Capítulo 1

Introducción.

1.1 Nociones básicas de una Valoración de Empresas

El valor de una empresa es una función del grado de utilidad que de ella se espera, su costo, es decir de la inversión necesaria para llegar al estado actual en el que se encuentra y de su escasez, es decir, de en qué medida se ofertan y se demandan empresas según las necesidades y exigencias de cada momento.

El valor, es medido normalmente, desde el punto de vista económico-financiero (en términos monetarios) considerando que la empresa o negocio es un bien duradero. Por lo tanto, cuando nos disponemos a *analizar una empresa para su valoración*, habrá que tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Los distintos tipos de elementos que conforman la empresa o negocio:
- Los de naturaleza tangible, esto es, con carácter general, los recogidos en los estados contables de las empresas
- Los de naturaleza intangibles o capital intelectual, que son aquellos otros que no están recogidos, con carácter general, en los estados contables.
- Las rentas que los anteriores elementos, adecuadamente conjugados, pueden generar en un futuro previsible, generalmente de duración limitada “n”.
- El valor residual que cabe asignar a los elementos antedichos al final de las estimaciones de flujos de renta durante el período previsible “n”.

- La tasa de descuento que debe ser aplicada para convertir las estimaciones de futuro en valores de hoy.

Los diferentes Métodos de Valoración, consideran la empresa como un conjunto de elementos de una estructura económica lista para la producción, la cual ha sido posible gracias a una determinada financiación. Tal estructura, en su doble vertiente, económica y financiera, aparece reflejada, cualitativa y cuantitativamente, a través de los libros contables de la empresa (Balances y estados de perdidas y Ganancias). Consecuentemente, el valor de la empresa ha de quedar expresado como suma de todos y cada uno de los elementos que componen los resultados de un balance, sean estos de carácter contable o de carácter intangible en el momento de corte.

Este punto de vista tan simple es, por ello mismo, irreal, ya que no tiene en cuenta el transcurso del tiempo y su incidencia en el valor y, sobre todo, en el precio de las cosas. Además, el balance no siempre constituye la justa representación económica de la empresa, en donde concurren muchos aspectos estadísticos y de percepción. Pero, aún suponiendo que el Balance recoge el justo valor de los elementos en él representados, tiene el inconveniente de no permitir mostrar el valor debido al conjunto, o sea, a la organización, como lugar donde concurren además de los bienes, el factor humano y social, así como otros factores no evaluables de forma individualizada, tales como la ubicación de la empresa, su material humano, marketing, aceptación, sus redes de distribución, su imagen, etc, o sea, el ya referenciado capital intelectual, o valores ocultos de la empresa.

A parte de la información íntegramente de la empresa que se puede conseguir, también es importante analizar el entorno del país donde se desempeña, puesto que los parámetros económicos pueden influenciar directamente en su actividad, sobre todo si la gestión se la realiza desde un interés externo.

Resumiendo, la valoración técnica abarca todos los elementos y factores que generan valor y riesgo, de modo que el valor técnico encontrado mediante una valoración se acerca lo máximo posible al valor fijado por el proceso “oferta-demanda” impuesto por el mercado de valores.

1.2 Justificativos para la Valoración de una Empresa.

En el mundo empresarial existe una pregunta muy importante cuya respuesta genera toda clase de opiniones porque involucra una serie de factores internos y externos, tangibles e intangibles, económicos, sociales, tecnológicos, productivos, laborales, legales, de mercado y es “¿CUANTO VALE MI EMPRESA?”.

El valor comercial de una empresa se determina en cualquier situación, pero se hace indispensable en ciertos casos como

- Adquisiciones o ventas de empresas
- Fusiones
- Establecimiento de acuerdos de compraventa
- Capitalización de una empresa
- Valoración de activos intangibles (fondo de comercio)
- Obtención de líneas de financiación
- Valoraciones patrimoniales
- Valoraciones fiscales
- Compraventa de acciones
- Herencias
- Confirmación de otras valorizaciones. "Segunda opinión"
- Valoración de paquetes accionariales minoritarios
- Suspensiones de pagos.
- ingreso o retiro de socios de entidades no inscritas en la bolsa de valores
- evaluación de la gestión de la administración cuando el objetivo básico de los propietarios es maximizar el valor de la empresa

Para darle el valor a un negocio se puede recurrir a elementos cuantitativos y cualitativos, partiendo de aquellos cuantificables como son el balance general, estado de resultados, la información sobre proyección de ingresos y costos. La información contable tiene como característica el agrupar cuentas cuya cifra es una combinación entre el pasado y el presente; por lo tanto, la cantidad que arroja como resultado no puede ser el valor comercial de la empresa.

Entonces, si el sistema de información contable no dice en realidad cuanto vale una empresa, ¿cómo se puede determinar?. Un negocio vale por su capacidad de generar beneficios futuros adicionalmente de lo que posee en un momento determinado, es decir, vale por sus activos netos mas el valor presente de sus beneficios futuros.

1.3 Creación de Valor para los Accionistas.

Para definir el concepto sobre Creación de Valor para los Accionistas debemos identificar claramente la diferencia entre los conceptos de: 1) Aumento de la Capitalización, 2) Aumento del Valor para los Accionistas, 3) Rentabilidad para los accionistas y 4) Rentabilidad exigida por los accionistas.

1) Aumento de la Capitalización:

El Capital de las empresas es el resultado real del producto de la cotización de una acción por el numero total de acciones en el mercado o bolsa. Cuando una empresa realiza un aumento de capital, simplemente se habla de la diferencia entre el capital presente menos el capital del año o fecha anterior. Generalmente el aumento de capital se realiza por un aporte directo de los accionistas, por fusiones entre dos o más empresas, cobro de obligaciones, venta de activos, etc. Así también podemos mencionar que se produce una disminución del Capital cuando: Se pagan dividendos a los accionistas (utilidades), recompra de acciones en el mercado, etc.

2) Aumento del Valor para los Accionistas (AVA):

A diferencia del concepto anterior que señala que la Capitalización es un fenómeno directamente relacionado con la empresa, el Valor de los accionistas es un factor que afecta directamente al accionista, donde inclusive se encuentra contenido la capitalización.

El Ava se calcula con la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} \text{Aumento del valor para los accionistas} = & \text{Aumento de la capitalización de las acciones} \\ & + \text{Dividendos (Utilidades) pagados en el año} \\ & + \text{Pagos extras a los accionistas} \\ & - \text{Desembolsos por aumento de Capital} \\ & - \text{Pago de obligaciones} \end{aligned}$$

Cuando un accionista invierte en una acción, siempre espera que esta genere dividendos. Esto es el “valor” de una acción, sin embargo para que se conciba creación de valor en un periodo, es necesario que los dividendos superen a la rentabilidad exigida o esperada por los accionistas.

3) Rentabilidad para los accionistas:

Es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido para la capitalización en el mismo año.

También se considera a la rentabilidad para los accionistas al resultado de: aumento de la cotización de una acción (en un año), mas utilidades, mas cobros, dividido por el valor de la acción al inicio del año.

4) Rentabilidad Exigida por los accionistas (K_e):

La utilidad que se espera de una acción debe tener diferentes factores a tomar en cuenta para que no produzca lo contrario (perdida). Entre los factores que más influyen están: Tasas de interés del mercado, inflación, etc.

La Rentabilidad exigida debe ser por lo menos igual al interés de los bonos del Estado a largo plazo mas una tasa de riesgo que involucra directamente a la Empresa.

La rentabilidad exigida por los accionistas se la denomina K_e y también es conocida como costo de los recursos propios.

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{Rentabilidad Exigida} \\ K_e \end{array}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{Rentabilidad de Bonos} \\ \text{a largo plazo} \end{array}} + \boxed{\text{Prima de riesgo}}$$

5) Creación de valor para los accionistas:

Se Podría decir que se crea un valor para los accionistas cuando se produce un excedente sobre la rentabilidad exigida por estos, es decir el momento que una acción produce ganancia real al inversor.

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{Valor para los} \\ \text{accionistas} \end{array}} = \boxed{\text{Capitalización}} + \boxed{\text{Rentabilidad} - K_e}$$

En donde la rentabilidad será mayor a la rentabilidad esperada por los accionistas (K_e), caso en que dicho valor se lo compara con algunos parámetros como son:

- Rentabilidad de bonos del estado o tasa pasiva del mercado: Los inversores han obtenido un premio al riesgo de haber invertido en una empresa y no en bonos del estado o en el sector bancario. Para nuestro país es impreciso conocer que acarrea mas riesgo, de aquí que existan empresas más seguras que el sector bancario y que el propio país.

- Rentabilidad del mismo sector productivo: Es importante tabular el promedio de rentabilidad del sector al que la empresa pertenece, donde se obtendrá un parámetro importante del funcionamiento de la empresa en un medio de competitividad donde se exige la misma inversión bajo el mismo riesgo.

- Rentabilidad del índice de Bolsa: Se compara a la rentabilidad de la empresa con el promedio de todas las empresas que intervengan en la Bolsa de Valores, y de todos los gremios.

Capítulo 2

Métodos de Valoración de Empresas

El valor de una empresa, siempre y cuando se la considere en funcionamiento continuo, proviene de la capacidad de generar dinero sobre la inversión inicial aportada por los accionistas. Por esto dentro de la gran cantidad de métodos que se emplean, uno de los más usados y más efectivos es el de "descuento de los flujos de fondos futuros esperados".

La diferencia entre unos y otros métodos radica sobretodo en los factores que se toman en cuenta, tanto internos como externos a la empresa, y varían también en gran medida a la perspectiva del profesional que analiza los documentos y datos de la misma.

Por esto el presente estudio toma en cuenta solo los métodos más simples y utilizados en nuestro medio.

2.1 Valoraciones Estáticas o del Valor Patrimonial

Los métodos llamados estáticos o de Valor Patrimonial se enfocan principalmente en su patrimonio, considerando que el valor de una empresa depende de su balance, sin considerar el potencial intangible que pueda poseer fuera de libros bajo ciertos factores como, el medio de competitividad real, evolución de la empresa, manejo de dinero, sector industrial, índices financieros, operaciones de bolsa, recursos humanos, etc.

En otras palabras se puede deducir que el valor de una empresa es simplemente el valor de reposición que tendrían los activos de la empresa menos los pasivos existentes en la empresa en ese momento, lo que da por resultado el Patrimonio neto de la empresa. El valor de cada acción se obtendría dividiendo el Patrimonio neto para el número de acciones emitidas al momento de la valoración. Todos los valores que se obtengan tienen que ser realizados por los profesionales que intervengan directamente en la rama solicitada como Ingenieros Civiles, Arquitectos, Contadores, Etc.

Dentro del sistema de valoración estática podemos mencionar los siguientes métodos:

2.1.1 Valor Contable

Se toma en cuenta al “**excedente total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros**”.¹ Este valor presenta un defecto puesto que los resultados de un análisis de datos contables difieren a los de un análisis de mercado.

2.1.2 Valor Contable Ajustado

Este método intenta salvar el defecto ocasionado por el método anterior. Ajusta los activos y pasivos al valor del mercado obteniendo un Valor por el Patrimonio Neto Ajustado.

2.1.3 Valor de Liquidación

Es el Valor que pueda tener la Empresa si se va a proceder a vender sus activos y a cancelar sus deudas. Se enfoca principalmente en ajustar los pasivos pertinentes a la liquidación directamente, tales como indemnizaciones, empleados, impuestos, etc.

Particularmente este proceso se da particularmente cuando se va a comprar la Empresa simplemente para liquidarla posteriormente. Lo importante aquí es el nombre de la Empresa nada más. Normalmente este Valor es el mínimo que puede tener una empresa, que se considera que no seguirá en funcionamiento.

2.1.4 Valor Sustancial

Este Valor representa la inversión que se debería hacer para obtener una Empresa de iguales condiciones a la que se va a analizar. Se define también como el Valor de Reposición de los bienes utilizados por la Empresa, considerando siempre la continuidad de

¹ Fuente: Creación de Valor para los accionistas. Pablo Fernández. Pag 93

la misma. En este cálculo no se toman en cuenta los bienes subutilizados por la empresa o inversiones que no sean explotados en la Empresa. En General este valor es inferior al Valor Contable de la Empresa.

2.2 Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la Empresa, a través de la magnitud de los beneficios, ventas u otro indicador que represente el potencial de la Empresa, multiplicado por un Cociente. Así el precio de la acción es un múltiplo del Beneficio. Generalmente estos métodos son utilizados en países desarrollados, en donde existe estabilidad económica, parámetros estadísticos de bolsa confiables, y sobretodo control contable a nivel público de las Empresas.

2.2.1 Valor de los Beneficios. PER (Price Earnings Ratio)

El valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un cociente denominado PER.

El PER de una acción indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la Bolsa en el momento o como promedio de los últimos años. Este método relaciona dos parámetros de origen diferente, por un lado el PER netamente de mercado y por otro el beneficio que es un parámetro contable.

2.2.2 Valor de los dividendos.

El valor de cualquier activo, real o financiero, esta en función del tamaño, duración, y riesgo del flujo de caja que se añade a su propietario. Para el propietario de una acción ordinaria, el flujo de caja esperado es la venta de la acción, más cualquier distribución que el accionista reciba de la Empresa mientras posea la acción.

Los dividendos son la porción efectiva y en algunos casos el único flujo que se entrega en un periodo por beneficio de una acción.

Expresado en formula obtenemos lo siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / \text{Ke} \text{ }_2$$

Donde DPA = Dividendo por acción

y Ke = Rentabilidad exigida por los accionistas,

Pero cuando se espera que el dividendo crezca a perpetuidad bajo una constante g, tenemos la siguiente formula:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA}_1 / (\text{Ke}-g) \text{ }_2$$

Donde DPA_1 = Dividendo por acción para el próximo año.

Sin embargo está demostrado que muchas veces no es determinante en el valor de la Empresa, el crecimiento de dividendos que se repartan a sus accionistas, puesto que este ejercicio reduce el crecimiento de la Empresa cuando estos pudiesen ser invertidos nuevamente en tecnología, reposición, disminuir pasivos, etc.; que aumentarían el valor de las acciones.

2.3 Métodos basados en el Fondo de Comercio o Goodwill

Existen muchísimas Empresas que reflejan mucho mas por su nombre que por cualquier libro contable que se pueda obtener. Empresas por ejemplo como Coca Cola, Mac Donalds, Microsoft, Citibank, etc.; se han desempeñado por muchos años dentro del sendero del éxito, tanto así que cualquier oportunidad de inversión, es tomada sin un mayor análisis contable. Toda esta potencia comercial de una Empresa de este tipo se debe añadir al análisis de Valoración de los estados contables, pero viene al caso la pregunta: ¿Existen

² Fuente: Valoración de Empresas. Pablo Fernández. 30

todos los parámetros como herramienta para calcular este factor?. Realmente no existe unanimidad metodológica para obtener estos valores, simplemente métodos que dependen de la sensibilidad del consumidor mas que de una realidad económica.

Este tipo de métodos tratan de comportarse de una manera mixta, primero valorando estáticamente a la empresa y luego reconocer el valor que pueda generar la empresa en el futuro, pero a partir de un punto determinado en el tiempo. Por el procedimiento y la ventaja en cuanto a aproximación que tiene del método de descuento de Flujos, se han vuelto caducos y poco utilizados.

2.4 Métodos basados en el Descuento de Flujos. (Valoración Dinámica)

En vista que es el método más aproximado con la realidad y sobre todo con empresas en funcionamiento, es el método que fue adoptado en este estudio para el análisis práctico que se detallará en el Capítulo 4.

Este sistema calcula el Valor de la empresa, estimando el valor de los flujos de caja futuros, descontándolos luego con una tasa K_e con riesgo para actualizarlos al momento del análisis. Sin embargo esta evaluación requiere de mucho cuidado para cada rubro que involucra estos flujos, como son por ejemplo, las ventas, costo de ventas, mano de obra, pasivos a largo y corto plazo, impuestos, reposiciones, etc., además también se debe analizar si el estudio se lo realiza a futuro indefinido o con un número determinado de años plazo. Esto depende de la perspectiva económica de la empresa, la situación macroeconómica del país, determinación estratégica de la empresa, etc.

Existen tres tipos de flujos de dinero que se manejan en este tipo de valoración, que obedecen a una tasa de descuento diferente para cada **flujo**.

TIPO DE FLUJO	TASA DE DESCUENTO
Flujo de Fondo disponible para la deuda (Fdd)	Kd: Rentabilidad exigida a la deuda
Flujo de Fondos Libre (Ffl)	Costo ponderado de los recursos (deuda y acciones)
Flujo de Fondo disponible para los accionistas (Fda)	Ke: Rentabilidad exigida a las acciones
Flujo de Fondos de Capital (Fc)	Costo ponderado de los recursos (deuda y acciones) antes de impuestos

4

Dentro de estos el más sencillo de comprender y aplicar es el flujo de fondos para los proveedores de deuda, donde se toma en cuenta los intereses que provoque la deuda más el capital. Se utiliza una tasa de descuento para actualizar la proyección de la deuda, encontrando el **costo** de la deuda. En la mayoría de los casos el valor de la deuda será equivalente a su valor contable.

2.4.1 Flujo de Fondos Libre (Ffl)

Se basa en el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tomar en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. La Utilidad operativa disponible después de haber cubierto las necesidades operacionales y la reinversión en los activos fijos, suponiendo que la Empresa se encuentra sin deuda.

El procedimiento es similar que el que se emplea para prever fondos futuros de tesorería, la diferencia radica en que el periodo debe ser mucho mayor, fondos resultantes del dinero que se va a necesitar para un ejercicio netamente operativo.

La obtención del flujo de Fondos libre supone prescindir de la financiación de la empresa, centrándose únicamente en el rendimiento de la empresa después de impuestos, es decir el flujo necesario para que la empresa se mantenga en actividad únicamente.

⁴ Fuente: Valoración de Empresas. Pablo Fernández. 41

Cabe señalar que en caso de que realmente la empresa no estuviese apalancada o con deuda, el método Fondo de Flujos Libres sería igual al método de Fondos Disponibles para los accionistas, que se explicará a continuación.

2.4.2 Flujo de Fondos Disponibles para los Accionistas (Fda)

Se calcula restando el flujo de fondos libre menos capital más intereses de la deuda programada para ese periodo, que se debe pagar a los acreedores, más las aportaciones de una nueva deuda si la hubiere. Se lo puede representar en la siguiente fórmula:

$$Fda = Ffl - \text{intereses} - \text{deuda} + \text{nueva deuda}$$

Al actualizar el flujo de fondos disponible para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa, por lo tanto la tasa de descuento apropiada será la exigida por los accionistas. Para valorar a la empresa es necesario sumar el valor de las acciones y el valor de la deuda existente.

2.4.3 Flujo de fondos de Capital (Fc)

Es la suma del flujo de fondos disponibles para la deuda más el flujo de fondos para las acciones. La suma de fondos para la deuda no es más que la suma de los intereses más el diferencial de deuda. Por lo tanto:

$$Fc = Fda + Fdd = Fda + I - \spadesuit D \quad I = D * Kd$$

donde:

- Fc = Flujo de fondos de Capital
- Fda = Flujo de fondos disponibles para los accionistas
- Fdd = Flujo de fondos disponibles para la Deuda

$$I = \text{Actualización de Deuda}$$

D = Deuda
Kd = Rentabilidad exigida a la deuda

2.5 Metodología de la Valoración Dinámica por Descuento de Flujos.

Todos los métodos de descuento de Flujos se expresan mediante la siguiente fórmula general:

$$V = \frac{Cf_1}{1+k} + \frac{Cf_2}{(1+k)^2} + \frac{Cf_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Cf_n + VR_n}{(1+k)^3}$$

Siendo:

Cfn = Flujo de fondos dentro de un periodo

VR = Valor Residual de la empresa

k = Tasa de descuento de riesgo de los flujos de fondos

Esta fórmula se la puede aplicar tanto para un periodo determinado o una duración indefinida.. Un procedimiento valido para calcular los flujos futuros a partir de un periodo determinado, es suponer que a partir de un determinado año de proyección existe una tasa de crecimiento de la empresa g , constante, y obtener el valor residual de los flujos futuros por la formula:

$$VR_n = Cf_n \times \frac{(1+g)}{(k-g)}$$

5

Sin embargo los flujos de una duración indefinida pueden considerarse despreciables, puesto que mientras más se alejan, su valor disminuye de manera radical. Por otro lado la realidad de la empresa se aleja cuando tenemos un horizonte temporal demasiado extenso, suponiendo un crecimiento.

⁵ Fuente: Valoración de Empresas. Pablo Fernandez . Pág 40

2.5.1 Cálculo del valor de la empresa con deuda.

Basado en los conceptos anteriores, y ahora tomando en cuenta la deuda de financiamiento se produce una creación de valor adicional sobre la empresa, puesto que se recurre a un descuento de impuestos por el escudo fiscal al final del ejercicio contable.

En estos términos el flujo de caja operativo esta representado por la siguiente formula:

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo - Pl - R + D - IRE - \nabla CT$$

Siendo:

Cf_n = Flujo de fondos operativos

Uo = Utilidad Operativa con deuda

Pl = Participación Laboral

R = Impuesto a la Renta

D = Depreciaciones

∇CT = Variación de Capital de Trabajo

IRE = Inversiones de Reposición

Además;

$$(2) \Rightarrow Pl = (Uo - Id) \times Tl \quad (3) \Rightarrow R = (Uo - Id - Pl) \times Tr$$

Id = Intereses por deuda

Por lo tanto, (2) y (3) en (1) y sabiendo que Tl (Tasa aportación laboral)=0.15
y Tr (Tasa impuesto a la renta)=0.25

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo - (Uo - Id) \times Tl - (Uo - Id - Pl) \times Tr + D - IRE - \nabla CT$$

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo - 0.15Uo + 0.15(Id) - 0.25Uo + 0.25(Id) - 0.0375Uo + 0.0375(Id) + D - IRE - \nabla CT$$

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo - 0.3625Uo + 0.3625(Id) + D - IRE - \nabla CT$$

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo - 0.3625 \times (Uo - Id) + D - IRE - \nabla CT$$

$$(4) \Rightarrow Id(\text{Costo de Deuda}) = P(\text{Pasivo}) \times td(\text{Tasa de intereses})$$

(4) en (1)

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo - 0.3625 \times (Uo - P \times Td) + D - IRE - \nabla CT$$

$$(1) \Rightarrow Cf_n = Uo(1 - 0.3625) + 0.3625 \times P \times Td + D - IRE - \nabla CT$$

P = Pasivo

2.5.2 Determinación de la Tasa de descuento para actualizar los flujos futuros

La tasa de actualización de flujos futuros o el costo de oportunidad del capital está determinado por la tasa pasiva promedio de mercado de los títulos sin riesgo (deuda del Estado a largo plazo), mas una tasa (**p**), que el inversor o el valorador considere conveniente, correspondiente a la rentabilidad esperada que compense el riesgo de la inversión. Determinar esta tasa requiere conocer el costo de la deuda y de los recursos propios

La forma de determinar **p** depende de que si la empresa cotiza en bolsa o no. En cualquier caso, ésta depende de la volatilidad de los beneficios, de la estructura financiera, situación macroeconómica del país, entorno laboral, perspectivas de crecimiento del sector económico que actúa la empresa y del propio mercado.

Un modelo empírico que permite el calculo de la tasa de descuento es el “Modelo Capm” que se explicará brevemente a continuación.

Se toma en cuenta que la tasa de descuento es la rentabilidad mínima exigida por los accionistas a su inversión. Se la calcula por la siguiente expresión:

$$Ke = R_f + \beta \times (R_m - R_{f_h}) \quad \beta = \frac{COV(R_a, R_m)}{VAR(R_m)}$$

donde,

Ke = tasa de descuento o rentabilidad esperada. (costo de capital)

R_f = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (bonos del Estado)

R_{f_h} = tasa de rentabilidad histórica para inversiones sin riesgo (bonos del Estado)

R_m = Rentabilidad esperada del mercado

β = Riesgo de mercado

Los parámetros estadísticos de R_f y R_m se los obtiene de La Bolsa de Valores vigente en el entorno económico donde se desempeña la empresa, y se aconseja tomar, por lo menos, los parámetros de los años que se este analizando en la valoración.

2.5.3 Determinación de la tasa de crecimiento (g) para la perpetuidad

Si se estima que la empresa es exitosa y no se considera una liquidación a mediano plazo, es aconsejable calcular el beneficio futuro desde el último año de proyección hasta la perpetuidad. Sin embargo es importante también considerar otros parámetros por ejemplo, la situación macroeconómica del país, situación del mercado donde interviene la empresa, riesgo futuro en cuanto a debilidades, competencia, etc.

Una forma práctica de encontrar la tasa de crecimiento (g), es sobre la base del incremento de los beneficios de la empresa, en función de la rentabilidad, de la distribución de los dividendos y de su financiamiento. Se expresa por la fórmula:

$$g = \frac{b \times B_0}{I_0 \times (1 - D)}$$

6

Donde,

g = Tasa de crecimiento

b = Tasa de Retención de utilidad neta

B₀ = Utilidad neta

D = % de endeudamiento

I₀ = Inversión permanente

⁶ Fuente: Manual de Valoración de Empresas. Ec. Rodrigo Sáenz. Pag33

2.5.4 Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos.

1.- Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector	
Análisis financiero	Análisis estratégico y competitivo
Evolución de las cuentas de resultados y balances	Evolución del sector
Evolución de los flujos generados por la empresa	Evolución de la posición competitiva de la empresa
Evolución de las inversiones de la empresa	Identificación del valor
Evolución de la financiación de la empresa	Posición competitiva de los principales competidores
Análisis de la salud financiera	Identificación de los inductores de valor
Ponderación del riesgo del negocio	
2.- Proyecciones de flujos futuros	
Previsiones Financieras	Previsiones estratégicas y competitivas
Cuenta de resultados y balances	Evolución del sector
Flujos generados por la empresa	Posición competitiva de la empresa
Inversiones	Posición y evolución de los competidores
Financiación	Consistencia de las previsiones de flujos
Valor Residual	Consistencia financiera entre las previsiones
Escenarios	Comparación de las previsiones con cifras históricas
	Consistencia entre los flujos con el análisis estratégico
3. Determinación de la rentabilidad exigida por los accionistas (Ke)	
Identificación del costo nominal de oportunidad de Capital	
Estimación de la prima de riesgo en la operación de valoración de la empresa	
4. Actualización de los flujos futuros	
Comportamiento de la empresa dentro del periodo estimado y a perpetuidad. Tasa de crecimiento "g". Tasa de descuento Ke. Consistencia de los resultados a futuro	
5. Interpretación de resultados	
Análisis de la consistencia de los resultados.	
Identificación de la creación de valor	
Empate de los resultados para las partes interesadas	

7

⁷ Fuente: Valoración de Empresas. Pablo Fernandez . Pág 47

2.6 Información necesaria para la Valoración de una Empresa.

La Economía es algo mucho más importante que la práctica del comercio electrónico, las tecnologías de la comunicación y los sistemas de información. En el ámbito académico, se están estudiando desde hace tiempo las organizaciones multilaterales y entes supranacionales, los procesos de integración económica y otros aspectos del capitalismo global que, en fechas más recientes han sido motivos de disturbios.

En el estricto dominio de la Economía de la Empresa, se han identificado los factores claves del éxito empresarial con activos inmateriales e intangibles relacionados con el conocimiento; relacionados, por tanto con la especificidad del trabajo intelectual e, indirectamente, con aspectos organizativos. Los factores productivos antagónicos, capital y trabajo, se confunden en forma de recursos productivos, en la medida en que los procesos productivos se alejan del diseño tradicional, basado en mano de obra no especializada. La visión específica de la Valoración de empresas en este contexto es la que, hasta el momento, no ha sido explicitada.

El precio observable en los mercados donde la empresa cotiza no se corresponde con la suma algebraica de los valores de los elementos que forman parte de dicha empresa. Esta diferencia se ha achacado, indistintamente y sin poder discernir la medida exacta de cada efecto, a la imperfección en los mercados de valores (especulación) y a la existencia de elementos, dentro de la empresa, no individualizables, provenientes del funcionamiento conjunto de todos los demás o de la interacción entre éstos y agentes o factores externos a la organización.

La especificidad del trabajo desempeñado por el personal de la empresa, la creación de rutinas organizativas o un modo de trabajo o producción propios de la organización, así como la existencia de contratos implícitos con los suministradores de factor capital o trabajo o los agentes anteriores y posteriores de la cadena de valor (proveedores y clientes), Administraciones públicas, etc., todos ellos, son recursos basados en la información.

La información, que hasta hace no mucho se consideró un factor productivo, determinante en procesos tales como la valoración de carteras o de la propia empresa, se convierte en un recurso específico susceptible de ser capitalizado y, por lo tanto, digno de ser valorado como parte de la empresa. La solución al problema de valoración del

conocimiento de entiende necesariamente aproximativa, debido a que este tipo de activos está basado, en muchas ocasiones, en acuerdos informales. La información puede ser estudiada como costo o como activo, o clasificarse, desde el primer punto de vista, en función del origen, el grado de registro o el fenómeno a que se refiere; como activo, puede dividirse en humano, organizativo, tecnológico o relacional.

En el proceso de valoración de empresas se pueden utilizar muchos modelos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace. Sin entrar en discernir cuáles son las virtudes e inconvenientes de cada uno de ellos, se acepta como más idóneos los basados en descuentos de flujos económicos. Con independencia de modelo que se utilice, en todo proceso de valoración, se necesitan fuentes de información lo más objetivas posibles acerca de la empresa, a fin de comparar con un eventual precio de mercado el valor que ésta pueda tener para cada sujeto, ya sea en mercados organizados o en la negociación privada. No es en la búsqueda y tratamiento de dicha información donde entra en juego la situación o interés de cada agente (comprador potencial o vendedor), sino en la posterior formulación de métodos valorativos, donde se utilizará de un modo u otro las cantidades objetivamente obtenidas. Así pues, antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras y muchas de ellas, además, en forma prospectiva.

Para todos y cada uno de los modelos formulados, sus detractores han objetado como principal inconveniente la dificultad de concretar las estimaciones o las mediciones de hechos cualitativos. La escasez de información es la principal causa de la imperfección en los mercados y la consecuencia, a su vez, de imperfecciones en los mercados en que se adquiere.

2.6.1 Fuentes de Información Directas

Son las que se obtienen directamente de la empresa objeto de la valoración, formuladas por los miembros de ésta y elaborada a cargo de la entidad, con los recursos de que dispone. Incluye la que se expresa oralmente o por escrito y, lógicamente, suelen ser más accesibles a la persona que pone en venta la empresa o sus acciones que al potencial comprador.

La principal ventaja para éstos es el carácter confidencial o privilegiada que tiene dicha información, en relación con aquellas disponibles para agentes externos. Para éstos, el principal inconveniente que pueden tener las fuentes de tipo directo es su subjetividad, debida a la parcialidad de quien la elabora y la necesidad de la empresa de no filtrar dicha información, sobretodo a la competencia.

El análisis de los libros Contables es, de las fuentes internas, las que más se utilizan, tanto por compradores como vendedores, exceptuando algunos casos de inversores particulares en acciones, ante Ofertas Públicas de Venta. En general, el carácter reglamentado de dichos documentos les confiere gran objetividad y, sobre todo, una publicidad garantizada, aunque no exenta de **costos** para interesados externos. Permiten, entre otras operaciones, el análisis de la cuenta de deudores (solventes, insolventes, dudoso cobro, etc.) y la de acreedores (inminentes, a corto plazo, preferentes, subordinados, etc.), la consulta de los saldos y características de los depósitos mantenidos en bancos y cajas de ahorro, para clasificarlos en función de su disponibilidad inmediata.

El proceso de negociación entre la empresa y un eventual comprador interesado en el cálculo de su valor puede permitirle el acceso a las Cuentas Anuales, de forma anticipada, es decir, antes de que sean registradas oficialmente, así como a los inventarios de existencias y otros documentos contables cuya publicidad no es obligatoria.

Las peritaciones de seguros proporcionan información fiable, ya que es suministrada por expertos profesionales. Se encuentran en poder exclusivo de la empresa en venta, aunque en un proceso de negociación pueden darse a conocer a otros interesados.

De la misma forma, se puede permitir la observación directa, realizando visitas personales a las instalaciones para conocer las características físicas del negocio, revisar información y completar datos.

La entrevista forma parte del proceso de negociación privada y suele ser ineludible en la compraventa de empresas, incluso aquellas que se pueden adquirir libremente en mercados organizados.

La cartera de inversiones financieras de la empresa puede ser sometida a comprobación cuantitativa, sin costos mayores, mediante la aplicación de cotizaciones actuales (precio de liquidación), para aquellas empresas emisoras de títulos que estén admitidas a cotización en los mercados bursátiles (Bolsa de Valores).

2.6.2 Fuentes de Información Indirectas

Son llamadas indirectas por motivo que son suministradas por terceras personas, no interesadas en la transacción. Su utilidad es verificar la información obtenida antes por otros medios. Tienen un costo explícito, habitualmente expresado en tarifas, y superior, en general, al de las fuentes de información directas.

Los Registros de la Propiedad acreditan la titularidad de los bienes inmuebles que aparecen en balance e informan sobre las cargas o gravámenes que pesan sobre ellos. Es conveniente la comprobación de la situación de activos, incluso si se ha accedido a las escrituras de propiedad, porque puede ocurrir que existan anotaciones posteriores al otorgamiento de las mismas.

De la información que ofrece la Superintendencia de Compañías se puede extraer datos acerca de los accionistas de la sociedad, porcentaje accionario, la composición del Consejo Administrativo, el capital suscrito, los desembolsos y la identidad de los representantes y apoderados de la compañía, así como sus estatutos, Etc.

También se dispone de información en la Central de Riesgos de la Superintendencia de Bancos del Ecuador. Existen agencias informativas que publican las demandas judiciales presentadas en los juzgados. El Registro de Deudas Impagas es un servicio de carácter

confidencial para uso exclusivo de la banca, cuya finalidad es ofrecer información sobre las empresas o personas naturales que no hayan cumplido con sus deudas contratadas. En ciertas ocasiones, se puede conseguir de las entidades bancarias informes relevantes para la valoración

Una de las fuentes más costosas es la obtenida de los informes exhaustivos de auditoria externa, pero en determinadas operaciones (salida a bolsa, fusiones, etc.), es obligatoria su realización.

A continuación (*Cuadro 2.1*) se resume las ventajas y desventajas de los dos tipos de información.

Cuadro 2.1 Fuentes de información directas e indirectas

	Ventajas	Inconvenientes
Directas o internas	Privilegiada Inmediata Barata	Subjetiva Accesible sólo al vendedor
Indirectas o externas	Objetiva Accesible a todos	Concurrida Retardada Cara

2.6.3 Factores que intervienen en la valoración de la empresa

2.6.3.1 Factores relacionados con la empresa

- Control general
- Expectativas
- Capital
- Informes gerenciales
- Actividad económica y sector industrial
- Imagen de la empresa
- Aspectos laborales
- Calidad de la administración, honestidad, imagen
- Historia de la empresa
- Recursos humanos y tecnológicos

2.6.3.2 Factores relacionados con la Gestión Financiera

- Solidez
- Rentabilidad
- Utilidades
- Utilidades por acción
- Rendimiento del Dividendo Sobre el valor de la inversión en activos
- Relación dividendos / precios
- Liquidez
- Nivel de endeudamiento
- Costos financieros
- Perspectivas de la valorización
- Valor de los activos
- Valor de la acción en bolsa frente al valor intrínseco
- Política de dividendos
- Valor de la compañía
- Valor comercial

2.6.3.3 Factores relacionados con el Mercado de la Empresa

- Sector al que pertenece
- Calidad de los productos
- Fuerza de distribución, tamaño del mercado, participación

2.6.3.4 Factores relacionados con el Mercado de Capitales

- Información disponible
- Especulación
- Competencia de otros valores
- Oferta y demanda
- Oportunidades de inversión
- Concentración de la propiedad accionaria
- Transparencia del mercado

2.6.3.5 Factores relacionados con la Política Gubernamental

- Impuestos
- Incentivos Fiscales
- Política económica

Capítulo 3

Antecedentes del sector textil en el Ecuador y de la empresa Hilacril

3.1 El Sector Textil en la Economía del País ⁸

La tradición textil en el Ecuador tiene sus orígenes a través de la fabricación de hilados y tejidos, primero dedicada al procesamiento de la lana, luego el algodón y actualmente como la tendencia mundial apunta a la utilización de fibras sintéticas. Con la apertura comercial iniciada en la década de los noventa el sector textil inició un proceso de mejora de sus niveles de productividad y calidad, a través de la integración vertical de las más importantes cadenas textiles que incluyeron *la confección dentro de su línea de producción* (Caso concreto de Hilacril S.A). Dentro del sector textil se pueden identificar dos actividades: la fabricación de hilos, telas y la confección.

En el año 2002, según las Estadísticas del Banco Central el sector textil y de la confección es parte de la industria manufacturera, la cual aporta con el 6,2% al Producto Interno Bruto, mientras que el sector textil representa el 38.7% dentro de la industria y el 2.4% del Producto Interno Bruto.⁹

El sector textil se ha visto afectado por los ciclos de la economía ecuatoriana, la crisis del año 1999 que representó para la economía una tasa de crecimiento negativa del -6.3% provocó en el sector textil un decrecimiento de -5.5%, sin embargo, la recuperación vertiginosa en el año 2000 permitió al sector textil excluirse de la devastadora caída de la Nueva Metodología del Banco Central del Ecuador para el cálculo del Producto Interno Bruto, (año base: 2000. industria manufacturera que decreció en -32.4%, mientras que el

⁸ Fuente Casa de Valores Pichincha

⁹ Banco Central Del Ecuador

rubro fabricación de productos textiles, prendas de vestir creció en 6.6%, valor superior al crecimiento de la economía en general que presentó una tasa del 2.8% anual).

Según el INEC¹¹ en el año 2001 en la categoría CIUU¹⁰ correspondiente a fabricación de productos textiles se registran 111 establecimientos de los cuales más del 50% se encuentran ubicados en la provincia de Pichincha y le siguen en importancia las provincias de Tungurahua, Azuay, y Guayas, sin dejar de destacar el importante crecimiento que registra la provincia de Imbabura donde en el más pequeño de sus cantones, Antonio Ante, e constituyeron en los últimos años 800 nuevas empresas y existen en total 2.500 pequeñas y medianas empresas que se dedican a actividades textiles.

En cuanto a la capacidad instalada de las plantas textiles, no existe una información oficial. No obstante, en función de la importación de materias primas se estima que la capacidad de procesamiento de éstas es de 40.000 TM anuales. Lo que significa que excluyendo lo que se va a consumir internamente, se puede disponer de 2.500 toneladas métricas mensuales, es decir mas de 25.000 TM al año que podrían ser destinadas a la exportación.

Para la confección, por su alta informalidad resulta aún más complicado conocer su capacidad instalada. Se estima que en la provincia de Pichincha existen más de 5.500 máquinas que trabajando con un nivel de eficiencia del 70% dan un total de 36,5 millones de minutos disponibles para la confección.

Se estima que por lo menos el 70% del sector textil, sobretodo en la actividad de la confección es informal, por lo que la Encuesta del INEC no la considera en sus estadísticas.¹¹

¹⁰ Código Centroamericano Único

¹¹ INEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos)

3.1.1 Materias Primas

Debido a la falta de tecnología el Ecuador es deficitario en la producción de materias primas para la industria textil, tanto de fibras naturales como *sintéticas y artificiales*. Durante muchos años en el país se cultivó algodón el cual fue incentivado a través de la restricción a las importaciones de la fibra. Con la liberalización de las importaciones, la inestabilidad de los precios internacionales, los bajos rendimientos del cultivo local, los fenómenos climáticos, y las dificultades de conseguir créditos en condiciones competitivas el cultivo de algodón disminuyó drásticamente. Actualmente la producción nacional sólo abastece el 10% del consumo nacional.

La fibra de lana ha sido desplazada por la *fibra sintética* y la poca cantidad de lana que se procesa en la actualidad se importa, debido a los costos altos de producción. La lana nacional se utiliza en la fabricación de productos artesanales.

Otras fibras que consume la industria textil, como poliéster, *acrílico* y poliamida, se importan en su totalidad debido a la ausencia de industria petroquímica y como se indicaba anteriormente, por la falta de tecnología invertida en el país. El abastecimiento de tejidos, hilos de coser, accesorios, para la industria de la confección en su mayoría provienen de la importación a pesar de que algunos de estos insumos se producen localmente (Caso de Hilacril), pero de igual forma se exportan.

3.1.2 Empleos y Salarios

Según información de la AITE (Asociación de Industriales Textileros), esta cadena productiva ocupa a 25.000 personas en forma directa y a más de 100.000 indirectamente, lo que implica una tasa de crecimiento de 4% en el número de empleos directos generados por el sector textil en los últimos cinco años de Asociación de Industrias Textiles Ecuatorianas

La remuneración promedio de los trabajadores textiles dedicadas a actividades como: Diseño, tejido, tintorería, corte y confección, acabado y remate es de Usd \$ 155 mensual, que significa un incremento del 8% en los niveles salariales, respecto al 2001.

3.1.3 Comercio Exterior

La producción y comercialización mundial de textiles es uno de los negocios que mueve mucho dinero en el mundo. Distintas regiones del planeta se han caracterizado por ser desde sus orígenes proveedoras de la oferta mundial de textiles, entre éstas se encuentran los países europeos y los del medio oriente. En la actualidad son los países asiáticos los que dominan el mercado mundial de textiles. Ecuador goza de preferencia de acceso a los mercados de Estados Unidos, La Unión Europea, Japón y la Comunidad Andina. En los Estados Unidos será beneficiario del ATPDA¹² en el cual las confecciones textiles que fueron excluidas en el ATPA¹³ tendrán también un tratamiento preferencial, a pesar de que la producción textil aún sigue sin tener preferencias. En la Unión Europea, Ecuador es beneficiario del Sistema Generalizado de Preferencias y de la versión aumentada de preferencias incluidas en el Régimen Especial de Preferencias Arancelarias para países andinos.

Como consecuencia de los acuerdos comerciales y del esfuerzo de los empresarios ligados al sector textil, las exportaciones textiles se han diversificado en los últimos años. Mientras en el año 1990 se exportaban bienes textiles bajo 55 sub-partidas arancelarias, ahora se han incluido más de 230 sub-partidas. Esto se refleja en la tasa de crecimiento del 21.5% que presenta la categoría prendas de vestir de fibras textiles, en el 2002.

¹² ATPDA (Andean Trade Preference and Drug Eradication Act)

¹³ ATPA (Andean Trade Preference Act)

3.1.4 Exportaciones de sector textil

El comportamiento de la exportaciones textiles es muy diferente al comportamiento en general de los productos industrializados, pues se refleja en la tasa de crecimiento anual. En el 2002, mientras las exportaciones de productos industrializados crecieron en 5,5%, las exportaciones textiles decrecieron en -11%. Es la categoría otras manufacturas textiles la que tiene la tasa de decrecimiento más alta (-7%). Las exportaciones se han afectado sobretudo por el incremento en los costos de producción, que hace perder competitividad a los productos ecuatorianos. Cabe señalar que es una de las desventajas de trabajar bajo el sistema dolarizado.

En el año 2001, las exportaciones textiles fueron más de Usd \$ 65 millones de dólares FOB, de los cuales 32% corresponden a prendas y complementos de vestir; 22% manufacturas y otros artículos textiles como: mantas, ropa de cama, mesa, tocador o cocina; 21% tejidos de algodón, de fibras sintéticas discontinuas, de hilados de filamentos sintéticos; 14% hilos de coser e hilados; y el 11% restante corresponde a textiles vegetales.

La Comunidad Andina, y los Estados Unidos son los principales destinos de las exportaciones d productos textiles (*Cuadro 3.1*). El rubro otras manufacturas textiles representan el 34% de las exportaciones a la CAN, y a Estados Unidos son las prendas de vestir las que tienen el 79.7% de exportaciones a ese país.

CUADRO 3.1 DESTINO DE LAS EXPORTACIONES

Comunidad Andina	54 %
Estados Unidos	16 %
Mercado Comunidad Europea	13 %
Resto A. Latina (Chile - México)	6 %
Mercosur	3 %
Resto del mundo	6 %
Países Asiáticos	2 %

14

¹⁴ Fuente: Banco Central del Ecuador

3.1.5 Importaciones

Las importaciones del sector textil han tendido un comportamiento ascendente, similar en los últimos cinco años, con excepción del año 1999. En el 2002 el sector registra más de US\$ 200 millones de dólares CIF en importaciones. La tasa de crecimiento anual promedio desde el año 1998 hasta el año 2002 es del 6% tanto para volumen como para valores.

En el año 2001, se importaron US\$ 237 millones de dólares CIF, de los cuales el 31% fueron tejidos de lana, de hilados de filamentos sintéticos, y otros tejidos de punto; el 25% materias primas; 18% prendas y complementos de vestir de toda clase; 8% manufacturas y otros artículos textiles; 10% productos especiales.

Las importaciones de productos textiles provienen en su mayoría de la Comunidad Andina y de los Estados Unidos. Siendo la línea de tejidos la que más se importa de la CAN con una participación de 37%. Mientras que las prendas de vestir son el 25% de las importaciones que vienen de Estados Unidos.

3.1.6 Industrialización del Sector Textil en el Ecuador

Las empresas textiles tienen una gran trayectoria dentro de la historia de la industrialización en Ecuador. Se caracterizan principalmente por tener como propietaria a una familia o a un grupo selecto de amigos. Son intensivas en activos fijos, por lo tanto se requieren de fuertes inversiones de dinero para la adquisición de bienes de capital, sobretodo en la primera cadena de producción textil, ya que en la fase de confección la inversión es menor (Caso Hilacril S.A). Estas empresas emplean a un gran número de personas como se mencionó anteriormente. En términos generales, los mayores componentes del costo de una empresa textil ligada a la producción son: materia prima e

insumos, energía eléctrica, mano de obra. Las empresas textiles requieren de una modernización en los procesos de producción permanente, haciéndoles cada vez más versátiles a las necesidades de los consumidores intermedios y finales. No obstante, existe una diferenciación tecnológica entre unas y otras empresas, siendo sobretodo aquellas que están vinculadas al sector externo las que están a la vanguardia. En el año 2001, estas empresas invirtieron más de US\$ 24 millones de dólares en bienes de capital con el fin de mejorar la productividad y competitividad. En los últimos cinco años la inversión superó los US\$ 80 millones, siendo los años 1999 y 2002 los que registran menores valores. (US\$ 8.523 y US\$ 12.800 miles de dólares CIF respectivamente).

Las empresas del sector textil en general trabajan al 70% de su capacidad instalada. Con la instalación de la dolarización, estas empresas se han visto afectadas por el incremento en los costos de producción y sobretodo por el ingreso ilegal de productos al país. Se estima que entre el 40% y 70% de lo que se consume en el Ecuador entra ilegalmente, y a precios fuera de competencia sobretodo de países como Colombia, Brazil, Peru, Panama y China, que tienen en algunos casos una industria textil gigantesca y en otros una fuerza comercial sin competencia. Así, el dinamismo de la economía mundial, y las características propias de la economía nacional provocarán que muchas de estas empresas piensen en la posibilidad de integrarse, o que las existentes comiencen a desaparecer.

El ATPDA¹⁵ da tratamiento preferencial a todos los productos excluidos del ATPA¹⁶ con excepción de textiles, algunos productos de azúcar, ton, y tafia. El ATPDA⁹ otorga el ingreso libre de aranceles a las confecciones elaboradas con insumos regionales, hasta un monto equivalente al 2% del volumen total de confecciones importadas por los Estados Unidos, incrementándose cada año hasta llegar al 5% en el 2006. Así, también, se otorga el ingreso libre de aranceles y sin cuotas a las confecciones elaboradas con insumos estadounidenses.

⁷

Aquí se presenta una oportunidad para el Ecuador, fundamentada en la magnitud de la demanda estadounidense con características principales como: Población EEUU 280

¹⁵ ATPDA (Andean Trade Preference and Drug Eradication Act)

¹⁶ ATPA (Andean Trade Preference Act)

millones PIB per cápita \$36 mil por año Ahorro interno Menos del 4% del PIB, es el menor de los países desarrollados Gasto en productos de consumo durables y no durables El mayor del mundo Consumo de textiles (2001) US\$ 80 mil millones: 35% confecciones, ropa 25% industriales, otros 24% cubre pisos 16% textiles del hogar. Consumo de indumentaria (2001) US\$ 275 mil millones 2.3 mil millones de pantalones 4.9 mil millones de camisas y blusas 410 millones de sacos.

En los últimos 25 años, la confección de EEUU disminuyó en 85% (Precisamente por tener una moneda dura). Desde 1995 Méjico y la Cuenca del Caribe sobrepasaron a Asia como principal fuente de indumentaria para EEUU. Los acuerdos de libre comercio en la región impulsan las exportaciones de indumentaria a EEUU.

Las exportaciones andinas de textiles y confecciones al mercado norteamericano han ido aumentando en la última década. Pero aún, representan una parte muy pequeña de las importaciones norteamericanas. De los US\$ 54 mil millones que se importaron en el año 2002, entre Colombia y Perú no llegaron a cubrir ni el 1% de estas importaciones. Además, en los últimos años los países andinos han debido enfrentar una competencia reciente por parte de los países caribeños, centroamericanos, China y Taiwán que no reciben ningún trato preferencial por parte de EEUU, pero representan una importante competencia gracias a las economías de gran escala que generan, bajos costos de mano de obra y una creciente productividad. Con la ATPDA se espera que las exportaciones a los Estados Unidos tengan un crecimiento vertiginoso. Para Colombia, por ejemplo se espera un crecimiento de las exportaciones del 50% en el corto plazo, 70% en el mediano plazo (2006), y 200% en el largo plazo (2010). Perú por su parte espera incrementar sus exportaciones de textiles de US\$ 321 millones en el 2001 a US\$ 856 millones en el 2006. El *Ecuador*, llegaría a exportar en el 2006 por lo menos US\$ 1000 millones, lo que duplicaría el empleo directo que genera el sector (50.000 puestos de trabajo).

3.1.7 Competitividad del Sector Textil Ecuatoriano

Como se indico anteriormente, el hecho de trabajar en medio de un sistema dolarizado, a competitividad de los productos textiles se ve afectada principalmente por la

elevación de los costos de producción, que hace que los productos que se hacen en el país tengan precios mayores a los importados. Y, frente a aquellos países que no tienen un tipo de cambio fijo la posibilidad de devaluación de su moneda les permite exportar a mejores precios, restando mercado a los productos locales. Por esto algunas empresas textiles del Ecuador optaron por crear sucursales fuera del País, mediante procesos de maquilado, obteniendo costos de producción inferiores. En otros casos cambiaron su condición de productoras a convertirse simplemente en importadoras que les devenga mayor utilidad.

Por el lado de la calidad, el sector textil ecuatoriano se ha caracterizado por mantener estándares de calidad bastante aceptables para el mercado internacional, siendo un aspecto favorable para la incursión en mercados foráneos, sobretodo en el caso de países industrializados y de alto poder adquisitivo, como la Comunidad Europea.

La falta de reglas claras, como consecuencia de la inestabilidad política han afectado directamente al sector textil, cuando en casos como la desgravación arancelaria que favorecía a 700 productos para incentivar a la producción industrial publicada en noviembre del 2002, existen 50 partidas vinculadas a la actividad textil. Resolución que está tambaleando, debido a una disposición del COMEXI¹⁷ donde se indica que cada empresa debe justificar los efectos del no pago de aranceles en las importaciones para cada uno de sus productos. Esta falta de coherencia en las disposiciones estatales, que crean inseguridad jurídica, unidas al difícil acceso al crédito, las altas tasas de interés, la inadecuada infraestructura del país, afectan a la competitividad de todos los productos, y en unos casos más que en otros.

Fortalezas

- Experiencia y presencia en los mercados de la región durante muchos años
- Alta flexibilidad y versatilidad para adaptarse a las nuevas tendencias y exigencias de la demanda
- Tecnología similar a la de la competencia regional.
- Producción diferenciada, sobretodo en las empresas que están ligadas a la exportación.

¹⁷ Consejo de Comercio Exterior e Inversiones

Oportunidades

- Mercado regional andino y de fronteras muy atractivo, con semejanzas culturales.
- ATPDA¹⁸, posibilidad de incrementar sustancialmente las exportaciones a los Estados Unidos.
- ALCA¹⁹.
- Ingreso de los productos ecuatorianos a la Unión Europea a precios más competitivos por devaluación del dólar respecto al euro.

Debilidades

- Dificultades, legales, fiscales y administrativas para la importación de materias primas y bienes de capital.
- Deficiencia tecnológica para producir materias primas.
- Acceso al crédito limitado y altas tasas de interés. Esto a pesar de vivir una economía dolarizada.
- Relaciones laborales complicadas debido a las leyes laborales⁸
- Estructura familiar, dificulta la integración de las empresas del sector. Falta de apertura de capital e incursión a la Bolsa de Valores para obtener créditos mas ventajosos.
- Carencia de normativas de calidad para productos internos.
- En el sector de la confección, existen muchas empresas pequeñas que se manejan de manera informal, y tienen poca capacidad de competir.
- Deficiente capacitación de la mano de obra.
- Inseguridad Jurídica.

Amenazas

- Contrabando
- Calificación de riesgo del sistema financiero no favorece a nuevas inversiones en el sector.
- Sector informal muy extendido y sin normativas.
- Pérdida continua de competitividad, sobretodo con relación a los productos convenientes del Sudeste asiático que ingresan al país a precios muy bajos.

¹⁸ ATPDA (Andean Trade Preference and Drug Eradication Act)

¹⁹ Acuerdo del Libre tratado de las Américas

Aspectos a Considerar

- El sector textil ecuatoriano, al momento atraviesa por un momento difícil, debido principalmente al contrabando y a la sub-facturación, tanto de manufacturas nuevas como usadas.
- La dolarización hace que los productos nacionales pierdan competitividad en el mercado interno y externo debido a las constantes devaluaciones que se aplican en otros países.
- El incremento de las importaciones de productos proveniente de países asiáticos, colombianos, brasileños, etc., están causando un gran daño a la industria nacional.
- La ATPDA²⁰ se presenta como una oportunidad para la industria textil de la región, en donde se deben aprovechar de ciertas fortalezas como el costo de mano de obra que aún puede ser comparativamente bajo, un buen conocimiento exportador, alta flexibilidad y velocidad de respuesta de las empresas frente a la demanda.
- La integración de las empresas deber ser una acción inminente a ser considerada por los empresarios del sector. Esta se puede convertir en una fortaleza aprovechable para enfrentar la globalización de la economía en general y la ATPDA²¹ en particular.
- El esfuerzo para aprovechamiento del nuevo ATPDA no puede limitarse a aprovechar las preferencias durante un término determinado. Debe ser parte de una tarea ambiciosa que consista en posicionar la oferta exportable de los países andinos para que cuando a partir del 2005 los Estados Unidos abran de manera general su mercado bien sea porque remuevan sus cuotas de importación en sectores como los textiles y confecciones, o porque entre en vigencia el Acuerdo de Libre Comercio de las Américas ALCA²², la región pueda afrontar con éxito la competencia de terceros países, particularmente la competencia asiática en el sector textil-confección. Se trata entonces de posicionar, en el corto, mediano y largo plazo, la oferta exportable de los países andinos en el mercado de los Estados Unidos.

²⁰ ATPDA (Andean Trade Preference and Drug Eradication Act)

²¹ ATPDA (Andean Trade Preference and Drug Eradication Act)

²² Acuerdo del Libre tratado de las Américas

3.2 Información Histórica de la Empresa Hilacril

Hilacril S.A. en su escritura de constitución, del 23 de abril de 1974, al definir el negocio de la compañía señaló su objetivo: “La compañía tendrá por objeto la producción, fabricación y venta de hilos de tipo lana utilizando materia prima de origen animal y sintético, mediante el proceso de transformación de TOWS o TOPS a hilo”. De esta definición se desprende que el objetivo fue el de vender hilo acrílico mezclado con fibras naturales.

A finales de la década de los setenta, Hilacril sobresalía en medio de un grupo de compañías pioneras en la producción de hilos acrílicos, por motivo que la competencia no era mayor y la tecnología no evolucionaba durante algunos años. La producción en la década de los setenta no sobrepasaba los 300.000 kilos de hilo por año.

A comienzos de los años ochenta se ve un repunte de la tecnología, por lo que Hilacril se ve obligado a adquirir maquinaria de mejor rendimiento, para reducir costos y para obtener producto de mejor calidad, sin embargo la Empresa no podía trabajar a su plena capacidad por falta de demanda en el mercado. La producción promedio en la década de los ochenta era de alrededor de 400.000 kilos anuales.

En 1987, se decide incursionar en los productos elaborados en base al hilo acrílico. La empresa adquirió telares planos para la fabricación de telas, destinado al mercado de tapicería y adecuaciones de oficinas, pero con una producción pequeña de apenas 20.000 metros de tela, sacando muy buenos resultados. Esta producción se fue incrementando llegando al año 1989 a fabricar una cantidad de 70.000 telas aproximadamente junto con 520.000 kilos de hilo.

Ya entrando a la década de los noventa, la empresa aumenta la producción de telas, y comienza a exportar a diferentes países andinos como Colombia, Perú y Bolivia en un 15 % de su producción, a pesar de diferentes dificultades económicas que se presentaron en la época, como por ejemplo las altas tasas de interés, atendiendo gran parte de la producción a pagar costos financieros de deuda.

Sin embargo a partir del año 1993, se ve con mas optimismo el panorama de la empresa. Se aumenta la producción bordeando los 800.000 kilos de hilo y 140.000 metros de tela, logrando cumplir una producción mayor al 80% de la capacidad instalada. Por esto a finales de 1993, se decide renovar la maquinaria para aumentar la producción y reducir los costos y así poder satisfacer la potencial demanda futura.

Es importante puntualizar que en el año 1995, Hilacril se ve obligado a aceptar maquinaria textil para fabricar prendas de vestir, por parte de pago de una deuda, en vista de que esta podría transformarse en incobrable. Esta decisión fue muy importante para el cambio de línea de producción que la empresa ha tomado en última década, definiendo su objetivo final el de producir prendas de vestir en base a su producto estrella, el hilo acrílico. En 1995, con la apertura de las fronteras comerciales entre Colombia y Ecuador, las exigencias de un mercado globalizado fueron más evidentes, el sector textil se vio obligado a adoptar estrategias que le permita hacer frente a las nuevas demandas del mercado.

Pero no es sino en 1997 cuando Hilacril entra con el proceso de elaboración de prendas de vestir, específicamente sacos de diferentes modelos, y solamente a nivel nacional, como prueba de aceptación de su mercadería. En 1998 la Compañía adquiere maquinaria moderna para la elaboración de sacos, obteniendo una capacidad productiva de 15.000 sacos mensuales, comenzando a entrar en el mercado internacional. Ya en 1999 y comienzos del año 2000, la empresa toma un giro productivo, tomando principal atención hacia los productos elaborados. La producción de hilos a finales de los noventa comienza a destinarse en mayor cantidad hacia la producción interna, especialmente para la elaboración de chales y sacos, de esta manera el número de kilos de hilo vendidos en el año 2000 bajó a 450.000 kilos, de 670.000 que se vendía en 1998.

La historia desde el año 2000 hasta la actualidad, muestra que Hilacril a concentrado todo su poder productivo a la elaboración de productos terminados, notándose en sus datos contables que la venta de hilos como producto terminado ha llegado a niveles históricos, como los más bajos marcados en la vida de la empresa.

La venta de hilos y telas se mantiene únicamente para satisfacer la demanda de clientes fieles y de buen pago, que se ha mantenido durante muchos años. Otro motivo es el

de mantener en parte el objetivo inicial que Hilacril asumió en el momento de su constitución.

En consecuencia, actualmente la compañía ofrece a sus clientes hilos, telas y Prendas de vestir.

3.3 Giro del negocio de la Empresa

Basados en el negocio de la compañía podemos definir que la empresa tiene tres unidades de negocios: hilados, telas y Prendas de vestir. Por lo tanto identificaremos a nuestros clientes para cada una de ellas:

HILOS.

Por tratarse de un producto que no está a disposición del consumidor final, su mercado está compuesto por empresas y clientes especiales que se relacionan con la industria de confecciones.

TELAS.

Este producto no necesita mayor transformación, pero tampoco está a disposición del consumidor final. Se trata de telas para tapicería y modulares, que son utilizadas por artesanos que trabajan en la fabricación y adecuación de muebles para el hogar y oficina; y decoraciones de interiores.

PRENDAS DE VESTIR.

Este producto se ofrece tanto al consumidor final como a diferentes distribuidores. Las Prendas de vestir son para damas y caballeros; y tienen una amplia gama de modelos y colores.

Los esfuerzos de la compañía están dirigidos a: (1) Unidad Prendas de vestir: “la satisfacción de las necesidades de vestido complementarios con prendas para climas templados y fríos”, (2) Unidad telas: “La satisfacción de las necesidades de confort en la

adecuación e innovación de ambientes y muebles de oficina y hogar” y (3) Unidad hilados, basados en el conocimiento que nuestros clientes de hilos fabrican Prendas de vestir y telas al igual que nosotros, el objeto es ofrecer un hilado que satisfaga las necesidades que se han manifestado para las unidades estratégicas Prendas de vestir y Telas.

3.4 Visión del futuro.

Hilacril ha definido la siguiente Visión del futuro:

“Ser líderes en el mercado nacional, con proyección internacional, con nuestro compromiso de mejorar permanentemente la calidad; así como por la constante innovación de productos.”

Con este propósito, la empresa desarrollará sistemas que permitan:

1. Conocer las necesidades de los clientes en búsqueda de su plena satisfacción. Es decir un sistema que permita la intimación con los clientes para lograr su fidelidad con nuestras marcas.
2. Investigar las tendencias mundiales de la moda para que podamos ofrecer nuevos productos al mercado con la debida oportunidad.
3. Fomentar la excelencia operativa mediante un mejoramiento continuo de los procesos de fabricación, de la tecnología y del desarrollo de las habilidades de su personal.
4. La descentralización en la toma de decisiones.
5. Reforzar el compromiso con la calidad que el personal tiene en la actualidad.

3.5 Objetivos , metas y valores .

De la encuesta realizada (Septiembre 2004) a directivos, jefes de departamentos y mandos medios se obtuvieron los siguientes objetivos y metas:

Objetivos:

- Mejorar sustancialmente en el mediano plazo la participación del patrimonio en los activos totales de la compañía. Es decir bajar el endeudamiento.

Para conseguir este objetivo primario, la empresa se ha planteado los siguientes objetivos adicionales:

- Maximizar las utilidades optimizando los procesos de producción.
- Diversificar la producción de la empresa.
- Conseguir la lealtad y satisfacción de los clientes mediante la entrega de valor.
Ratificamos la existencia de clientes internos y externos.
- Posicionar las marcas en el mercado nacional y extranjero.
- Contar con personal altamente capacitado.
- Mejorar la tecnología.
- Adoptar una administración basada en la Garantía de la Calidad.

Metas:

- Disminuir anualmente en 5 puntos porcentuales el índice de endeudamiento de la compañía.
- Mejorar anualmente el 50% en los rendimientos porcentuales.
- Aumentar en el presente año el 20% de clientes leales.
- Desarrollar nuevos productos para otros segmentos de mercado:
Prendas de vestir: Para jóvenes, hombres y nichos de mercado que consumirían ropa usada.
- Introducir en el mercado nuevos productos:
Hilos: 2 producto cada seis meses.
Telas: 2 productos cada seis meses.
Prendas de vestir: 20 modelos cada seis meses.

- Incrementar anualmente en el área de confecciones por lo menos 2 artículos que cubran las necesidades de vestido de los consumidores.
- En la unidad de Prendas de vestir en los próximos 5 años, renovar la maquinaria con tecnología de punta en el 80% de la capacidad de la planta.
- En la unidad de hilos, en el presente año, renovar la maquinaria con tecnología de punta en la sección de acabado.
- Aperturar puntos de distribución directos en México, Perú, Bolivia, Chile y Brasil.
- Anualmente dictar 40 horas / hombre en capacitación y desarrollo del personal.
- Desarrollar manuales de procedimientos para el 80% de procesos de la compañía. En el presente año.
- Liquidar los estados financieros de la empresa dentro de los primeros quince días de cada mes.
- Desarrollar en el presente año el sistema de justo a tiempo en todos los procesos de la empresa.
- Disminuir el desperdicio generado por los procesos productivos en el 50%.
- Automatizar el sistema de registro de mantenimiento de la maquinaria, equipos e instalaciones de la empresa.

Valores filosóficos:

Con el propósito de dar una identidad propia a la compañía, sus Directivos han identificado los siguientes principios y valores filosóficos que son observados en el desarrollo de sus actividades:

- La calidad del producto es lo primero.
- Trabajar para el cliente.
- Ser creativos e innovadores.
- Decir siempre la verdad al cliente.
- Puntualidad.
- Descentralización en la toma de decisiones.
- Trabajo en equipo.
- Documentación. Toda experiencia y procedimiento debe registrarse por escrito.

3.6 Misión

Con lo expuesto anteriormente, podemos definir con claridad la Misión futura de la empresa. Primero expondremos la misión anterior con sus cambios durante el desarrollo de la empresa para observar su variación.

La MISIÓN ANTERIOR:

“La compañía tendrá por objeto la producción, fabricación y venta de hilos de tipo lana utilizando materia prima de origen animal y sintético, mediante el proceso de transformación de TOWS o TOPS a hilo.”..... “y la fabricación y venta de telas”..... “y la fabricación y venta de Prendas de vestir.”

La MISIÓN FUTURA:

Hilacril es una empresa textil dedicada a ofrecer productos de calidad que satisfacen las necesidades de vestido complementario con prendas para climas templados y fríos, imponiendo moda y elegancia en el mercado nacional y extranjero, además fabricar tapices que crean ambientes elegantes y confortables en la decoración de interiores; Creando valor para nuestros clientes; generando bienestar para nuestros colaboradores y rentabilidad para los accionistas.

Con el propósito de ser los mejores para nuestros clientes, trabajamos en equipo; utilizamos tecnologías; estamos comprometidos con las normas más altas de calidad; ponemos énfasis en el respeto a los demás, la honestidad, la puntualidad, la verdad, el compañerismo; la capacitación y la lealtad a la empresa; y sabemos que las exigencias de nuestros clientes son oportunidades de mejora.

3.7 Mercado de la empresa.

Identificación e evaluación del mercado.

Como conocemos Hilacril es una empresa que pertenece al sector textil, sin embargo éste está constituido por empresas que desarrollan sus actividades en diferentes campos, los que exponemos a continuación:

INDUSTRIA TEXTIL:

- LANERA
- HILATURA:
- ALGODONERA.
- TEJIDO DE PUNTO.
- TEJEDURIA:
- TEJIDO PLANO.
- TINTORERIA Y ACABADOS
- CONFECCIÓN.

Hilacril cuenta con una planta de Hilatura Lanera. Esta tecnología procesa fibras acrílicas y sus mezclas con fibras de origen animal como la lana, alpaca, angora y otras, consecuentemente nuestro mercado se basa en este tipo de fibras y no competimos con Prendas de vestir de algodón, nylon, poliéster y otras similares que son especialmente para climas cálidos.

La unidad Hilos cuenta con un mercado que esta compuesto en su mayoría por la industria de las confecciones, es importante señalar que la empresa autoconsumo cerca del 80% de la producción. Es decir que la producción en la actualidad es de aproximadamente 850.000 kilos de hilo, 680.000 kilos están destinados a la fabricación de productos elaborados.

En los Cuadros 3.2, 3.3, 3.4 y 3.5 se resume la evolución histórica de producción por línea de productos desde el año 1990.

Cuadro 3.2 Evolucion Historica de la Produccionde Hilos

PERIODOS	VENTAS MILES DE KILOS	DESTINO ACTUAL
90	560	
91	546	
92	635	
93	806	
94	779	
95	817	
96	756	
97	744	
98	667	
99	503	
00	453	
01	267	
02	51	
03	27	
04	33	

Cuadro 3.3 Evolucion Historica de la Produccionde Telas

PERIODOS	VENTAS MILES DE METROS	DESTINO ACTUAL
90	90	
91	105	
92	120	
93	147	
94	186	
95	222	
96	264	
97	258	
98	269	
99	177	
00	200	
01	136	
02	96	
03	67	
04	64	

PRENDAS DE VESTIR:

Cuadro 3.3 Evolucion Historica de la Produccionde Sacos

PERIODOS	VENTAS MILES DE UNIDADES	DESTINO ACTUAL
97	24	
98	108	
99	141	
00	199	
01	253	
02	284	
03	342	
04	265	

Cuadro 3.4 Evolucion Historica de la Produccionde Chales

PERIODOS	VENTAS MILES DE UNIDADES	DESTINO ACTUAL
97	24	
98	108	
99	141	
00	199	
01	253	
02	284	
03	342	
04	265	

El mercado de la unidad Prendas de vestir está compuesto en gran magnitud por el consumidor Mexicano, Colombia, Perú, Bolivia y la comunidad Europea, como en España y Gran Bretaña.

3.7.1 Segmentación del mercado.

La segmentación del mercado por unidades estratégicas es el siguiente:

Hilos:

Los clientes de hilados necesariamente son fabricantes de productos textiles a partir de la Tela. Estas están en relación al tipo de máquina que utilicen, es decir depende del tipo de puntada con que se fabrique la tela. Bajo este criterio, nuestros clientes pueden ser identificados como tejedores de telares planos y tejedores de telares de punto.

Otro aspecto muy importante para la segmentación del mercado de hilados es las características del hilo, principalmente en relación a su título. Hilacril al respecto cuenta con una planta de hilatura que ofrece hilados de un grosor que varía entre 5 y 40 título métrico.

Por lo tanto y en consideración a estos dos aspectos señalados, podemos identificar la siguiente segmentación para la unidad Hilos:

- Clientes de telares planos, y,
- Clientes de telares de punto.

Clientes de telares planos: En este segmento existe una subdivisión que tiene relación con el grosor o la galga del telar que a su vez está con relación al título de hilado. Entonces la empresa puede ofrecer hilados para productos que varían entre: Alfombras, cobijas, chalinas y tapices. La unidad de Telas es parte de este segmento de mercado con chalinas y tapices.

Clientes de telares de punto: Esencialmente son utilizados para la industria de la confección, para la fabricación de Prendas de vestir, calcetines y prendas deportivas. El grosor de la tela, también está relacionado a la galga del telar y al título de hilo. Este tiene singular importancia ya que las prendas serán fabricadas para diferentes climas. La unidad Prendas de vestir es parte de este segmento.

Prendas de vestir:

El producto que ofrecemos, reúne todas las condiciones de calidad (suavidad, durabilidad, cero encogimiento y comodidad) y está diseñado acorde con las tendencias actuales de la moda para así satisfacer el gusto del cliente potencial.

Los grupos de consumidores a los cuales va dirigido el producto son:

- **Consumidores Institucionales.-**

Nuestro producto se distribuye a grandes almacenes como: D & Bond, Etafashion y Casa Tossi. Además se tiene distribuidores internacionales en diferentes países.

- **Consumidor Individual.-**

Los segmentos a los cuales van dirigidos los Prendas de vestir, han sido clasificados tomando en cuenta los siguientes aspectos:

- **Genero.-** Femenino y Masculino.
- **Edad.-** Personas de 17 años en adelante.
- **Clase social.-** Media y Alta.
- **Ubicación geográfica.-** Para climas: Templado y frío.

Telas:

La planta de telares, cuenta con máquinas de galgas que son exclusivamente para la fabricación de telas para: tapicería, divisiones modulares, paneles y sillones. Los clientes de estos productos son las empresas dedicadas a decoraciones de interiores y similares, los arquitectos y los pequeños artesanos de tapicería.²³

²³ Fuente: Información Hilacril

3.8 Datos contables históricos (2000-2004) de la Empresa: Estado de Perdidas y Ganancias - Balances Generales

3.9 Índices Financieros

Para medir el desempeño de una Empresa se utilizan generalmente tres tipos de índices financieros:

- Índices de Liquidez: Que calcula la cantidad de dinero efectivo disponible para cubrir los gastos más emergentes y también los de largo plazo. Es una herramienta directa que representa el estado de una empresa la forma de afrontar las deudas y también la capacidad de adquirir nueva deuda necesaria para invertirla en producción. El hecho de que una Empresa este endeudada no quiere decir que se encuentra en riesgo.
- Índices de solidez: Demuestra también la fortaleza de una empresa para garantizar las deudas, principalmente con su Patrimonio y sus Activos fijos.
- Índices de Rentabilidad: Nos permite valorar el manejo operacional de la empresa para generar riqueza, o valor a las acciones de la empresa. Se miden parámetros que relacionan directamente a la Utilidad Neta.

Concentrándonos en los resultados de la Empresa Hilacril (*Ver cuadros # 3.4, 3.5, 3.6*) podemos concluir:

Los índices de solvencia (*Cuadro 3.6*) se presentan de una manera favorable desde el año 2001 con niveles superiores a 1.5 que es lo recomiendan los analistas financieros para que una empresa no pierda capacidad de pago. En el año 2000 el índice de solvencia es de 1.38, no siendo esto motivo de preocupación, por cuanto los valores superiores a 1.0 se consideran dentro de lo normal para empresas industrializadas que generalmente trabajan con un alto margen de apalancamiento.

Para los índices de liquidez, valores superiores a 1.0 indican una buena capacidad de pago mediata con dinero liquido o de fácil obtención. Por lo tanto según los valores obtenidos la evolución del índice de liquidez es favorable desde el año 2001, con valores superiores a 1.0, a pesar que en el 2000 se obtiene un valor de 0.87. Este valor puede

reflejar el problema generado por la crisis económica que atravesó el Ecuador en 1999, y por el impacto causado con cambio de moneda y el sistema económico.

La liquidez del activo corriente refleja el porcentaje de los flujos “menos” líquidos sobre el activo corriente total. Es decir activos que necesitan de un proceso más extenso para volverse dinero, en caso de necesitar atender una deuda urgente. Son recomendables valores inferiores a 0.5, por lo tanto la empresa manifiesta un comportamiento favorable, reduciendo el índice cada año. La empresa demuestra con esto que es capaz de afrontar cualquier pago a corto plazo sin incurrir a mas deuda ni entrar en moratoria.

Se denomina “Capital de trabajo necesario”, a la liquidez mínima que debe tener una empresa para mantenerse en un funcionamiento. Como se puede observar en el *Cuadro # 3.7* , el Capital necesario de la empresa siempre fue menor al capital de trabajo disponible. Esto concluye que la empresa nunca estuvo en peligro de paralizar producción por falta de recursos.

El índice de solidez o también llamado de endeudamiento, evalúa el riesgo financiero que manifiesta una empresa. Como se puede observar en el *Cuadro #3.7*, la empresa demuestra un crecimiento del Activo Fijo sobre el Pasivo Fijo en cada año, generando mayor respaldo para afrontar la deuda actual, y también capacidad de endeudamiento para el futuro.

Luego analizando los otros índices de la Estructuración de la deuda se concluye que ha existido un refuerzo del Patrimonio en la Empresa, comportamiento que se manifiesta en la situación favorable según los índices encontrados. Una de las características de la empresa, principalmente en los últimos años, es la confianza que los accionistas han depositado en el manejo de Hilacril, logrando por unanimidad el aumento de Capital en cada año. Esto con la finalidad de reducir deuda con altos gastos financieros e inversión en la renovación de maquinaria con mayor tecnología. Al final el aumento de Capital Social se refleja en el aumento del valor accionario de la Empresa.

En cuanto a los índices de rentabilidad (*Cuadro 3.8*) se observa una evolución desfavorable en todos los años (2000-2004). Generalmente el objetivo económico de un inversionista se relaciona directamente con la rentabilidad, pero a nivel de los accionistas y

ejecutivos de la Empresa no es motivo de preocupación, puesto que este fenómeno es una reacción a la difícil situación afrontada en este periodo, principalmente con la dolarización y posteriormente el precio del petróleo:

- Así se evidencia que durante la transición las tasas de interés permanecen altas con respecto a otros países dolarizados.
- Internacionalmente, menor competitividad ecuatoriana por costos altos de producción
- Nacionalmente, mayor competencia con productos importados a precios mucho menores, aunque de menor calidad.
- Falta de apoyo al sector industrial por parte de los organismos Gubernamentales.
- Materias primas derivadas del petróleo más caras, etc.

Podríamos enumerar muchas razones más, sin embargo lo importante es que para combatir estas circunstancias, Hilacril se vio obligada a reducir los márgenes de utilidad, sin amenazar la liquidez de la misma, para mantenerse en el mercado ofreciendo la misma calidad de sus productos sin aumentar significativamente los precios.

Capítulo 4

Aplicación del Método de los Flujos Descontados (Caso Practico Empresa Hilacril)

4.1 Justificativos del tipo de Valoración

Es importante saber el motivo para la valoración de una empresa y la situación en la que se encuentra por parámetros iniciales para inclinarnos hacia uno u otro método de valoración.

En el caso práctico, que a continuación se va a analizar, encontramos que la empresa se encuentra en plena actividad, incursionando tanto en el mercado nacional como **en el mercado internacional**. A pesar de la gran crisis que se creó en el país en los años 1998-2000 por el proceso de la dolarización la empresa, dentro del campo textil, ha sido una de las pocas sobrevivientes en el mercado. Inclusive bajo la amenaza presente y futura de competencia extranjera, sobre todo de países con costos operativos más bajos y estrategias de comercialización agresivas que están invadiendo el mercado nacional sin que el gobierno haga nada por defender los intereses de la industria ecuatoriana.

Lo anterior demuestra la voluntad de los directivos de la empresa por llevar un plan de fortalecimiento, no necesariamente de un crecimiento significativo a corto plazo, sino más bien de mantener su producción y conseguir mejores mercados en el futuro.

En cuanto a la metodología de valoración para la Empresa Hilacril, se debe considerar además de sus estados contables, activos, pasivos, índices financieros, etc., el potencial futuro de producción proyectado a corto plazo y a largo plazo. Dentro de estos

parámetros es lógico pensar que el sistema más apto para analizar la empresa es el método de valoración dinámica.

Dentro de los métodos de Valoración Dinámica que existen se escogió el de Flujos de caja a disposición de los accionistas, puesto que analiza a la empresa hasta llegar al valor creado sobre las acciones proveniente de la capacidad de la empresa de generar dinero en el futuro. Es decir por el momento la valoración se justifica, únicamente por interés de los accionistas, por la posibilidad de obtener datos que permitan sacar conclusiones comparativas entre los resultados de la valoración y la rentabilidad esperada.

Otros métodos no son apropiados para este caso, puesto que se enfocan a una perspectiva estática o bien porque la valoración depende mucho de la subjetividad del analista.

En cuanto a los datos y documentos requeridos, se dispone de toda la información suficiente para desarrollar la valoración enfocada en un caso práctico de la empresa Hilacril. No existe por el momento ninguna posibilidad de venta de acciones, posibles fusiones con otras empresas, liquidación, etc., que exigiría al método de valoración mayor cantidad de datos, tanto internos como externos, que deberían ser tomados en cuenta.

4.2 Metodología para la Valoración

- Se analiza el método a utilizar en la valoración de la empresa tomando en cuenta su situación actual y la perspectiva a futuro. Como en el punto anterior ya se anotó, el método escogido es el de “Flujos de caja descontados”
- Con los datos contables de la empresa de los años 2000-2001-2002-2003 y 2004 se procede a obtener los parámetros para la proyección de los flujos de caja. Estos parámetros se obtienen con relación al comportamiento de la empresa en los últimos años en cuanto a precio y costo de ventas, volúmenes de producción, costos de administración, etc. (*Anexo # 1*), y del plan de acción y de

actividades de los ejecutivos de la empresa a corto plazo, tentativamente hasta el año 2009. A largo plazo, es decir a la perpetuidad se toma en cuenta el criterio de los ejecutivos de la empresa considerando la situación del mercado internacional a futuro.

- Se considera diferentes índices financieros para analizar el manejo de la empresa dentro de los años auditados.
- Con los datos anteriores se procede a encontrar el flujo de caja de las tres etapas involucradas a partir de la utilidad operativa bajo el esquema detallado en el *Cuadro # 4.1* . Es decir, el último año contable (2004), el periodo a corto plazo de 5 años (2005-2009), y a perpetuidad (Valor Horizonte).
- Se fija la tasa de descuento (K_e) utilizada para actualizar los flujos de caja operativos utilizando los promedios de rentabilidad de los bonos del Tesoro Americano, emitidos por las principales entidades financieras americanas, encerrando así la situación macroeconómica y la tasa de riesgo de inversión del país ($\frac{EMBI_{24}}{100}$) emitido por el banco de Inversión estadounidense JP Morgan.
- Se proyecta los pasivos a largo plazo, tomando en cuenta el vencimiento anual de la deuda, las tasas de interés y de capitalización en el mercado. Luego de la proyección se determina el valor presente para incorporarlo en el análisis de la valoración.
- Una vez actualizados todos los valores se obtiene el valor global de la empresa, que será dividido entre el número de acciones, para obtener el valor de cada acción individual.
- Se relaciona el valor por acción analizado con el valor por acción en libros y se determina el premio o castigo de cada acción.

Comentario [u1]: EMBI (Emerging Markets Bond Index) (Índice de bonos de mercados emergentes)

²⁴ EMBI (Emerging Markets Bond Index) (*índice de bonos de países emergentes*)

- Se saca conclusiones y recomendaciones de interés para los accionistas, dependiendo de los resultados del análisis.

4.3 Desarrollo analítico de la valoración

Para la valoración se utilizaron cuantificaciones de proyección, tomando en cuenta las recomendaciones de los propios ejecutivos de la empresa, criterios muy importantes puesto que tienen en el negocio alrededor de 30 años de funcionamiento. Es mucho más fácil entender a quienes están en el negocio por tanto tiempo, ya que, pueden discernir las metas que se pueden cumplir.

4.3.1 Parámetros utilizados en la proyección a corto plazo.

El periodo a corto plazo es de 5 años (2005-2009). Debido a que el país maneja una estabilidad aparente, se ha optado por tomar el comportamiento de la empresa en los últimos años de funcionamiento, cuando amerita. Además dentro de estos parámetros se tomó en cuenta los productos que más afectan a la economía de la empresa como son: elaboración de sacos, telas, hilos y chales.

4.3.1.1 Costo de ventas

Sobre la base de los resultados de los años 2000-2004, se analizó el comportamiento para cada línea de producto. Se obtiene el porcentaje de variación entre cada año y se toma los datos más representativos, valorando también la probable tendencia de los costos de producción para el Futuro.

-Hilos: Como se puede apreciar en el *Cuadro 4.2* existe una importante variación del costo de ventas en el año de 2004. Esto se debe a que en los últimos meses del año 2004 los productos sintéticos, sufrieron un importante incremento internacional a causas de la subida del precio del petróleo, que inciden directamente en el proceso de fabricación. Se considera por parte de los ejecutivos que difícilmente los costos bajarían a niveles normales, por el contrario existirá un aumento moderado en los próximos años. Para involucrar los datos históricos, se considera un promedio de los 5 años contables (2000-2004).

- Telas: La variación promedio observada para el año 2004, tuvo un comportamiento totalmente diferente, pese a la subida del petróleo. Esto se debe a que en inventarios existía materia prima para la producción de los últimos meses del año 2004. Se consideró conservadoramente un promedio de los tres últimos años. (*Cuadro 4.2*)

- Sacos y Chales: No se observa un aumento del costo de ventas tan considerable como el comportamiento de los hilos para el año 2004. Esto se debe a que si bien son productos elaborados mediante hilos acrílicos, pasan por un proceso de elaboración final, utilizando maquinarias modernas adquiridas en el año 2004, que reducen considerablemente los costos de producción del producto. Para encontrar el parámetro de proyección futura se considero un promedio del porcentaje de variación de los últimos cuatro años para los sacos y los últimos tres años para los chales.

4.3.1.2 Precio de ventas

El precio está relacionado directamente con el costo de producción más un margen que cubre la utilidad bruta necesaria para que la fabrica opere normalmente. Se encontró, en porcentaje, el cociente promedio de todos los años por producto del precio con respecto al costo, de esta manera, analizando el comportamiento de los años más representativos, se encuentra un factor promedio para determinar directamente este valor al futuro. (*Cuadro 4.3*)

4.3.1.3 Volumen de producción por producto

Tomando en cuenta los volúmenes de producción de los años anteriores a la proyección, y las expectativas de crecimiento generada por los ejecutivos de la empresa se determinó los parámetros a ser utilizados en la valoración.

- Hilos: A pesar de que el objetivo de la empresa Hilacril, en las primeras décadas desde su creación, fue elaborar hilos acrílicos de calidad; La exigencia del mercado y las diferentes crisis económicas del Ecuador la obligaron a tomar otras alternativas que le permitan ser más competitiva y poder afrontar con mas fortaleza los problemas. Por esto una buena decisión para mantenerse como una empresa líder dentro del mercado textil, fue la de crear valor agregado a su producto principal, el hilo acrílico.

Aparentemente la fábrica ha dejado de producir hilo acrílico, reflejado en los datos contables de la empresa (*Cuadro 4.4*), sufriendo una disminución considerable en los libros auditados desde el año 2000 al año 2004. Sin embargo la producción de hilos por el contrario ha crecido un 45% desde el 2000, que no se refleja en la contabilidad, a causa de que este volumen va a formar parte del proceso de elaboración, principalmente sacos y chales.

Dentro de la valoración se considera, para la proyección futura, solo la producción de hilos que es vendida directamente a clientes que requieren el hilo sintético como materia prima. La producción de hilos que utiliza la empresa Hilacril en sus instalaciones, esta reflejada en la valoración, dentro de los demás productos analizados.

El objetivo de la empresa es emplear toda la capacidad de producción de hilos solamente para consumo interno, sin embargo debido a la exigencia de clientes fieles que la empresa ha tenido a lo largo de muchos años, se ve obligada a satisfacer dicha demanda. Por esto para estimar la producción futura, no se considera directamente el comportamiento de los últimos años, sino mas bien el criterio de los ejecutivos que puntualizan un aumento mínimo del 5% de producción, por año, para los siguientes cinco años.

- Telas: El volumen de producción en las telas también a sufrido una considerable reducción desde el 2000. El motivo principal es la disminución de la demanda, a causa de que muchos clientes prefirieron importar del exterior, producto de menor calidad pero mucho más económico. La producción actual esta regida a la demanda de clientes que exigen la calidad que les puede ofrecer Hilacril . El parámetro de proyección utilizado es el comportamiento observado en el ultimo año, es decir una reducción del 5% de producción para cada año, durante los próximos 5 años del análisis. (Cuadro 4.4)

- Sacos: Es considerado como uno de los productos más importantes de la empresa. Los ejecutivos consideran un futuro optimista, en vista a los nuevos nichos de mercado descubiertos, y muchos por recuperar. La disminución de producción que se observa en el año 2004 con respecto al año 2003, fue fundamentalmente por el aumento de competencia desmedida dentro del Ecuador, con fabricas artesanales e importación de productos de bajo costo. Sin embargo el potencial de la fabrica siempre estuvo ligada a la calidad del producto, reflejada en el comportamiento de los clientes de otros países que consideran cierto tipo de exigencias en la elaboración del producto. Así para la proyección futura de la producción, se toma un promedio porcentual, al comportamiento de los últimos cuatro años. (Cuadro 4.4)

- Chales: En cuanto a volúmenes de producción, este producto a sufrido mucha variación desde el año 2000, lo que determina cierta dificultad para escoger el parámetro mas aproximado que refleje el comportamiento a futuro. Cuando la fabrica Hilacril comenzó a producir chales a finales de los años noventa, la demanda fue creciendo balanceadamente hasta el año dos mil, en el 2001 se presento una demanda muy fuerte a nivel nacional, creciendo en un 448% manteniéndose la producción hasta el año 2002. Para el año 2003 la demanda bajo en un 41%, justificado según los ejecutivos de la empresa, por la saturación del mercado a nivel nacional. Esto concluye con una decisión de reforzar la exportación, encontrando nuevos mercados y la producción de nuevos modelos que

despierten el interés del mercado nacional, recuperando la producción para el año 2004 en un 60%.

En vista de que ha existido una gran variación en los últimos años, en cuanto la producción de chales, resultaría ilógico reflejar dicho comportamiento en la valoración. La recomendación en estos casos es recurrir al objetivo de la empresa, que para el próximo año necesita aumentar su producción en un 12%, por los pedidos anticipados de clientes extranjeros. Por lo tanto se considerará un aumento conservador del 12% anual para el futuro. *(Cuadro 4.4)*

4.3.1.4 Gastos Administrativos y de Ventas

De los datos contables de la empresa (Perdidas y Ganancias) se encontró el porcentaje de cada costo en relación de la Utilidad en ventas o Utilidad Bruta. Para el valor de proyección se obtuvo el promedio de cada año para cada costo, factor que multiplicado a las utilidades netas proyectadas se encontrará los gastos futuros. *(Cuadro 4.5)*

4.3.1.5 Capital de trabajo

Es la liquidez necesaria para realizar los gastos corrientes que permitan la operación de la empresa. Simplemente se lo obtiene restando el pasivo corriente menos el activo corriente. Sin embargo para la proyección futura este valor no es representativo, puesto que puede estar sobre valorado o subvalorado en cuanto a la real necesidad de la empresa para afrontar los gastos corriente. Por eso es importante para la proyección encontrar el “Capital de trabajo” necesario se debe tomar en cuenta los activos corrientes y su rotación de capital, fuera de caja, que ocasione gastos o inversiones inmediatas.

De la misma manera se procede con los pasivos corrientes y su respectiva rotación de acuerdo las condiciones de financiamiento. La resta entre los activos corrientes

necesarios y los pasibles exigidos necesarios es el resultado del Capital de Trabajo necesario para cada periodo. (Cuadro 4.6)

4.3.1.6 Parámetros para la proyección del pasivo a largo plazo

La deuda del último año auditado se la divide proporcionalmente para cada uno de los años proyectados, conjuntamente con el dividendo producido por los intereses. Sin embargo para la actualización de dicho pasivo se debe considerar un factor de descuento, que se lo obtiene de la tasa pasiva de mercado $t = 3.61\%$ (Anexo3) . Según la superintendencia de Bancos la Tasa pasiva de descuento es de . (Cuadro 4.7) $n =$ Numero de años

t = Tasa de descuento

V_f = Valor Futuro

V_p = Valor Presente

$$V_p = \frac{V_f}{(1+t)^n} \Rightarrow \text{factor} = \frac{1}{(1+t)^n}$$

4.3.1.7 Tasa de crecimiento “g” a perpetuidad.

A partir del año 2009, se debe considerar un comportamiento de la empresa a perpetuidad. En el Capítulo 2, numeral 2.5.3 se indica la forma de calcular la tasa de crecimiento “g”. Sin embargo para este caso didáctico, se considera que Hilacril no tendrá un crecimiento a perpetuidad, sino que simplemente se mantendrá estable.

Este razonamiento se debe a que en el Ecuador la empresa textil en el futuro se va a enfrentar a un mercado muy agresivo, volviendo incierto el comportamiento de la empresa a tan largo plazo, procediendo de manera conservadora.

4.3.1.8 Determinación del costo de oportunidad del capital (Ke)

Como se apunta en el Capítulo 2, numeral 2.5.2, existen diferentes mecanismos para cuantificar el costo de oportunidad de capital adecuado pero siempre bajo el mismo concepto, es decir, la tasa de interés pasiva en una inversión sin riesgo, más una prima que se toma directamente de la percepción internacional de la situación económica del País. Esta medida se la realiza diariamente por organismos internacionales como el Banco Estadounidense Chase-Jpmorgan y se la denomina Riesgo País.

El riesgo País mide la capacidad de un País en asumir sus compromisos financieros de deuda a nivel internacional. Es decir el Riesgo que una institución financiera extranjera asume al confiar en un País determinado, diferente al del que ella misma procede. Normalmente este Parámetro es denominado EMBI₂₅, , expresado como un margen de rentabilidad sobre los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

Esto permite que se pueda tener diferentes criterios para cada profesional que realice una valoración, puesto que tanto la rentabilidad de las acciones del mercado como la prima de riesgo varía constantemente y depende de que papeles de riesgo se este analizando. Para aproximarnos a la realidad es necesario valerse de tasas fijadas y existentes en el mercado, de las cuales se puede obtener un promedio que bien podría aproximarse al parámetro que necesitamos para la actualización de los flujos futuros.

Para el cálculo del costo de oportunidad (Ke) se considera, el valor actual de la rentabilidad de los bonos del Tesoro Americano (Anexo # 4) más el valor promedio Riesgo País de los años 2004 y 2005 (Anexo # 2).

Rentabilidad Bonos del Tesoro de los EEUU = 4.29 %

Promedio Riesgo País = 7.61 %

Valor Costo de oportunidad (Ke) = **11.90%**

²⁵ EMBI (Emerging Markets Bond Index) (Índice de bonos de mercados emergentes)

4.4 Resultados de la Proyección de Ventas (Cuadro 4.8)

**4.5 Resultados de la Proyección de Flujos de Caja
Descontados (Cuadro 4.9)**

4.6 Resultados de la Valoración de la Empresa (Cuadro 4.10)