935.27	36,899.39	32,863.52
Factor de descuento al 18%	0.84746	0.71818	0.60863	0.51579	0.43711
Valor actual de los div.	41,531.36	32,297.57	24,914.47	19,032.30	14,364.95
Valor actual de deuda a L.P.	132,140.65				

- Se considera que las inversiones de reposición son las utilidades retenidas multiplicadas por el porcentaje de la tasa "g" promedio de crecimiento.

- Los suplementos de capital de trabajo en el año 2001 fueron de 4560.51 dólares.
- A partir del año 2005 y a perpetuidad, los flujos de caja podrán crecer a una tasa "g" similar a la que la empresa promedió en el período 1999-2001.
- El pasivo a largo plazo vigente al 31 de diciembre del 2002 se contrató con los proveedores a una tasa de interés del 14% anual, en tanto que la tasa de interés del mercado se ubicó en el 18%. El capital se pagará en 5 cuotas iguales, anuales y vencidas.

3.2.5 CALCULO DE LA TASA DE DESCUENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS (K_e)

EMPRESA "FLORAR" CALCULO DEL COSTO DE LOS RECURSOS PROPIOS

CONCEPTO	%
Costo de los recursos propio sin riesgo	5.63%
Prima por riesgo asignada por los inversionistas	7.00%
Costo total de los recursos propios con riesgo	12.63%

El sistema financiero nacional remunera a las inversiones financieras contractuales (realizadas en instituciones financieras solventes) con una tasa

* El costo de los recursos propios sin riesgo fue tomado del manual de información estadística mensual del Banco Central del Ecuador No. 1804 de junio 30 del 2002.

anual promedio de 5.63%. En consecuencia, se considera que representa el costo de oportunidad del capital propio sin riesgo. Dada la situación económica en la que opera la empresa, se asume que el nivel de tasa de rendimiento señalada es adecuado para las proyecciones a largo plazo.

De acuerdo a las condiciones de la empresa y su entorno económico, se considera que la prima anual de riesgo es adicional al costo básico sin riesgo de los recursos propios, en cuyo caso se compensaría adecuadamente el riesgo previsto.

3.2.6 CALCULO DEL VALOR HORIZONTE

EMPRESA "FLORAR"

CALCULO DEL FLUJO DE CAJA OPERATIVO NOMINAL A PERPETUIDAD

CONCEPTO	2002	2003	2004	2005	2006
Flujo de caja operativo nominal	83,682.22	104,678.44	132,736.31	171,611.04	219,103.47
V.R. De los FNC 2005 a perpet.					1,367,225.57
Flujo de caja nominal total	83,682.22	104,678.44	132,736.31	171,611.04	1,586,329.04
Factor de descuento :Ke=.....%	0.88786	0.78830	0.69990	0.62142	0.55173
Flujo de caja descontado	74,298.34	82,518.07	92,902.52	106,642.15	875,231.33
Suma de los FNC descontados	1,231,592.41				

De acuerdo a la revisión efectuada a los activos fijos de la empresa se ha determinado que posee bienes que no son indispensables para su operación normal, es decir, que podrían ser vendidos sin perjudicar el proceso productivo. Según el avalúo técnico practicado, estos bienes y sus valores son los siguientes:

Fumigadora Automática	8954.2
Selladora de plástico	6242.6
Tuberías de Irrigación	10185.43
Total	25382.23

EMPRESA "FLORAR"

CALCULO DEL VALOR HORIZONTE DE LA EMPRESA

CONCEPTO	VALOR
1. Valor de la empresa sin deuda (Vsd)	1,231,592.41
2. Valor actual del escudo fiscal (t*PE)	75,721.90
3. Valor Global de la Empresa (VE) (1+2)	1,307,314.31
4. Activos fuera de explotación (AFE)	25,382.23
5. Valor del pasivo a corto plazo (PEC)	64,749.74
6. Valor actual del pasivo a largo plazo (PEL)	132,140.65
7. Pasivos ocultos o no registrados (PO)	0.00
8. Valor de rendimiento del Patrimonio (P) (3+4-5-6-7)	1,135,806.15
9. Número de acciones en circulación (N)	20,000.00
10. Valor técnico de cada acción (Va) en \$ (8 / 9)	56.79
11. Valor en libros por acción en \$	8.89
12. Premio por acción en \$ (10-11)	47.90
13. Premio por acción en %	538.72

- Debido a políticas adoptadas por la empresa en aspectos laborales y demás, se ha determinado que no existen activos ocultos que registrar.

3.2.7 INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LA VALORACION

La empresa de producción de flores "FLORAR" presenta después de un proceso de valoración dinámica los siguientes datos relevantes:

Valor de la Empresa Sin Deuda:

U.S.D. 1,231,592.41

Este valor es el de la empresa sin tomar en cuenta el escudo fiscal generado por la deuda adquirida, la cual asciende a \$ 75.721,90. Este valor de escudo fiscal corresponde al cálculo de cuanto se ahorra la empresa en relación al pago de impuestos hasta finalizar el pago de la deuda actual.

Valor Global de la Empresa:

U.S.D. 1,307,314.31

Después de sumarle el valor por concepto de escudo fiscal al valor de la empresa sin deuda, obtenemos el valor global de la empresa, que constituye el punto medular de la valoración. Representa en términos monetarios un punto de partida para un proceso de negociación en incluye una serie de cálculos y consideraciones especialmente diseñadas para valorar una empresa en funcionamiento. De aquí se parte para el cálculo del valor de las acciones, y por ende el cálculo del premio por acción.

Premio por acción en \$:

U.S.D. 47.90

Para obtener el premio por acción se debe restar del valor técnico por acción obtenido de la valoración, el valor en libros por acción. En este caso restamos 56.79 – 8,89 y obtenemos el premio por acción de \$ 47,90. Esto quiere decir que los resultados de la valoración favorecen a los tenedores de acciones de la empresa en \$ 47.90 con respecto al valor de las mismas en libros.

Premio por acción en %:

538.72%

Si ponemos la diferencia entre el valor por acción en libros y el valor técnico, resultante de la valoración, en términos porcentuales, obtenemos un beneficio del 538.72%.

Como evidencia el análisis y la valoración la empresa se encuentra en un excelente estado, y siempre que las condiciones políticas, económicas y de mercado, se mantengan, seguirá incrementando sus utilidades hasta que su capacidad física y las condiciones de mercado lo permitan.

Como se pudo apreciar en los antecedentes de la empresa, existe un cronograma para el incremento del espacio productivo que culmina en el año 2003, año en el que se detiene el crecimiento de las plantaciones. Además, según demuestra el análisis del mercado realizado, se prevee una saturación de los mercados consumidores a mediano plazo, y un paulatino decrecimiento en los precios. Esto hace que las previsiones en cuanto a flujos de caja y demás datos relevantes no tengan validez más allá del mediano plazo, es decir, no más allá de 5 años. Después de este período se espera la madurez y el descenso paulatino en las utilidades percibidas por razones de mercado.

Estos pronósticos no afectan los resultados de la actual valoración, ya que el valor presentado incluye rendimientos esperados por los accionistas en base a proyecciones de flujos de caja muy probables..

Como recomendación, debería la empresa incursionar directamente en el proceso de comercialización de flores, ya que el alto porcentaje que se marginan los intermediarios podría aumentar considerablemente las utilidades futuras.

3.3 CALCULO DEL VALOR ECONOMICO AGREGADO COMO METODO PARA VALORAR UNA EMPRESA

La valoración por medio del uso del Valor Económico Agregado debe seguir cinco pasos:

Paso 1. Calcular la *Utilidad Antes de Intereses y Después de Impuestos*

Paso 2. Determinar el *Capital Invertido* en la empresa

Paso 3. Establecer el *Costo Promedio Ponderado de Capital*

Paso 4. Calcular el *Valor Económico Agregado* de la empresa

Paso 5. Calcular el *Valor Global* de la empresa por medio del VEA

A continuación se detallará en forma sistemática cada uno de los pasos para el cálculo del Valor Económico Agregado, utilizando para ello los estados financieros de la empresa "FLORAR".

EMPRESA "FLORAR"
ESTADO DE RESULTADOS
al 31 de diciembre de 2001

CONCEPTO	
INGRESO POR VENTAS	773,425.14
COSTO DE VENTAS (SIN DEP.)	232,027.54
DEPRECIACIONES	221,586.60
UTILIDAD BRUTA	319,811.00
GTOS DE VENTAS Y ADM.	133,760.97
AMORTIZACIÓN DE ACTIVOS DIF.	0.00
UTILIDAD EN OPERACIÓN	186,050.02
INTERESES (GTOS. FIN.)	3,638.21
UTILIDAD ANTES DE P. LAB.	182,411.81
PARTICIPACIÓN LAB. (15%)	27,361.77
UTILIDAD ANTES DE IMP. RENT.	155,050.04
IMP. RENT. (25%)	38,762.51
UTILIDAD NETA DEL E.	116,287.53

3.3.1 CALCULO DE LA UTILIDAD ANTES DE INTERESES Y DESPUES DE IMPUESTOS

La utilidad antes de intereses y después de impuestos UAIDI (del inglés NOPAT *net operating profit after taxes*) es una de las tres variables que se requiere para el cálculo del VEA.

La utilidad antes de intereses y después de impuestos presenta únicamente la utilidad de la empresa después de impuestos, sin incluir los intereses por la deuda con costo.

EMPRESA "FLORAR"
ESTADO DE RESULTADOS (UAIDI)
al 31 de diciembre de 2001

CONCEPTO	
INGRESO POR VENTAS	773,425.14
COSTO DE VENTAS (SIN DEP.)	232,027.54
DEPRECIACIONES	221,586.60
UTILIDAD BRUTA	319,811.00
GTOS DE VENTAS Y ADM.	133,760.97
AMORTIZACIÓN DE ACTIVOS DIF.	0.00
UTILIDAD EN OPERACIÓN	186,050.02
PARTICIPACIÓN LAB. (15%)	27,907.50
UTILIDAD ANTES DE IMP. RENT.	158,142.51
IMP. RENT. (25%)	39,535.62
UAIDI	118606.88

UTILIDAD ANTES DE INTERESES Y DESPUES DE IMPUESTOS

118.606,88

3.3.2 IDENTIFICACION DEL CAPITAL INVERTIDO EN LA EMPRESA

El activo incide directamente en la obtención del VEA, mientras más bajo sea el activo, el VEA aumentará.

La fórmula para obtener el capital invertido (C) es la siguiente:

$C = \text{Total Pasivos y Patrimonio} - \text{Pasivos Sin Costo Financiero}$

EMPRESA "FLORAR"

CAPITAL INVERTIDO

Al 31 de diciembre del 2001

En dólares

Total Pasivos y Patrimonio	386.712,57
(-) Cuentas por Pagar	74.348.11
(-) Documentos por Pagar	25.987.23
= CAPITAL INVERTIDO	<u>286.377,23</u>

El capital invertido también se puede definir como:

$$C = \text{Capital de Trabajo Neto} + \text{Total de Activos Fijos Netos}$$

EMPRESA "FLORAR"

CAPITAL INVERTIDO Al 31 de diciembre del 2001 En dólares

Total Activos Corrientes	165.125,97
(-) Pasivos corrientes sin costo financiero	<u>84.333,65</u>
= Capital de Trabajo Neto	80.792,32
(+) Total Activos Fijos	<u>221.586,60</u>
= CAPITAL INVERTIDO	302.378,92

Para efectos de esta valoración usaremos el resultado más alto de capital invertido, obtenido del segundo método utilizado.

3.3.3 CALCULO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL

El Costo Promedio Ponderado de Capital es un promedio de los costos relativos de cada una de las fuentes de fondos que la empresa utiliza, incluido el capital social aportado por los accionistas.

Las empresas buscan combinar estas fuentes de financiamiento, de tal manera que el costo promedio ponderado de capital sea el mínimo posible y por consiguiente el valor de la empresa sea el máximo.

Se calcula de la siguiente forma:

$$K_p = K_e(W_e) + K_d(W_d)$$

Donde:

Ke: costo de los recursos propios

We: peso de los recursos propios

Kd: costo de la deuda

Wd: peso de la deuda

El *Costo de los Recursos Propios*, es aquel que los accionistas esperan recibir por su inversión en la empresa, una forma de calcularlo es:

$$K_e = \text{Utilidad Operativa} / \text{Valor de Mercado del Patrimonio}$$

Debido a la necesidad de utilizar en lo posible, los mismos valores de la valoración dinámica, asumimos que:

$$K_e = 12.63 \%$$

El *Peso de los Recursos Propios*, se puede calcular de la siguiente forma:

$$W_e = \text{Patrimonio} / \text{Valor de Mercado de la Empresa.}$$

Cabe recalcar que el valor de mercado de la empresa no es otra cosa que la suma del valor de mercado del patrimonio y el valor de mercado de la deuda.

El *Costo de la Deuda* es el que se estipula en los contratos entre los prestamistas y la empresa, se calcula:

$$Kd = \text{Intereses} / \text{Valor de Mercado de la Deuda}$$

Esta es la rentabilidad marginal para los acreedores

El Peso de la Deuda se calcula:

$$Wd = \text{Valor de Mercado de la Deuda} / \text{Valor de Mercado de la Empresa}$$

Para el presente caso, se supone que los accionistas esperan un retorno del 13.63% por el uso de su dinero y que el costo de la deuda para la empresa es del 14%, ambos costos antes del impuesto a la renta.

Lo más recomendable para la obtención del Costo Promedio Ponderado de Capital (K_p) es utilizar el valor de mercado del patrimonio como se mencionó anteriormente, para este caso y con fines didácticos se utilizó el valor en libros del patrimonio.

CONCEPTO	VALOR	Ponderación	Antes de Imp.	Después de Imp.	Después de Imp.
		(1)	(2)	(3)	4) = (1) * (3)
Deuda	124,554.35	$Wd = 41.19\%$	13.63%	$Kd = 14.00\%$	5.77%
Patrimonio	177,824.57	$We = 58.81\%$		$Ke = 12.63\%$	7.43%
	302,378.92	100%		$Kp =$	13.19%

3.3.4 CALCULO DEL VALOR ECONOMICO AGREGADO

Como se ha visto el VEA considera la eficiencia de todos los factores utilizados en el desarrollo empresarial y en consecuencia se crea valor cuando la rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de los accionistas.

$$EVA = UAIDI - C * Kp$$

$$EVA = 118.606,88 - 302.378,92 (0.1319)$$

$$EVA = 118.606,88 - 39.883,78$$

$$EVA = 78.723,10$$

Se puede observar que el resultado es positivo lo que quiere decir que la empresa ha creado valor por la eficiencia de los activos, así como de cada unidad del negocio.

3.3.5 CALCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA POR MEDIO DEL VEA

Para calcular el valor total de la empresa por medio del VEA se recurre a la siguiente expresión.

$$\text{Valor Total} = \text{VEA} + \text{Capital Invertido}$$

$$\text{VEA} = 78.723,10$$

$$\text{Capital Invertido} = 302.378,92$$

$$\underline{\underline{\text{VALOR GLOBAL} = 381.102,02}}$$

3.3.6 INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS DE LA VALORACIÓN

La empresa "Florar" presenta después del proceso de valoración los siguientes datos relevantes:

Valor del Capital Invertido (a la fecha de la valoración)

302078.92

Este valor representa la cantidad en dólares que se considera como aporte de los accionistas a la fecha de la valoración. Sirve también como base para calcular el costo de oportunidad de su aporte en otra inversión.

Valor Económico Agregado:

78723.1

El VEA es un método que presenta la cantidad que la empresa ha generado por sobre el costo de oportunidad y el rendimiento esperado por los accionistas (K_e). Presenta entonces la generación de valor de la actividad que se analice, en este caso empresarial.

Valor Total de la Empresa

381102.02

Obtenemos un valor global de la inversión sumando el capital invertido por los accionistas más la medida en la que la empresa ha generado valor en el último período, o sea, el VEA.

La valoración por VEA, si bien no toma en cuenta la gestión de la empresa a futuro, si analiza la gestión inmediatamente anterior, evidenciando el nivel de eficiencia de la empresa, en otras palabras, si fue o no capaz de generar valor por sobre lo esperado.

Esto lo convierte en un método totalmente válido con un sustento teórico coherente, pero hace indispensable que la gestión de la empresa haya sido

positiva, caso contrario, el VEA se restaría del capital invertido y esto disminuiría el valor de la empresa y evidenciaría la destrucción de valor.

CAPITULO 4

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1 ANALISIS DE LOS RESULTADOS

Como se observa en el capítulo anterior, los resultados de los dos tipos de valoración presentan una diferencia muy marcada, para lo cual es necesario un análisis metodológico de los dos sistemas utilizados y así verificar las variables utilizadas para la obtención de dichos resultados.

4.1.1 ANALISIS DEL METODO DE FLUJOS DE CAJA OPERATIVOS DESCONTADOS O VALORACION DINAMICA

El método de valoración de Flujos de Caja Operativos Descontados, o Valoración Dinámica, toma en cuenta para su cálculo, entre otros, el valor actual de los flujos de caja proyectados y de la deuda contraída por la empresa.

Dicho tratamiento de los dineros futuros se debe a que, como se mencionó con anterioridad, se considera a la empresa como un ente en funcionamiento, y es necesario proyectar en el tiempo su funcionamiento para después traer de nuevo al presente este movimiento de dineros generado por la misma empresa y por las expectativas generadas.

Así, siguiendo la teoría del método, una empresa vale lo que pueda generar en una X cantidad de años, calculados por medio de una proyección a una tasa de crecimiento "g", y todo esto traído al valor actual correspondiente a una tasa que calcule el riesgo general de la misma inversión.

Todo esto nos da como resultado un valor global de la empresa, que además de considerar los valores antes mencionados, se fija también en factores menos importantes, como los activos fuera de circulación, el valor del escudo fiscal, ciertos pasivos ocultos o no registrados, etc.

4.1.1.1 ANALISIS DE LOS DATOS NUMERICOS

EMPRESA "FLORAR" CALCULO DEL VALOR HORIZONTE DE LA EPRESA

CONCEPTO	VALOR
Valor de la empresa sin deuda (Vsd)	1,231,592.41
Valor actual del escudo fiscal (t*PE)	75,721.90
Valor Global de la Empresa (VE)	1,307,314.31
Activos fuera de explotación (AFE)	25,382.23
Valor del pasivo a corto plazo (PEC)	64,749.74
Valor actual del pasivo a largo plazo (PEL)	132,140.65
Pasivos ocultos o no registrados (PO)	0.00
Valor de rendimiento del Patrimonio (P)	1,135,806.15
Número de acciones en circulación (N)	20,000.00
Valor técnico de cada acción (Va) en \$	56.79
Valor en libros por acción en \$	8.89
Premio por acción en \$	47.90
Premio por acción en %	538.72

El primer dato que esta metodología presenta es el valor de la empresa suponiendo que no existiera la deuda, es decir que toma en cuenta solamente la suma de los flujos netos de caja descontados.

A continuación se calcula el valor del escudo fiscal, sumando los pasivos a corto y largo plazo del último año y multiplicándolos por la tasa unificada que contempla la participación laboral y el impuesto a la renta.

Finalmente sumamos el valor obtenido como escudo fiscal y el valor de la empresa sin deuda para obtener el valor global de la empresa, que en este caso asciende a 1'307.314,31 dólares americanos, que según este método de valoración es un punto referente o punto de partida para iniciar una eventual negociación.

El dato obtenido es varias veces mayor al promedio de utilidades obtenidas, pero hay que recordar que la metodología prevee un incremento en el retorno para los accionistas.

La respuesta es también mucho mayor al valor de los activos, incluso a su valor real de mercado a la fecha de la valoración. Pero si lo que queremos es el valor neto de los activos, debíamos recurrir a una valoración estática, que no calcule, como la metodología utilizada, el valor de la empresa conjuntamente con su gestión futura.

Finalmente podemos asegurar, que la respuesta obtenida no es sino el resultado de la consideración de todos los factores que ubican a la empresa en la situación de ser un "organismo" cuyo funcionamiento se analiza en una línea de tiempo, y que los resultados que genere se podrán analizar con regularidad.

4.1.2 CONCLUSIONES SOBRE EL VALOR ECONOMICO EGREGADO COMO METODO DE VALORACION

El Valor Económico Agregado como método de valoración, calcula el excedente de obligaciones de la empresa, es decir, lo que queda después de cumplir con todas sus obligaciones internas y externas (pagar deudas, generar utilidades para los accionistas, invertir en compra o reposición de activos, etc.).

En otras palabras, determina el monto en el que la empresa ha generado valor, por sobre sus obligaciones normales.

Para efectos de valoración se suma este monto, propiamente denominado VEA, al valor del capital invertido, es decir lo que su inversión cuesta a momento de la valoración.

De esta forma obtenemos un valor de la empresa, que no solo mide la creación o destrucción de valor de la empresa, sino que considera un valor actualizado del capital invertido en la empresa.

4.1.2.1 ANALISIS DE LOS DATOS NUMERICOS

VEA = 78.723,10

Capital Invertido = 302.378,92

VALOR TOTAL = 381.102,02

En el caso del cálculo del valor de la empresa por medio del Valor Económico Agregado tomamos en cuenta primero el mismo VEA, en este caso es 78.723,10.

Después se suman el VEA y el capital invertido, que se desprende del cálculo del VEA, y obtenemos así el resultado del valor global de la empresa en un período determinado.

El valor total de la empresa "FLORAR" es de 381.102,02 según este cálculo, el cual, si usamos un punto de referencia, es superior en monto al resultado de una valoración estática.

Para el Cálculo del VEA, se utilizaron 2 métodos de cálculo para la obtención del capital invertido. Dada la supuesta posición de venta de la empresa, y por tanto, el interés de obtener el mayor valor posible, se utilizó el método cuyo resultado presentaba un capital invertido mayor.

4.2 CONCLUSIONES

Resulta difícil definir a un método como superior y a otro inferior, al menos de una forma totalitaria o definitiva. Si bien los resultados presentan grandes diferencias, responden a una serie de factores internos y externos de la empresa que han influido en su gestión y en sus resultados.

Por ejemplo, ¿Qué hubiera sucedido si la empresa hubiera presentado un decrecimiento en sus utilidades en los tres últimos años de funcionamiento, o que su flujo de caja en general reduzca sus valores año tras año, de tal forma que la proyección de los flujos de caja hubiera presentado resultados negativos?

La respuesta es que el resultado de la valoración dinámica hubiese sido mucho más bajo, y podríamos atribuir este resultado a la difícil situación vivida por el país en los últimos años.

Afortunadamente, el sector florícola, que sirvió de ejemplo para esta valoración, goza de un mercado envidiable ya que sus clientes se encuentran en economías estables y no responden a cambios bruscos que puedan afectar su actividad empresarial o la de sus proveedores. Es tan estable este mercado, que el efecto de la dolarización y la inestabilidad política de comienzos del año 2000 casi no afectó sus operaciones, demostrando que cuando se cuenta con una clientela estable, no hay razón para alarmarse.

Esto no sucedió con la mayoría de sectores productivos y de servicios del país, ya que factores como la especulación, el débil tipo de cambio y la ignorancia afectaron terriblemente nuestros mercados, especialmente a nivel local, en el que la fijación de salarios, precios y márgenes de utilidad nos ha llevado a tener nuestra propia inflación con moneda extranjera.

Se puede entonces decir que la estabilidad en la industria florícola ha hecho positiva la respuesta de los dos métodos de valoración, ya que en el caso de la valoración dinámica, ha hecho que la proyección de los flujos de caja sea la clave para el resultado tan positivo, y en el caso del VEA, se ha logrado sumar una cantidad importante al valor de la inversión. Si se hubiese tratado un sector afectado por la crisis, como es el caso de gran parte de la industria nacional, los resultados analizados serían negativos y causarían un perjuicio para los propietarios o accionistas.

Ahora, es necesario, definir la posición en la que nos encontramos, ya sea de comprador o vendedor de una empresa. En el caso de estar en la posición de compradores de una empresa, vamos a inclinarnos por la valoración cuyo resultado sea más bajo, ya que nos interesa adquirir la empresa por la menor cantidad de dinero posible. En ese caso, y aplicando la situación del caso propuesto, escogeríamos la valoración por medio del VEA, que si bien no mide la gestión de la empresa a través del tiempo, es un índice contable metodológicamente correcto.

En el caso contrario, de encontrarnos en la posición de vender una empresa, vamos a tratar de poner el mayor valor posible a la misma, y utilizar métodos que valoren la gestión realizada con el pasar de los años y que analice y valore las expectativas futuras. Es entonces cuando aplicaremos la valoración dinámica, y trataremos de establecer el valor más alto posible a la empresa para negociar con una posición de ventaja.

Ahora, analicemos con mayor profundidad la otra posibilidad en cuanto a la situación en que se realiza la valoración, que es un negocio que ha venido de más a menos, en el que los resultados de los últimos años han sido decrecientes, y por lo tanto sus proyecciones brinden resultados negativos.

Este es el caso de la mayoría de empresas nacionales, que sin vinculación directa con mercados extranjeros ha sufrido por factores como la inestabilidad política, el cambio de moneda y los problemas del sistema financiero. Además las altas tasas de interés en cuanto a créditos, las serias dificultades para conseguir capital del exterior, la inseguridad de seguir funcionando, ha provocado la disminución de la competitividad con respecto a otros países.

Analizando esta situación, una valoración dinámica sería un tanto arriesgada, ya que presentaría en algunos casos, resultados muy bajos o incluso negativos debido a que sus proyecciones en general, calculadas en un mercado con futuro incierto decrecerían. En ese caso la valoración por VEA, a pesar de la destrucción de valor generada por el entorno, disminuiría en un cierto valor, pero no tan significativo como el de la valoración dinámica.

Es por esto que es necesario definir primero la posición que mejor represente nuestros intereses de comprador o vendedor, ya que ahora enfrentamos el caso de que la situación de nuestro entorno y los resultados de la valoración hacen más interesante el uso del VEA para la posición de venta en una empresa promedio que ha sufrido financieramente por la situación difícil del país, y más conveniente es el uso de la valoración dinámica en la posición de compra.

Podemos definir entonces dos factores en los que se centra la subjetividad de uno u otro método, y estos son: el entorno macro y microeconómico y la naturaleza de las actividades de la empresa. Es necesario entonces definir en que medida estos dos factores afectarán los resultados de una valoración para escoger cual es el más idóneo para un objetivo específico, además de definir una posición de compra o de venta.

4.3 RECOMENDACIONES

Se mencionó anteriormente los factores que influyen en la decisión de que método a utilizarse para la valoración, que tiene que ser precedidos por la definición de la posición que va a tomarse. Así tenemos:

- Definir si nos encontramos en una posición de compra o de venta de la empresa.
- Analizar el entorno y en que medida puede afectar al proceso de valoración de la empresa.
- Definir en que medida la naturaleza de las actividades de la empresa puede afectar el proceso de valoración.

Para efectos prácticos, se puede definir cuál es el método más idóneo para una posición de compra o de venta tomando en cuenta los pasos anteriores, pero, ¿Qué podría pasar con la posición contraria? .

Podemos nosotros encontrar la mejor metodología para nuestros intereses, pero no para los de la otra posición, que puede también efectuar un proceso de valoración por su cuenta con los mejores resultados para sus intereses.

Es entonces prudente encontrar un intermedio entre los resultados de los dos métodos de valoración, que determine un valor justo para comprador y vendedor, y que de cierta forma normalice y encuentre un equilibrio entre los factores del entorno y de la naturaleza de la empresa que afectan marcadamente los resultados de uno u otro tipo de valoración.

A fin de cuentas, el valor resultante servirá nada más como punto de partida para un proceso de negociación, en el que las partes interesadas determinarán hasta donde es rentable hacer o aceptar una oferta.

Así se comprueba que un resultado intermedio es una recomendación válida a la hora de valorar una empresa, previo a un proceso de negociación o fusión, especialmente en nuestro medio, en el que los factores a considerarse pueden afectar marcadamente los resultados de uno u otro tipo de valoración.

ANEXOS

1- Tema de Investigación

Análisis de la conveniencia de usar el Método Dinámico o el Valor Económico Agregado para la valoración de una empresa manufacturera en funcionamiento.

2- Planteamiento, Formulación y Sistematización del Problema.

2.1- Planteamiento del Problema

En muchos casos una empresa, en cierto punto de su vida, necesita de una valoración, esto quiere decir que es necesario establecer un valor monetario en el que se incluyen los activos, y los posibles beneficios a futuro que la empresa podría presentar.

Existen varios métodos para valorar una empresa que produzca bienes tangibles, ya sea por creación o transformación, y que además al momento de esta valoración, ya sea para negociación u otro fin, se encuentre en funcionamiento.

Debido a esta situación se ha considerado de vital importancia establecer las ventajas y desventajas de dos de los métodos más utilizados para determinar el valor de una empresa manufacturera en funcionamiento.

2.2- Formulación del problema

¿Cuál de los dos métodos señalados es el más conveniente en nuestro medio para valorar una empresa manufacturera en funcionamiento y porque?

2.3- Sistematización del problema

¿Cuales son las principales características del Método de Valoración Dinámica de una empresa manufacturera?

¿Cuáles son las principales Características del Valor Económico Agregado como método de valoración de empresas manufactureras?

¿Son los resultados de estos métodos confiables en un medio económico tan irregular como el nuestro?

¿En que casos o en que situaciones es necesario establecer el valor cuantitativo de una empresa?

¿Cuál de estos métodos de valoración es el que presenta más ventajas al momento de aplicarlo?

¿Cuál de estos métodos, en caso de aplicarse en un mismo caso, presenta mejores resultados?

3- Objetivos de la investigación

3.1- *Objetivo general*

- Determinar, usando un mismo caso práctico, la conveniencia de usar el Método Dinámico o el Valor Económico Agregado para la valoración de una empresa manufacturera en funcionamiento.

3.2- *Objetivos específicos*

- analizar las razones por las que deba usarse el Valor Económico Agregado como método de valoración de empresas
- Conocer la razón por la que usaremos el Método de Valoración Dinámica.

- Verificar la viabilidad de la aplicación de estos dos métodos de valoración en un caso práctico.
- Establecer la situación de una empresa que necesita una valoración de sus activos y gestión futura.

4- Justificación de la investigación

La investigación se plantea por un problema metodológico. Esto quiere decir que existe la necesidad, considerando un mismo caso práctico, de establecer que método de valoración es el más conveniente o presenta más valía para la empresa.

En la actualidad, dado el dinamismo que este sector requiere, especialmente por el fenómeno de la globalización que empuja a las empresas a comprarse y venderse, a fusionarse y a terminar su vida útil, es necesario determinar un sistema de valoración que ponga a los interesados en una situación de ventaja desde el punto de vista monetario.

5- Marco de referencia

5.1- Marco conceptual

Los principales términos técnicos que se van a utilizar durante el desarrollo de esta investigación son, entre otros: valor global de la empresa apalancada, valor de la empresa cuando no usa deuda, tasa equivalente de participación, pasivo total con costo, utilidad antes de interese y después de impuestos, capital invertido, costo promedio ponderado de capital, tasa interna de retorno y valor actual neto.

5.2- Las teorías que se van a emplear para el desarrollo de la investigación son:

- a) Cálculo del Valor Económico agregado (VEA) como método de valoración de una empresa.
- b) Cálculo del Método Dinámico de valoración de empresas.

6- Hipótesis del trabajo:

Entre el Método Dinámico de Valoración de Empresas y el Valor Económico Agregado existe uno que presenta una mayor valía al momento de ser aplicado.

7- Temario Tentativo

Capítulo 1: Justificación de los métodos a utilizarse

- 1.1- Presentación de varios métodos de valoración de empresas
- 1.2- Características de los métodos mencionados
- 1.3- Selección de los métodos adecuados
- 1.4- Presentación de las ventajas de utilización de los métodos escogidos

Capítulo 2: Presentación de los métodos a utilizarse

- 2.1- Antecedentes del VEA
- 2.2- Definición del VEA
- 2.3- Parámetros básicos del VEA
- 2.4- Antecedentes del Método Dinámico de Valoración de Empresas
- 2.5- Parámetros Básicos del Método Dinámico de Valoración de Empresas

Capítulo 3: Presentación y resolución del caso práctico

- 3.1- Presentación de antecedentes del caso práctico
- 3.2- Presentación de datos cuantitativos del caso práctico
- 3.3- Valoración de la empresa presentada en el caso práctico por medio del método de Valor Económico Agregado
- 3.4- Valoración de la empresa presentada en el caso práctico por medio del método de Valoración Dinámica de Empresas

Capítulo 4: **Análisis y comparación de los resultados**

- 4.1- Análisis de los resultados numéricos del caso resuelto por medio del VEA
- 4.2- Análisis de los resultados numéricos del caso resuelto por medio del Método de Valoración Dinámica.
- 4.3- Comparación de los resultados
- 4.4- Análisis de las diferencias

Capítulo 5: **Conclusiones y recomendaciones**

- 5.1- Conclusiones
- 5.2- Recomendaciones

Bibliografía

Anexos

8- Metodología de la investigación

8.1- Métodos de investigación

La investigación será desarrollada según el método de análisis- síntesis deductivo y de medición. Partiendo de la aplicación de los dos métodos ya mencionados el

un caso práctico idéntico, se llegara a determinar cual es el que presenta mayores ventajas.

8.2- *Tipo de estudio*

El estudio será de carácter explicativo; específicamente definirá las ventajas de uno u otro método.

8.3- *Fuentes*

- a) Libros sobre valoración de empresas
- b) Manuales sobre valoración de empresas
- c) Entrevistas con profesores con conocimiento en el tema

9- Bibliografía preliminar

FERNANDEZ, Pablo, Valoración de empresas, segunda edición, España, Editorial Gestión 2000,2001.

SAENZ FLORES, Rodrigo, Manual Práctico de Valoración de Empresas, Ecuador, 2000.

AMAT, Oriol. Valor Económico Agregado, España, Grupo Editorial Norma, 1999.

CRONOGRAMA DE ACTIVIDADES

FECHA	PLAN DE TESIS	CAPITULO 1	CAPITULO 2	CAPITULO 3	CAPITULO 4	CAPITULO 5
JUNIO 24-28						
JULIO 1-5						
JULIO 8-12						
JULIO 15-19						
JULIO 22-26						
JULIO 29-31						

BIBLIOGRAFIA

FERNANDEZ, Pablo, Valoración de Empresas, segunda edición, España, Editorial Gestión 2000,2001.

SAENZ FLORES, Rodrigo, Manual Práctico de Valoración de Empresas, Ecuador, 2000.

AMAT, Oriol. Valor Económico Agregado, España, Grupo Editorial Norma; 1999.

BREARY A. Richard y STEWART C. Myers. Principios de Finanzas Corporativas, cuarta edición, España, editorial McGraw Hill; 1993

G. Bennet, Stewart, The Quest Of Value, 1990

RYE E. David. El Juego Empresarial, Editorial McGraw Hill.

MANUAL DE INFORMACION ESTADISTICA MENSUAL. Banco Central Del Ecuador. No. 1804. Junio 30 del 2002

SAPAG CHAIN, NASSIR. Evaluación de proyectos de Inversión en la Empresa, Pearson Education S.A. 2001.

www.sternsteward.com

www.bce.gov.ec

www.cfn.fin.ec

www.expoflores.com.ec