

UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

Trabajo de fin de carrera titulado:

**DIAGNÓSTICO Y VALORACIÓN DE LA EMPRESA CASO:
“CALMIN CIA.LTDA”**

Realizado por:

LIGIA ALEXANDRA PÉREZ ATABALLO

**Como requisito para la obtención del título de
MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

**Con mención en
FINANZAS CORPORATIVAS**

Quito, mayo del 2010

DECLARACIÓN JURAMENTADA

Yo, Ligia Pérez Ataballo, declaro bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de mi autoría; que no ha sido previamente presentado para ningún grado o calificación profesional; y, que he consultado las referencias bibliográficas que se incluyen en este documento.

A través de la presente declaración cedo mis derechos de propiedad intelectual correspondiente a este trabajo, a la UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su reglamento y por la normatividad institucional vigente.

Ligia Pérez Ataballo

DECLARATORIA

El presente trabajo de investigación de fin de carrera, titulado

**DIAGNÓSTICO Y VALORACIÓN DE LA EMPRESA CASO:
“CALMIN CIA.LTDA”**

Realizado por el alumno

LIGIA ALEXANDRA PÉREZ ATABALLO

Como requisito para la obtención del título de

MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Ha sido dirigido por el profesor

ECON.HUMBERTO NIETO, MBA

Quien considera que constituye un trabajo original de su autor.

.....

Econ. Humberto Nieto, MBA

Director

Los profesores informantes

Econ. Patricio Alarcón

Ing. Richard Jácome, MBA

Después de revisar el trabajo escrito presentado,
lo han calificado como apto para su defensa oral ante el tribunal examinador.

.....

.....

Quito, mayo del 2010

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer a todas aquellas personas e instituciones que de alguna u otra manera han hecho posible la culminación de esta obra a la posteridad.

Gracias a mi esposo e hijos, pilares fundamentales, por su comprensión y apoyo desinteresado.

Gracias a Dios, fuerza vital y latente, por ser guía y luz de mi camino.

“Gracias a la vida.....”

RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio está enfocado a valorar a una empresa en funcionamiento normal, se utiliza el criterio técnico de una empresa en marcha. En este caso se ha elegido valorar a una empresa comercial CALMIN CIA.LTDA, constituida a finales del año 2004, dedicada a la importación y comercialización de productos de calefacción en el Ecuador.

El estudio tiene como objetivo determinar el valor técnico global de la empresa y de sus acciones, para ello se ha seleccionado uno de los variados métodos de valoración, como es el método de “Valoración Dinámica” a través de los Flujos de Caja Descontados que nos permitirá calcular el Valor Total de una compañía, del cual se obtiene restando el valor comercial, del pasivo total que esté vigente a la fecha de la valoración y por diferencia se determinará el valor técnico del patrimonio de los accionistas. Dicho patrimonio se divide para el número de acciones que este en circulación y se obtiene el valor técnico de las acciones.

Además se efectuará el diagnóstico a la empresa, la planificación estratégica, elaboración del análisis FODA, análisis del entorno y análisis financiero.

Se establecerá los principales procesos que sustentarán los procedimientos de valoración y de sus proyecciones financieras.

Al final, se dará a conocer las conclusiones a las cuales se llegó mediante el estudio realizado y se indicará las principales recomendaciones que permitirán a los accionistas de la compañía tomar las decisiones más acertadas.

ÍNDICE DE CONTENIDO

DECLARACIÓN JURAMENTADA	ii
DECLARATORIA	iii
AGRADECIMIENTO	iv
RESUMEN EJECUTIVO	v
ÍNDICE DE CONTENIDO	6

Capítulo 1

INTRODUCCIÓN

1.1 PROBLEMA	11
1.2 JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA DEL TEMA	12
1.3 IMPACTO	13
1.3.1 Impacto social	13
1.3.2 Impacto empresarial	13
1.3.3 Impacto de mercado	13
1.3.4 Impacto económico	13
1.4 OBJETIVOS E HIPÓTESIS	13
1.4.1 Objetivo general	13
1.4.2 Objetivos específicos	14
1.4.3 Hipótesis General	14
1.4.4 Hipótesis Específicas	14
1.5 IDEA A DEFENDER	14
1.5.1 Identificación de variables	14
1.5.1.1 Variable Dependiente	14

1.5.1.2 Variable Independiente	15
1.5.2 Identificación de instrumentos	15
1.6 MARCO DE REFERENCIA	15
1.6.1 Marco teórico	15
1.6.2 Apoyo a la teoría	15
1.6.2.1 Razones para valorar una compañía	16
1.6.2.2 ¿Para qué valorar una empresa?	16
1.6.2.3 ¿Cuándo se requiere valorar una empresa?	17
1.6.3 Marco conceptual	17
1.6.3.1 Definición de términos conceptuales	17
1.7 METODOLOGÍA	20
1.7.1 Valoración Dinámica	20
1.7.1.1 Introducción	20
1.7.1.2 Objetivo del Método de valoración dinámica	22
1.7.1.3 Supuestos de la metodología de valoración dinámica	22
1.7.1.4 Fortalezas y Debilidades del método de valoración dinámica	23
1.7.1.4.1 Fortalezas	23
1.7.1.4.2 Debilidades	23
1.7.1.5 Valoración de una empresa apalancada y con crecimiento	23
1.7.1.6 Valoración de una empresa sin deuda	24
1.7.1.7 Valoración de una empresa con deuda	25
1.7.1.8 Metodología para el cálculo de la tasa esperada de crecimiento (g)	25
1.7.1.9 Metodología para el cálculo de flujos netos de caja operativos	26
1.7.1.10 Metodología para el cálculo del Costo promedio ponderado de capital (Kp)	27
1.7.2 Sistema de Diagnóstico FODA	28
1.7.3 Análisis Financiero	29
1.7.3.1 Indicadores Financieros	29
1.7.3.1.1 Indicadores de liquidez	29
1.7.3.1.2 Indicadores operacionales	30
1.7.3.1.3 Indicadores de endeudamiento	30
1.7.3.1.4 Indicadores de rentabilidad	30
1.7.3.2 Métodos de Análisis Financiero	30

1.7.3.2.1 Análisis Vertical	31
1.7.3.2.2 Análisis Horizontal	31

CAPÍTULO 2

DIAGNÓSTICO DE LA EMPRESA

2.1 PLAN ESTRATÉGICO	32
2.1.1 CALMIN CIA.LTDA	32
2.1.2 Misión	32
2.1.3 Visión	32
2.1.4 Base legal	33
2.2 OBJETIVO PARA EL AÑO 2.009	33
2.3 PRODUCTOS	33
2.3.1 Mercado	33
2.3.2 Principales segmentos de mercados	35
2.4 ORGANIZACIÓN ADMINISTRATIVA DE LA EMPRESA CALMIN CIA.LTDA.	36
2.4.1 Organigrama funcional	36
2.4.1.1 Junta General de Accionistas	36
2.4.1.2 Directorio	36
2.4.1.3 Gerente General	37
2.4.1.4 Administración Financiera	37
2.4.1.5 Comercialización	38
2.4.1.6 Logística	38
2.4.2 Comercialización de los productos	38
2.4.3 Proceso de importación	39
2.5 CLIENTES	39
2.6 ESTRATEGIA DE VENTAS	41
2.7 PROVEEDORES	42
2.8 POLÍTICAS DE INVENTARIO	43
2.9 MARCO GENERAL	44
2.9.1 Entorno macroeconómico	44
2.10 IMPORTACIONES DE PRODUCTOS	45

2.11 RANKIN IMPORTACIONES DE PRODUCTOS	45
2.12 COMPETENCIA	46
2.12.1 Distribuidores de productos en el Ecuador	46
2.12.2 Ventajas y Desventajas competitivas	47
2.13 SONDEO DE MERCADO Y ENTREVISTAS	48
2.14 ANÁLISIS FODA	49
2.15 ANÁLISIS FINANCIERO	52
2.15.1 Análisis de liquidez	55
2.15.2 Índice de Solvencia	55
2.15.3 Prueba Ácida	55
2.15.4 Liquidez inmediata	55
2.15.5 Liquidez del Activo Corriente	56
2.15.6 Razones de administración de deuda	56
2.15.6.1 Razón de endeudamiento	56
2.15.7 Razones de eficiencia	56
2.15.7.1 Plazo medio de cuentas por cobrar	56
2.15.7.2 Plazo medio de cuentas por pagar	57
2.15.7.3 Plazo medio de Rotación de inventarios	57
2.15.7.4 Razón del Activo Total	57
2.15.8 Razón de rentabilidad	57
2.15.8.1 Rentabilidad sobre ventas	58
2.15.8.2 Rendimiento de los Activos Totales	58
2.15.9 Análisis DU PONT	58
2.15.10 Resumen Razones Financieras	59
2.16 ANEXOS	62
2.16.1 Anexo 1: Indicadores económicos	62
2.16.2 Anexo 2: Cuestionario propuesto a los clientes	63
2.16.3 Anexo 3: Análisis Vertical	68
2.16.4 Anexo 4: Análisis Horizontal	70

CAPÍTULO 3

VALORACIÓN DE EMPRESAS

3.1 VALORACIÓN DINÁMICA	72
--------------------------------	----

3.1.1	Introducción	72
3.1.2	Metodología	73
3.1.2.1	Tasa para el período de proyección detallado	73
3.1.2.2	Tasa para el período del último año de proyección detallado hasta el valor horizonte.	73
3.1.2.3	Cálculo de la Inversión Permanente	73
3.1.2.4	Cálculo de la tasa esperada de crecimiento (g)	74
3.1.2.5	Cálculo de la tasa del costo promedio ponderado de capital (Kp)	76
3.1.2.6	Cálculo de la tasa de descuento en valores constantes	77
3.2	PROYECCIONES FINANCIERAS	78
3.2.1	Proyección del Balance General	78
3.2.2	Proyección del Estado de Resultados	80
3.2.3	Proyección del Flujo de Caja para determinar el valor de la cuenta Caja-Bancos	82
3.2.4	Anexos de las cuentas de Balances y Flujo de Caja Proyectado	83
3.3	DETERMINACIÓN DEL VALOR TÉCNICO DE LA EMPRESA	86
3.3.1	Flujos de caja descontados	86
3.3.2	Valor Global de la empresa	88
3.3.3	Comparativo del valor técnico por acción respecto al valor en libros	89
3.4	ANEXOS	91
3.4.1	Precios diarios de cierre de Bonos del Estado	91
3.4.2	Crecimiento Real en Ventas	93
3.4.3	Tabla de amortización crédito de \$ 40.000	95

CAPÍTULO 4

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1	CONCLUSIONES	97
4.2	RECOMENDACIONES	99
4.2.1	Para el caso de vender la empresa	99
4.2.2	Para el caso de que los accionistas decidan mantener la empresa	99
	BIBLIOGRAFÍA	101

INTRODUCCIÓN

1.1 PROBLEMA

El objeto del análisis de este proyecto, es la Empresa CALMIN CIA.LTDA dedicada a la importación y comercialización de productos de calefacción de ambientes interiores y exteriores.

Los productos y equipos que vende la compañía son empleados en diferentes sectores como: productivos, planteles avícolas, criaderos de cerdos, invernaderos, aplicaciones industriales, comerciales y bodegas, además sus equipos son utilizados en espacios al aire libre, terrazas de restaurantes, balcones, piscinas, patios, o en el interior de casas, hoteles, hostales y oficinas.

CALMIN CIA.LTDA. fue constituida a finales del año 2004 en la ciudad de Quito, cuyos accionistas son de nacionalidad ecuatoriana.

En la actualidad la globalización de los mercados, la entrada de nuevos competidores, así como la crisis económica y política por la que atraviesa el país, son algunos de los factores que obligan a reconsiderar la manera en que tradicionalmente se ha administrado el negocio.

CALMIN CIA.LTDA durante los últimos cuatro años ha presentado un crecimiento importante en su estructura financiera, con aceptables niveles de rentabilidad, índices de liquidez razonables y la marcada participación en el sector de la calefacción.

Por esta razón, se ha determinado la necesidad de que la compañía sea evaluada y valorada con las técnicas más idóneas.

Para los accionistas de la empresa CALMIN CIA.LTDA. es de suma importancia conocer, cuánto vale su empresa, hoy en día.

1.2 JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA DEL TEMA

Existen cambios evidentes en la estructura financiera de CALMIN CIA.LTDA, y claros síntomas de crecimiento y sostenimiento económico, así lo demuestran los cambios en los Activos, Patrimonio y Evolución de la Utilidad Neta y lo más importante la aceptación de los productos en el mercado.

Para el empresario es de suma importancia el aclarar y conocer de forma más fehaciente lo que ha pasado y lo que en la actualidad constituye la real situación de su empresa y el mejorar constantemente tanto en cuestiones técnicas como en su administración empresarial.

En reuniones con los ejecutivos y con su consentimiento y aprobación se ha establecido la realización de un análisis integral de valoración cuantitativo y cualitativo de forma detallada, ante la posible decisión de invertir capital, recapitalizar su patrimonio, o la adopción de medidas correctivas pertinentes por parte de sus accionistas. De esto surge la necesidad de conocer cuál es el valor técnico de la empresa.

La elección del método de valoración más apropiado dependerá en gran medida de las características de la empresa y de las finalidades perseguidas con la valoración.

Según el desenvolvimiento histórico de la rentabilidad de CALMIN, el método más acertado para la valoración de esta compañía, es la valoración dinámica ya que es una compañía en marcha que no suspenderá sus operaciones y está en capacidad de generar adecuados flujos futuros de caja.

1.3 IMPACTO

1.3.1 Impacto social

Incremento en la contratación de nuevos trabajadores y directivos.

1.3.2 Impacto empresarial

Definición, seguimiento y replanteo periódico del rumbo estratégico de la compañía.

Evaluar la idoneidad de sus recursos y la forma de organización.

1.3.3 Impacto de mercado

Los accionistas manejen de mejor manera y aprovechen las oportunidades siendo ésta empresa la pionera y en la actualidad unas de las tres únicas importadoras de estos equipos.

1.3.4 Impacto económico

Al utilizar el método de valoración dinámica, el diagnóstico FODA y el análisis financiero, se conocerá cual es la situación real de la compañía, además cuales son las debilidades, fortalezas, amenazas y oportunidades con las que realmente cuenta la empresa. Toda esta información aportará a mejorar y ha optimizar la labor realizada por sus accionistas, empleados, clientes, y proveedores.

1.4 OBJETIVOS E HIPÓTESIS

1.4.1 Objetivo General

Determinar el valor técnico global de la empresa y de sus acciones.

1.4.2 Objetivos Específicos

Realizar el diagnóstico FODA para determinar la situación de la compañía y su entorno.

Realizar el análisis financiero de los Balances

Determinar a través del método de valoración dinámica cual es el valor técnico global de la empresa y de sus acciones, bajo el esquema de una empresa en marcha.

1.4.3 Hipótesis General

El crecimiento histórico de la compañía se verá reflejado con crecimientos futuros y por consiguiente en un mayor valor actual neto.

1.4.4 Hipótesis Específicas

El crecimiento de la compañía se reflejará en un mayor valor técnico por acción

El crecimiento de la compañía se reflejará en un mayor valor técnico del patrimonio

1.5 IDEA A DEFENDER

La empresa CALMIN CIA.LTDA, cuenta con suficiente información cualitativa y cuantitativa que permita a los accionistas conocer exactamente los factores que determinan un valor técnico por acción, que demuestre un adecuado crecimiento de la empresa en el tiempo.

1.5.1 Identificación de variables

1.5.1.1. Variable dependiente:

Valor global de la empresa CALMIN CIA.LTDA. (VE)

1.5.1.2. Variable independiente:

Para la valoración de la empresa CALMIN CIA.LTDA. se utilizarán las siguientes variables:

- Utilidad operacional (U_o)
- Tasa equivalente de participación laboral e impuesto renta (t)
- Costo de la deuda (tasa de interés) (K_d)
- Costo de oportunidad de los recursos propios (K_e)
- Pasivo con costo (PE)

1.5.2 Identificación de instrumentos

- Estados Financieros
- Proyecciones de Ventas
- Proyección de Estados Financieros
- Flujo de Caja Proyectado
- Metodología de valoración
- Diagnóstico FODA
- Indicadores Financieros

1.6 MARCO DE REFERENCIA

1.6.1 Marco teórico

Corresponde al método de valoración dinámica para una empresa en marcha cuya metodología se explica adecuadamente en el numeral 1.7

1.6.2 Apoyo a la teoría

En el mundo de los negocios 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 ¿Cuánto vale mi empresa?.

1.6.2.1 Razones para valorar una empresa

Los aspectos relacionados con el valor de una entidad sirven de guía para muchas decisiones empresariales y personales. Los análisis que de allí se derivan deben realizarse con la suficiente objetividad, habilidad y sofisticación de forma que las decisiones que deban tomarse como consecuencia del resultado obtenido involucren la mínima incertidumbre posible.

En definitiva el conocer la valoración de las empresas resulta de gran interés, puesto que estimar el valor de la actividad sirve para que el empresario conozca cuánto vale su empresa, cuál ha sido la rentabilidad de las inversiones que ha realizado en el negocio, qué puede hacer para mejorar la rentabilidad de la misma, por cuanto puede venderla, cómo se encuentra su empresa con respecto a la situación general del mercado, etc.¹

1.6.2.2 ¿Para qué valorar una empresa?

Para tomar decisiones de:

- Adquisiciones o ventas de empresas
- Fusiones
- Establecimiento de acuerdos de compra-venta
- Capitalización de una empresa
- Valoración de activos intangibles (fondo de comercio)
- Obtención de líneas de financiación
- Valoraciones patrimoniales
- Valoraciones fiscales
- Compra-venta de acciones
- Herencias

¹ PHILIPPATOS George C. **Fundamentos de Administración Financiera**. Valoración de empresas, México: 1979 Editorial McGraw Hill

- Valoración de paquetes accionariales minoritarios
- Suspensiones de pagos.
- Transformación de sociedades

La valoración de una empresa puede ayudar a responder preguntas tales como:

¿Cuánto vale mi negocio?

¿Cuál ha sido la rentabilidad sobre la inversión de mi negocio?

¿Qué se puede hacer para mejorar esta rentabilidad y crear riqueza?

¿Continuar al frente del negocio?

1.6.2.3 ¿Cuándo se requiere valorar una empresa?

En el mundo empresarial moderno, son cada vez más frecuentes las noticias sobre la realización de determinadas operaciones de inversión que se basan en un proyecto previo de valoración de empresas.

Esto es así porque la gestión económica de una compañía requiere, en determinados casos, el cálculo de su Valor Global o de Partes Específicas de la misma. Esa necesidad surge tanto de su propia actividad o giro de negocio como también de su relación con inversionistas potenciales, con el Estado, el Mercado de Valores, el Sistema Financiero, etc.²

1.6.3 Marco conceptual

1.6.3.1 Definición de términos conceptuales

Apalancamiento.- Obtención de fondos por medio de deuda.

Cash Flow.- Flujo de caja de una empresa que refleja los cobros y pagos del negocio en un periodo determinado.

² SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas:** Introducción a la Valoración. Agost.2005.

Competencia.- Relacionar una empresa con otra y comparar sus ventajas o desventajas estableciendo la mejor alternativa.

Costo de capital.- Costo del uso de los capitales ajenos, intereses, dividendos y gastos financieros asociados.

Costo de oportunidad: Financieramente es la pérdida de rentabilidad que se produce por no colocar los fondos en activos de mayor rendimiento

Costo promedio ponderado de capital (Kp).- Tasa mínima que se debería exigir o ganar en un proyecto para que éste pueda ejecutarse sin que pierda valor en el mercado la futura empresa.³

FODA.- Es una herramienta que sirve para analizar la situación competitiva de una organización, e incluso de una nación. Su principal función es detectar las relaciones entre las variables más importantes para así diseñar estrategias adecuadas, sobre la base del análisis del ambiente interno y externo que es inherente a cada organización⁴

Mercado.- Lugar o sistema en el cual convergen los productores de bienes y servicios a ofrecer y vender los productos derivados de su trabajo y los compradores o consumidores de esos bienes y servicios.

Perpetuidad.- Corriente de pagos iguales futuros que se espera continúe indefinidamente.

Razón Beneficio / Costo.- Si la suma de los ingresos (descontados con su tasa de pérdida de valor) se divide entre la suma de costos (también descontados a la misma tasa) y resulta un valor mayor que uno el proyecto es conveniente.⁵

Rentabilidad.- Es la relación generalmente expresada en porcentaje, que se establece entre el rendimiento económico que proporciona una determinada operación y lo que se ha invertido en ella.⁶

³ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Proyectos: Diseño y Evaluación.** Sept. 2006

⁴ KOONTZ, Harold. **Curso de Administración Moderna: Una perspectiva global.** McGraw – Hill. 1998

⁵ www.agronegocios.gov.sv, Definición de términos.

⁶ www.abanfin.com, Diccionario financiero, Rentabilidad.

Tasas de descuento ajustadas al riesgo.-Otra manera de tratar el riesgo es utilizar una tasa de descuento ajustada al riesgo, k , para descontar los flujos de caja del proyecto. Para ajustar adecuadamente la tasa de descuento es necesaria una función que relacione el riesgo y los rendimientos a la tasa de descuento⁷.

TIR.- Es la tasa de descuento que hace que el valor actual neto del proyecto sea cero, es decir, que el valor presente de los flujos de caja sea igual a la inversión total.⁸

Sondeo.- Estudio de opinión, es un conjunto de técnicas para realizar una investigación de mercado, generalmente pequeña o acotada en sus alcances y primordialmente de tipo cualitativo.⁹

Utilidad.- Es el resultado monetario después de haber sido efectuada una operación económica.

Universo.- Es el total de cosas, objetos, personas, casos o relaciones sobre lo que se aplica o cumple una condición.

Valoración.- Valorar económicamente una empresa es proyectar los flujos de caja futuros para determinar la generación de efectivo y dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital.¹⁰

Valoración dinámica.- Establecer el valor potencial de la empresa, proveniente del funcionamiento e independiente del valor de mercado de los activos.¹¹

Valor comercial.- es el valor que arroja la contabilidad y cuyo resultado es la diferencia entre los activos y pasivos.

Valor de mercado.- Es el importe neto que razonablemente podría esperar recibir un vendedor por la venta de una propiedad en la fecha de valoración, mediante una

⁷ www.gestiopolis.com, ¿Qué es la tasa de descuento?

⁸ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Proyectos: Diseño y Evaluación**. Sept. 2006

⁹ GREEN, P.& FRANK R. **Investigación de mercados: Nuevas técnicas**. Editorial Limusa, México 1975.

¹⁰ www.invierta.com, ¿Qué entendemos por valorar una empresa?

¹¹ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas: Introducción a la Valoración**. Agost.2005

comercialización adecuada, y suponiendo que existe al menos un comprador con potencial económico, correctamente informado de las características del inmueble, y que ambos, comprador y vendedor, actúan libremente y sin un interés particular en la operación.

Valor técnico por acción (Va).- Es el valor obtenido como resultado del rendimiento del patrimonio para el número de acciones en circulación a la fecha de la valoración (N), y sirve de base para iniciar un proceso de negociación.

Valor de una perpetuidad.- Es el flujo de caja del último año del horizonte de evaluación y lo dividen para la tasa de costo de capital

VAN.- Es el valor actual neto, se define como la diferencia o resta entre el valor actual de los flujos de caja que estará en capacidad de liberar el proyecto para los inversionistas durante su duración, y el valor actual de la inversión total en el proyecto.¹²

Variación de Capital de Trabajo.- Variaciones o suplementos de capital de trabajo que surgen en la medida que la empresa enfrenta costos crecientes o incremento en su actividad económica.

1.7 METODOLOGÍA

1.7.1 Valoración Dinámica

1.7.1.1 Introducción

El método dinámico de valoración de empresas basado en los flujos de caja operativos descontados, busca determinar el valor GLOBAL de una compañía considerándola como una entidad en marcha o funcionamiento continuo y además indivisible.

Una vez determinado dicho valor global, se resta el pasivo total vigente a la fecha de la valoración y se obtiene el Valor de Rendimiento del Patrimonio, es decir de lo que les pertenece a los accionistas en la empresa y lo que en realidad pueden vender a terceros.

¹² SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Proyectos: Diseño y Evaluación.** Sept. 2006

En esta metodología de valoración se considera que el Valor Global de Rendimiento (VE) de una empresa apalancada (que usa deuda para financiar en parte su activo y sus operaciones), es igual al valor de dicha empresa cuando no usa deuda (Vsd) más un suplemento de valor añadido por el endeudamiento con costo y que equivale al valor actual del escudo o subsidio fiscal recibido a perpetuidad (ahorro en el pago anual de participación labora e impuesto a la renta), y que es igual al producto de los intereses o gastos financieros ($K_d \cdot PE$) multiplicado por la tasa, equivalente de participación laboral e impuesto a la renta (t), es decir $t \cdot K_d \cdot PE$, siendo K_d el costo de la deuda y PE el pasivo oneroso o con costo.

En términos de una perpetuidad y sin crecimiento, dicho ahorro anual se expresa en equivalente de valor actual como $t \cdot PE$.

Esta formulación, que se demuestra en detalle, se concreta en la siguiente ecuación fundamental de valoración:¹³

$$\mathbf{VE = Vsd + t \cdot PE}$$

En donde:

VE = Valor Global de la empresa apalancada

Vsd = Valor de la empresa cuando no usa deuda

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

PE = Pasivo total con costo

$t \cdot PE$ = Valor actual del escudo fiscal anual proveniente del uso de deuda y en términos de perpetuidad.

Para calcular el valor de rendimiento del patrimonio (P), se resta del valor global el valor del pasivo total, dando como resultado la siguiente expresión:

¹³ SÁENZ FLORES Rodrigo. Manual de Valoración de Empresas: Introducción a la Valoración. Agost.2005

$$P = VE - PE = Vsd + t \times PE - PE$$

Es decir:

$$P = Vsd - PE (1 - t)$$

Dividiendo el valor de rendimiento del patrimonio para el número de acciones en circulación a la fecha de la valoración (N), se obtiene el valor técnico por acción (Va):

$$Va = P / N$$

Este valor puede servir de base para iniciar un proceso de negociación que puede culminar en la fijación del precio de las acciones.¹⁴

1.7.1.2 Objetivo del Método de Valoración Dinámica

Este método de valoración estima el valor técnico de una empresa, en función de las condiciones actuales en las que opera y de su proyección al futuro. El valor técnico determinado con esta metodología puede ser utilizado como base o punto de partida en un eventual proceso de negociación de una parte o de la totalidad de las acciones de la compañía. Este proceso, si concluye exitosamente dará como resultado el valor comercial de la empresa, es decir el precio aceptado por el comprador y el vendedor.¹⁵

1.7.1.3 Supuestos de la metodología de valoración dinámica.

En esta metodología están implícitos tres supuestos básicos:

- La empresa al ser valorada es una empresa en marcha, es decir que operará en forma indefinida. Esto significa que su horizonte temporal de operación es perpetuo. Se asume entonces que la empresa estará en capacidad de reponer indefinidamente los activos que se desgastan o destruyen, manteniendo sin

¹⁴ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas: Valoración Dinámica.** Agost.2005

¹⁵ Ibit

menoscabo su capacidad de producción y que tiene, además, claras posibilidades de obtener utilidades en el futuro.

- Que el valor monetario de los activos fijos es irrelevante en la determinación del valor de la compañía, ya que al estar ésta en operación continua no existe la posibilidad de que dichos activos se vendan o liquiden y por lo mismo sólo sirvan como medios o instrumentos para generar los sucesivos flujos de caja operativos, que son los que le dan valor a una empresa.
- Que la estructura financiera se mantiene constante así como también el costo de las fuentes de financiamiento empleadas.

1.7.1.4 Fortalezas y Debilidades del método de Valoración dinámica

1.7.1.4.1. Fortalezas:

- Va a la raíz del valor de la compañía en términos absolutos.
- Es la metodología más robusta que se maneja para valorar compañías
- Toma en consideración la mayor cantidad posible de variables cuantificables que afectan el valor de la compañía, por lo cual su resultado es más válido que cualquier otro.
- Es dinámico en el tiempo.

1.7.1.4.2. Debilidades:

- Se requiere mucha información de la compañía (muchas veces, de difícil acceso)
- Resultado hipersensible a la tasa de descuento de los flujos de caja futuros.

1.7.1.5 Valoración de una empresa apalancada y con crecimiento

Para determinar el Valor Global de una empresa en marcha y con crecimiento es crucial el cálculo de la tasa a la cual se puede esperar que crezca tanto la empresa como los flujos de caja futuros. Al respecto se puede proceder asignándole a una empresa el crecimiento

esperado para toda la economía en su conjunto o mejor aún la tasa de crecimiento esperada en la rama de actividad en la que opera.

Es frecuente que dichas tasas de crecimiento esperadas las calcule el organismo de planificación del país. En todo caso se utilizará la que esté disponible en el momento de la valoración. También se puede calcular una tasa esperada de crecimiento específica de una compañía en base a sus propios datos históricos, en cuyo caso se consideran factores tales como la rentabilidad lograda, su política de distribución de dividendos y su estructura de financiamiento.

Cabe señalar que es útil y práctico dividir el horizonte perpetuo de actividad de la empresa en varios subperíodos en los cuales se pueden determinar distintas tasas de crecimiento específicas. Este procedimiento se denomina valoración con crecimiento diferenciado. En este esquema siempre sucede que el último período especificado se refiere a una perpetuidad y se denomina Valor Horizonte (Vh).¹⁶

1.7.1.6 Valoración de una empresa sin deuda (Vsd)

El valor de una empresa sin deuda (Vsd) es igual al valor actual de los flujos de caja operativos que puede generar a perpetuidad, calculados sin la presencia del escudo fiscal.

UO = Utilidad Operativa (antes de intereses, participación laboral e impuesto renta)

t = Tasa equivalente de participación laboral e impuesto renta.

Ke = Costo de oportunidad de los recursos propios.

$$\mathbf{Vsd = \frac{UO (1 - t)}{Ke}}$$

¹⁶ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas: Valoración Dinámica**. Agost.2005

1.7.1.7 Valoración de una empresa con deuda (VE)

Si la empresa añade deuda para financiar su activo, la rentabilidad sobre el activo total y sobre el patrimonio aumenta, por consiguiente postula que el mercado le asigne un valor mayor que cuando no usa deuda.

$$VE = Vsd + t \times PE$$

Es precisamente la fórmula básica de valoración dinámica para una empresa apalancada, es decir que usa deuda en el financiamiento de su activo y de sus operaciones.

1.7.1.8 Metodología para el cálculo de la tasa esperada de crecimiento (g)

La tasa esperada de crecimiento (g) se determina con el fin de conocer a que tasa se esperaría que crezca la empresa, y a que medida podrían crecer los flujos de caja libres a partir del último año de proyección detallada y a perpetuidad.

En el presente análisis se calcula la tasa esperada para los últimos cuatro años de operación y se calcula una tasa promedio histórica y asumir ese promedio como tasa de crecimiento para obtener el valor horizonte (Vh).¹⁷

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

Donde:

g = tasa de expansión de los beneficios

Bo = utilidad neta en el periodo actual

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

I₀ = inversión permanente en el periodo inicial

D = % de endeudamiento respecto de la inversión permanente (grado de apalancamiento)

1-b= % de utilidad neta que se distribuye (tasa de reparto), en el presente estudio los accionistas deciden repartir dividendos.

¹⁷ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas: Valoración Dinámica**. Agost.2005

El cálculo de la tasa de crecimiento (g) de la inversión permanente y de las utilidades como base para fijar el valor horizonte de una empresa en marcha, requiere de una sustentación. Por ejemplo, es razonable sostener que una empresa pueda crecer indefinidamente a un ritmo “ g ” anual superior al tipo de crecimiento medio de la economía en su conjunto. Puede suponerse, sin equivoco, que la empresa podrá mantener ventajas permanentes frente a otras empresas con las cuales está compitiendo y de esa manera asegurar un crecimiento continuo a un nivel anual “ g ”.

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

Algunos autores recomiendan aplicar la tasa de crecimiento anual “ g ” a un periodo no superior a 10 años y a partir del año siguiente mantener constantes los flujos de caja, ya que habría transcurrido el tiempo necesario para que otras empresas entren a participar de los beneficios, estabilizándolos e impidiendo por consiguiente futuros crecimientos “super normales”¹⁸

1.7.1.9 Metodología para el cálculo de los flujos netos de Caja Operativos para valorar una empresa en marcha.

Para calcular los flujos de caja se parte de la Utilidad en Operación, para luego reestructurar añadiéndole todos los gastos que no requieren uso de efectivo (depreciaciones, amortizaciones, provisiones) restando luego la participación trabajadores e impuesto a la renta, calculados sobre la utilidad operativa y restando los desembolsos que se requerirán efectuar para mantener indefinidamente y sin reducción la capacidad de producción de la empresa (Inversiones de Reposición de Activos Fijos), así como para sostener los niveles de actividad previstos. En el caso de que la empresa tenga posibilidades de crecer o ampliar sus actividades, se restarán también las inversiones necesarias.

Al calcular la Participación Laboral y el Impuesto a la Renta tomando como base la Utilidad Operativa (antes de deducir los intereses), no se efectiviza el impacto positivo del

¹⁸ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas:** Valoración Dinámica. Agost.2005

escudo o subsidio fiscal en el valor de la empresa, el mismo que debe ser agregado posteriormente en forma de una multiplicación entre la tasa equivalente de participación laboral e impuesto a la renta (t) y el total del pasivo con costo (PE).

1.7.1.10 Metodología para el cálculo del Costo promedio ponderado de capital (Kp)

Para establecer una tasa de retorno apropiada para la determinación de tarifas reguladas es necesario estimar el costo de oportunidad del capital. El capital invertido en una empresa proviene, en general de dos tipos de fuente: capital propio y deuda. El capital propio es invertido por los accionistas de la empresa, mientras que la deuda representa recursos financieros externos sujetos a condiciones de tasas de interés y plazos de pago.

Una diferencia fundamental respecto al retorno ofrecido es que el servicio de la deuda tiene prioridad sobre los ingresos de la empresa, mientras que el capital propio tiene derechos residuales. Es decir se paga primero la deuda antes de determinar el retorno resultante del capital propio. En consecuencia el capital propio es considerado más riesgoso y su costo es superior al costo de la deuda.

Para efectos de cálculo, se estima el costo de capital como el promedio ponderado del costo de sus fuentes, es decir, del costo de la deuda y del costo del capital propio. El resultado se conoce como costo promedio ponderado de capital ó WACC (Weighted Average Cost of capital) por sus iniciales en inglés y se define de la siguiente manera:¹⁹

$$K_p = K_e \times W_e + K_d \times W_d$$

Esta tasa se calcula ponderando el costo de la deuda de la empresa (Kd) y el costeo del capital (Ke).

Donde:

Kd = Costo de la deuda

Ke = Costo del capital propio

We = peso ponderado de capital propio $e/(d+e)$

¹⁹ SÁENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Proyectos: Diseño y Evaluación**; Evaluación financiera de proyectos. Sept. 2006

$Wd = \text{peso ponderado de la deuda } d/(d+e)$

Representando por **d**, el valor de la deuda y por **e** el capital propio

1.7.2 Sistema de diagnóstico: FODA

FODA, es una moderna herramienta para el análisis de situaciones. Es una herramienta que sirve para analizar la situación competitiva de una organización, e incluso de una nación. Su principal función es detectar las relaciones entre las variables más importantes para así diseñar estrategias adecuadas, sobre la base del análisis del ambiente interno y externo que es inherente a cada organización.

Dentro de cada una de los ambientes (externo e interno) se analizan las principales variables que la afectan; en el ambiente externo encontramos las amenazas que son todas las variables negativas que afectan directa o indirectamente a la organización y además las oportunidades que nos señalan las variables externas positivas a nuestra organización.

Dentro del ambiente interno encontramos las fortalezas que benefician a la organización y las debilidades, aquellos factores que menoscaban las potencialidades de la empresa.

La identificación de las fortalezas, amenazas, debilidades y oportunidades en una actividad común de las empresas, lo que suele ignorarse es que la combinación de estos factores puede recaer en el diseño de distintas estrategias o decisiones estratégicas.

Es útil considerar que el punto de partida de este modelo son las amenazas ya que en muchos casos las compañías proceden a la planeación estratégica como resultado de la percepción de crisis, o problemas.

	Positivas	Negativas
Exterior	Oportunidades	Amenazas
Interior	Fortalezas	Debilidades

1.7.3 Análisis Financiero

Los Estados Financieros muestran la situación actual y la trayectoria histórica de la empresa, de esta manera podemos anticiparnos iniciando acciones para resolver problemas y tomar ventajas de las oportunidades.

1.7.3.1 Indicadores Financieros

El indicador financiero es una expresión cuantitativa del comportamiento o el desempeño de toda una organización o una de sus partes, cuya magnitud al ser comparada con algún nivel de referencia, puede estar señalando una desviación sobre la cual se tomara acciones correctivas o preventivas según el caso.²⁰

Para mayor claridad en los conceptos de indicadores financieros se ha seleccionado cuatro grupos:

- Indicadores de liquidez
- Indicadores operacionales o de actividad
- Indicadores de endeudamiento
- Indicadores de rentabilidad

1.7.3.1.1 Indicadores de liquidez

Establece el grado de liquidez de una empresa por ende de generar efectivo para atender en forma oportuna el pago de las obligaciones contraídas. Entre los principales tenemos:

- Capital de trabajo neto
- Índice de solvencia
- Prueba ácida
- Índice de liquidez inmediata
- Liquidez del activo corriente

²⁰ CARRILLO DE ROJAS, Gladys. **Análisis y administración financiera**: Análisis Financiero. Corcas Editores. Santafé de Bogotá 1997

1.7.3.1.2 Indicadores operacionales o de actividad

Establecen el grado de eficiencia con el cual la administración de la empresa maneja los recursos y la recuperación de los mismos. También ayudan a complementar el concepto de la liquidez. Los indicadores más usados son los siguientes:

- Plazo medio de cuentas por cobrar
- Plazo medio de cuentas por pagar
- Rotación de inventario
- Rotación del activo total

1.7.3.1.3 Indicadores de endeudamiento

Son las razones financieras que nos permiten establecer el nivel de endeudamiento de la empresa o lo que es igual a establecer la participación de los acreedores sobre los activos de la empresa, los más usados son los siguientes:

- Índice de solidez
- Índice de apalancamiento

1.7.3.1.4 Indicadores de rentabilidad

Permiten establecer el grado de rentabilidad para los accionistas y a su vez el retorno de la inversión a través de las utilidades generadas, los que se usan con mayor frecuencia son:

- Rentabilidad sobre ventas
- Rentabilidad sobre activos
- Rentabilidad sobre el patrimonio

1.7.3.2 Métodos de Análisis Financiero

Los métodos de análisis financiero se consideran como los procedimientos utilizados para simplificar, separar o reducir los datos descriptivos y numéricos que integran los estados

financieros, con el objeto de medir las relaciones en un solo periodo y los cambios presentados en varios ejercicios contables.²¹

De acuerdo con la forma de analizar el contenido de los estados financieros existen dos métodos de evaluación: Análisis Vertical y Análisis Horizontal.

1.7.3.2.1 Análisis Vertical

Se emplea para analizar estados financieros como El Balance General y Estado de Resultados, comparando las cifras en forma vertical.

1.7.3.2.2 Análisis Horizontal

Es un procedimiento que consiste en comparar estados financieros homogéneos en dos o más periodos consecutivos para determinar los aumentos y disminuciones o variaciones de la cuentas, de un periodo a otro.

²¹ www.safi-software.com.ec: Análisis Financiero

DIAGNÓSTICO DE LA EMPRESA

2.1 PLAN ESTRATÉGICO

2.1.1 CALMIN CIA.LTDA.

CALMIN CIA.LTDA. es una compañía limitada ubicada en la ciudad de Quito, dedicada a la importación y comercialización de equipos para calefacción de ambientes de interiores y exteriores producidos por los más reconocidos fabricantes de sistemas de calefacción del mundo.

La sociedad fue constituida en la ciudad de Quito, el 29 de noviembre del 2004 con accionistas de nacionalidad ecuatoriana.²²

2.1.2 Misión

”Estar comprometidos con la calidad de nuestro trabajo, creada para apoyar y fomentar un eficiente, oportuno y confiable servicio, para brindar a nuestros clientes soluciones adecuadas a sus requerimientos.”

2.1.3 Visión

La visión de la empresa CALMIN CIA.LTDA es: “Ser la mejor y mayor empresa que provea elementos y equipos novedosos con los más altos niveles de tecnología y calidad que le permitan disfrutar de un nuevo concepto de confort”.

²² Escritura Pública ; Constitución de la empresa CALMIN CIA.LTDA; Notaria Vigésima Octava, Nov.2004

2.1.4 Base legal

La empresa CALMIN CIA.LTDA, es una compañía limitada, importadora y comercializadora de productos de calefacción tanto para interiores como para exteriores.

Esta organización se ampara y rige ante la Ley de Compañías, el Código de Comercio y está asociada a la Cámara de Comercio de Quito.

2.2 OBJETIVO PARA EL AÑO 2009

- Abrir nuevos puntos de venta en Riobamba, Ambato y Cuenca.
- Ingresar con un almacén en un centro comercial de la ciudad de Quito
- Introducir un nuevo producto enfocado al sector de discapacitados.
- Optimización de costos administrativos y gastos de operación.
- Mantener el nivel de mercadeo y ante todo la calidad de ventas y atracción al cliente, a través de la promoción y publicidad de sus productos.

2.3 PRODUCTOS

2.3.1 Mercado

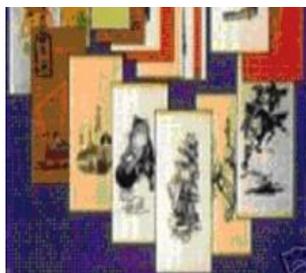
Posee un grupo de importantes clientes que se encuentran en el mercado de empresas como organizadoras de eventos, cadena de restaurantes, florícolas, planteles avícolas, empresas privadas y públicas situadas especialmente en las zonas frías del Ecuador, como: Quito, Cayambe, Riobamba, Latacunga, y Cuenca.

El portafolio de sus productos se clasifican en dos divisiones: calefacción para interiores y calefacción para exteriores.²³

CALEFACCIÓN INTERIORES: Calefactor para pies (alfombras- rodapiés), panel calefactor (panel para armar en la pared ó sobre parantes), cuadros calefactor, calefactor para mascotas, luckypet (tapiz calefacción para mascotas), calefactores a gas tipo cámara (calefactor para pies),

²³ Catálogo de Productos del Departamento de Ventas CALMIN

y sistemas de calefacción para grandes áreas comerciales ó industriales. (floricultoras, granjas avícolas, etc.)



CALEFACCIÓN EXTERIORES: Calefactores de pedestal para exteriores, complementado con el servicio de alquiler y mantenimiento.



2.3.2 Principales segmentos de mercado

CALMIN CIA.LTDA provee sus productos de calefacción a los siguientes segmentos de mercado según la siguiente participación en ventas y según su tipo de producto.

TABLA N° 1

PARTICIPACION EN VENTAS POR SEGMENTO								
MERCADO	2005		2006		2007		2008	
	VALOR	% PART						
Organizadores de eventos	88,330	25%	103,278	24%	128,993	25%	127,753	20%
Empresas Privadas-Públicas	38,865	11%	51,639	12%	77,396	15%	89,427	14%
Restaurantes y Cafeterías	14,133	4%	34,426	8%	41,278	8%	31,938	5%
Hoteles	17,666	5%	21,516	5%	25,799	5%	19,163	3%
Avícolas	52,998	15%	64,549	15%	92,875	18%	178,854	28%
Florícolas	141,328	40%	154,918	36%	149,632	29%	191,630	30%
Total:	353,319	100%	430,327	100%	515,971	100%	638,765	100%

Fuente: Gerencia de CALMIN CIA.LTDA.

Elaborado por : Autora

TABLA N° 2

VENTAS POR TIPO DE PRODUCTO								
PRODUCTO	2005		2006		2007		2008	
	VENTAS \$	%						
Alquileres	76,800	22%	52,000	12%	33,000	6%	29,700	5%
Calefactores de Patio	77,175	22%	113,085	26%	116,939	23%	140,525	22%
Cuadro Calefactor	3,900	1%	4,650	1%	6,912	1%	10,140	2%
Sistemas de Calefacción	195,444	55%	260,592	61%	359,120	70%	458,400	72%
Total:	353,319	100%	430,327	100%	515,971	100%	638,765	100%

Fuente: Gerencia de CALMIN CIA.LTDA.

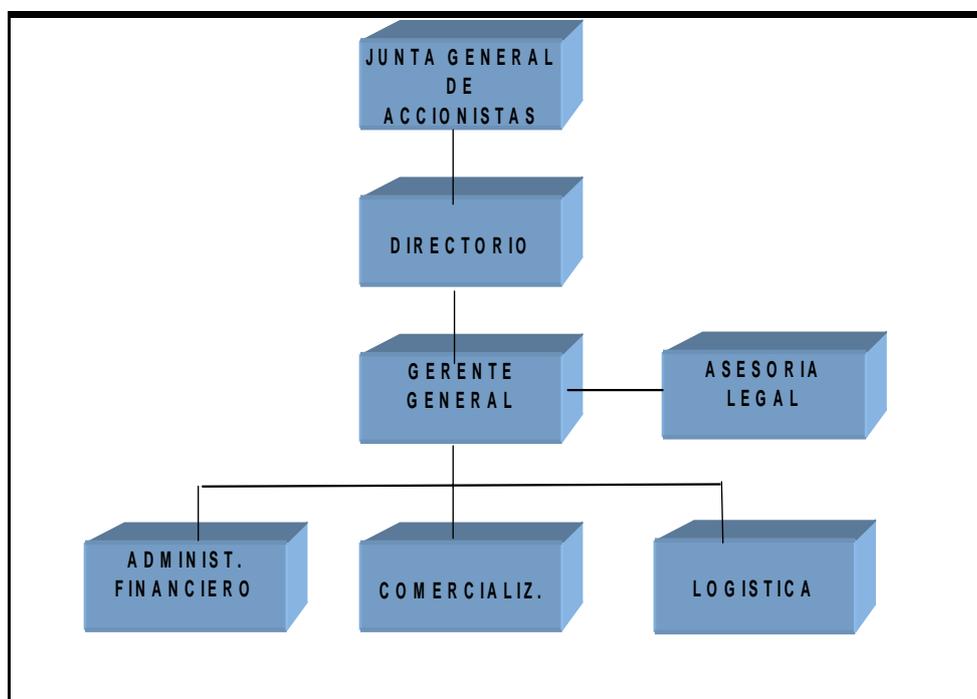
Elaborado por : Autora

2.4 ORGANIZACIÓN ADMINISTRATIVA DE LA EMPRESA CALMIN CIA.LTDA.

2.4.1 Organigrama funcional

La estructura de la empresa esta conformada de acuerdo al siguiente organigrama.

GRÁFICO N° 2



políticas y estrategias a largo plazo para garantizar el cumplimiento de los objetivos y metas establecidos en el plan empresarial.

2.4.1.3 Gerente General

El Gerente General será nombrado por el directorio y sus funciones serán:

- Ejecutar, controlar los planes y políticas establecidas por la empresa
- Controlar la implementación de estrategias para la empresa
- Asegurar la representación de la empresa localmente y externamente.
- Coordinar todos los recursos con que cuenta la empresa a través del proceso de planeamiento, organización, dirección y control a fin de lograr los objetivos deseados

2.4.1.4 Administración- Financiera

Su campo es el de toda la Administración de los recursos humanos y materiales, los que al final acaban concretándose en recursos económicos.

Incorpora toda la gestión económica, financiera de la empresa:

- Contabilidad
- Gestión y previsión de tesorería
- Cobros y pagos
- Relación con clientes y proveedores
- Administración general
- Gestión de los RRHH
- Relaciones Laborales
- Selección de personal

2.4.1.5 Comercialización

Su campo de actuación se dirige hacia la colocación de los productos que la empresa importa y comercializa en los mercados. Depende por tanto, de él toda la estructura comercial de la empresa. Las funciones principales que desarrollan son:

- La planificación comercial
- Las previsiones de ventas
- El análisis de los precios
- La formación de vendedores y comerciales
- Las políticas y técnicas de promoción de ventas
- La distribución
- Publicidad
- Organización de la red de ventas
- Gestión de la comercialización
- Estudio y conocimiento de la competencia

2.4.1.6 Logística

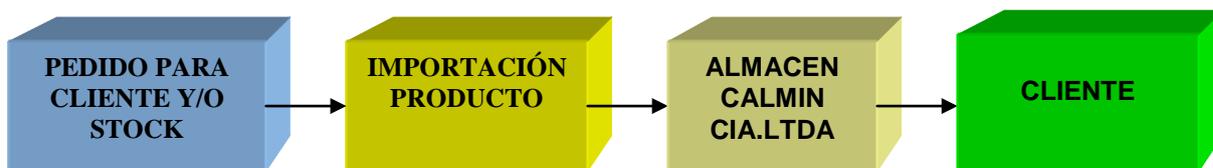
Este departamento es el encargado de investigar cuales son los medios más baratos, más rápidos, más seguros y directos por los que puede mandar el producto al cliente, o consumidor, además de encargarse de los tiempos de transporte y "seguridad" de la mercancía.

2.4.2 Comercialización de los productos

El proceso de comercialización de la compañía empieza mediante la captación de pedidos realizados por los clientes directamente al centro de ventas de CALMIN, o por ventas generadas en la participación de ferias, eventos y exposiciones nacionales.

Los productos que provee la empresa son ciento por ciento importados y almacenados en la bodega de CALMIN, para posteriormente realizar la entrega respectiva al consumidor final.

GRÁFICO N° 3



Fuente: Gerencia General de CALMIN CIA.LTDA.

Elaborado por : Autora

2.4.3 Proceso de importación

- 1.- Revisión de mercado.
- 2.- Revisión Stock
- 3.- Negociación
- 4.- Nota de pedido
- 5.- Autorizaciones Previas
- 6.- Embarque
- 7.- Llegada Aduana
- 8.- Trámite de desaduanización
- 9.- Pago Aranceles, IVA, otros
- 10.- Transporte Aduana a Bodega CALMIN.

La importación de los productos de calefacción como son: calefactores de interiores, exteriores y sistemas de calefacción, están gravados al pago del 12% IVA y de un 20% por aranceles.

2.5 CLIENTES

CALMIN CIA.LTDA, tiene como clientes más representativos dentro del mercado nacional a las siguientes empresas:

TABLA N° 3

VENTAS POR CLIENTE

CLIENTE	2005		2006		2007		2008	
	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%
GRUPO BARLOVENTO	28,266	8%	34,426	8%	64,496	13%	41,903	7%
NUKAPITAL	3,533	1%	2,582	1%	16,769	3%	28,744	5%
HOV HOTELERA	7,066	2%	3,012	1%	2,889	1%	11,817	2%
TANASA	42,398	12%	15,061	4%	22,496	4%	22,740	4%
LATITUD CERO	5,653	2%	2,797	1%	4,386	1%	9,965	2%
TOLDOS BORSEG	5,123	1%	11,189	3%	10,319	2%	22,357	4%
ASERLACO	3,145	1%	12,479	3%	4,592	1%	4,791	1%
TESTABRIGHT ECUADOR	3,003	1%	8,607	2%	2,889	1%	5,430	1%
FUNDAC.SINCHI SACHA	3,357	1%	4,217	1%	1,806	0%	1,597	0%
COORDINAMOS	3,392	1%	15,707	4%	11,867	2%	10,731	2%
ESPELETTE	3,145	1%	11,447	3%	13,209	3%	11,817	2%
ALINSERVICE	3,463	1%	15,320	4%	18,369	4%	16,352	3%
MUNICIPIO DE QUITO	7,066	2%	15,320	4%	14,705	3%	10,092	2%
VICEPRES DEL ECUADOR	17,666	5%	28,229	7%	28,120	5%	20,760	3%
GENERAL MOTORS	10,600	3%	17,213	4%	25,799	5%	38,326	6%
PRONACA	35,332	10%	51,639	12%	77,396	15%	12,775	2%
CANANVALLE	52,998	15%	8,607	2%	5,160	1%	16,352	3%
FLORES DEL VALLE	28,266	8%	21,516	5%	25,799	5%	9,965	2%
FLORIC. CAMACHO	21,199	6%	8,607	2%	4,592	1%	5,430	1%
AGLOFLORA	14,133	4%	4,303	1%	3,870	1%	2,874	0%
VEGAFLOR	0	0%	0	0%	0	0%	41,903	7%
ROSAPRIMA	0	0%	0	0%	0	0%	51,101	8%
CONS. QUITO FLORES	10,529	3%	12,910	3%	18,162	4%	4,152	1%
AVICOLA SAN ANDRES	10,458	3%	8,607	2%	2,322	0%	22,037	3%
AVICOLA LATACUNGA	0	0%	0	0%	0	0%	55,573	9%
HUEVOS ORO	10,600	3%	12,910	3%	5,108	1%	44,714	7%
AVIC. SANTO TOMAS	7,066	2%	0	0%	2,889	1%	38,326	6%
OTROS	15,864	4%	103,623	24%	127,961	25%	76,141	12%

SUMAN:	353,319	100%	430,327	100%	515,971	100%	638,765	100%
---------------	----------------	-------------	----------------	-------------	----------------	-------------	----------------	-------------

Fuente: Gerencia de CALMIN CIA.LTDA.

Elaborado por : Autora

2.6 ESTRATEGIA DE VENTAS

Dentro de las estrategias de ventas que aplica CALMIN CIA.LTDA, de la que mejor resultado se ha obtenido es la venta personalizada, herramienta más eficaz en ciertas etapas del proceso de venta, particularmente en la creación de preferencia, convicción y acción del consumidor.

Además crea la reacción directa del comportamiento de mercado y permite obtener una mayor comunicación y nexo entre empresa - cliente, conociendo de esta manera sus necesidades.

Al inicio de las actividades comerciales de la empresa, contrataron los servicios de un Call Center del cual obtuvieron una lista amplia de potenciales clientes, esta fue considerada una de las más importantes estrategias de ventas que realizaron al iniciar el negocio.

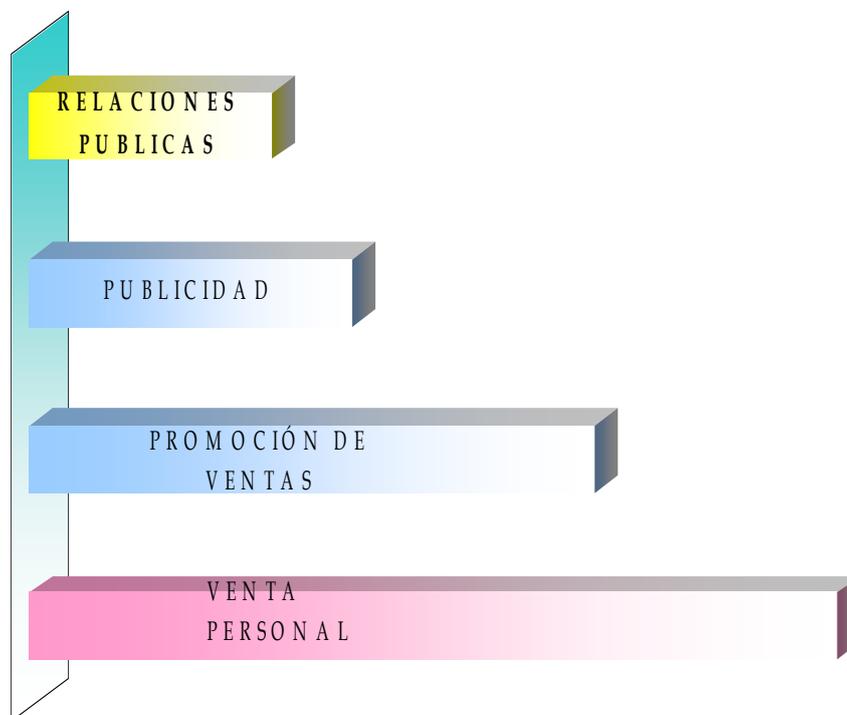
Para el impulso de su publicidad y marketing han creado una página web que constantemente esta en mantenimiento y actualización, además de la frecuente participación en ferias, exposiciones y eventos en los mercados a nivel nacional.

Las Relaciones Públicas de la empresa son realizadas desde el Gerente hasta el vendedor que tiene relación directa con el consumidor, son actores activos en el mejoramiento del producto. Esto garantiza una venta más efectiva de productos mucho más cercanos y confiables a los segmentos de consumidores, aumentando el conocimiento corporativo del cliente.

El gráfico N° 3, permite apreciar las estrategias utilizadas por la organización y el nivel de impulso que se le da a cada uno de ellos.

GRÁFICO N° 3

Estrategia de ventas CALMIN CIA.LTDA.



2.7 PROVEEDORES

La empresa CALMIN CIA.LTDA, desarrolla una estrecha y coordinada relación con sus proveedores locales e internacionales, basándose en la calidad y prontitud en la entrega de los pedidos solicitados.

Sus principales proveedores se encuentran en los países de Europa y América del Sur, negocian sus pedidos con pagos anticipados para el despacho de la importación de la mercadería.

TABLA N° 4

PROVEEDOR	PRODUCTO	PAIS
FLEXEL	CUADROS	REINO UNIDO
NANHAI	CALEFACTOR	CHINA
ESKABE	SISTEMAS DE CALEFACCION	ARGENTINA
EMEGE	CALEFACTOR	ARGENTINA

2.8 POLÍTICA DE INVENTARIO

La empresa CALMIN CIA.LTDA, controla sus inventarios mediante el sistema contable integrado (SIIGO), el cual permite actualizar automáticamente los saldos de los productos a través del proceso de facturación para salida de productos y registro de sus ingresos mediante el ingreso de compras. Valoran sus inventarios a través del sistema de costeo ponderado o promedio.

El abastecimiento de producto lo realizan previa a la planificación de importaciones y también bajo pedido de los clientes.

Según conversaciones con el Gerente de la empresa CALMIN CIA.LTDA, y con información muy limitada que se obtuvo del Banco Central del Ecuador para este tipo de productos, nos comentó que en el año 2007 efectivamente ingresa al mercado de la calefacción, dos empresas competidoras con la importación de calefactores de patio como son: TVENTAS S.A. y KYWI, con precios un poco altos a los que tiene la empresa CALMIN dando así que el mercado reaccione y el cliente decida el lugar de compra.

Los demás productos de calefacción que comercializa la empresa como son: sistemas de calefacción y cuadros calefactores son importados desde Argentina y Reino Unido sin ningún inconveniente ni competencia, productos totalmente nuevos en el país y de los cuales no existen estadísticas de importaciones.

2.9 MARCO GENERAL

2.9.1. Entorno Macroeconómico.

El año 2009 ha sido un año en general duro y complicado para los ecuatorianos; las cifras con las que se termina corroboran las deficiencia de ciertas políticas que van en contra de la inversión privada.

Es así como, durante el año 2009, el país ha sufrido una contracción económica de la producción provocada por la crisis internacional, pero también por una equivocada política interna que se ha reflejado en los altos niveles de desempleo que aquejan a los ecuatorianos. El 9.1% de la población económicamente activa no tiene trabajo.

Cabe señalar que el gobierno, en términos estrictamente financieros, tuvo una estrategia "exitosa" en la recompra de la Deuda Externa que mejoró las condiciones de los Bonos del Estado y a su vez la liquidez de la caja fiscal y de la Reserva Internacional que antes de la recompra se ubicaba en \$ 2675 millones y actualmente se encuentra en \$ 5.047 millones.

Por otro lado, la inflación del país se ha reducido significativamente este año; se ha ubicado en 4.31% en comparación a la inflación del 2008 que fue de 8.83%; sin embargo, el ingreso promedio cayó en \$138 promedio; es decir de \$3.808 en 2008 a \$ 3.670 en 2009.

La política Comercial durante el 2009 ha resultado muy complicada, básicamente por los efectos de la crisis internacional y que ha resultado en una Balanza Comercial con una saldo negativo de \$ 450 millones a Octubre, provocado principalmente por la caída de las exportaciones petroleras en 49%.

El último mes del año trae consigo una reactivación económica importante, en donde la mayoría de empresas perciben el 30% de sus ingresos anuales: lo que a su vez se traduce en beneficios sociales como empleo, una mayor recaudación tributaria y mejoras en el bienestar general de la población.

Desde el año 2000, la actividad comercial ha tenido un crecimiento promedio del 4%; lo que en el presente año debería contrastar con la tendencia contractiva de los meses anteriores del 2009. Lastimosamente lo que debió ser la recuperación de la dinámica a fin de año, se ha visto ensombrecida con la dura crisis energética que soporta el país.

El 2010 parecería presentar mejores perspectivas en cuanto a los precios de nuestros principales productos de exportación que debe ser conjugada con una política interna de estabilidad y crecimiento, esperemos dejar a un lado confrontaciones y hacer todos un equipo hacia el desarrollo del país.²⁴

(Ver Anexo N°. 1 pág. 49: Indicadores económicos 2009).

2.10 IMPORTACIONES DE PRODUCTOS

Según conversaciones con el Gerente de la empresa CALMIN CIA.LTDA, y con información que se obtuvo del Banco Central del Ecuador para este tipo de productos, nos comentó que en el año 2007 efectivamente ingresa al mercado de la calefacción, dos empresas competidoras con la importación de calefactores de patio como son: TVENTAS S.A. y KYWI, con precios un poco altos a los que tiene la empresa CALMIN dando así que el mercado reaccione y el cliente decida el lugar de compra.

Los demás productos de calefacción que comercializa la empresa como son: sistemas de calefacción y cuadros calefactores son importados desde Argentina y Reino Unido sin ningún inconveniente ni competencia, productos totalmente nuevos en el país y de los cuales no existen estadísticas de importaciones, desagregadas a nivel de producto.

2.11 RANKIN IMPORTACIONES DE PRODUCTOS

La información suministrada sobre las importaciones de productos para la calefacción, se obtuvo en forma generalizada de la fuente del Banco Central del Ecuador, según la clasificación de subpartidas arancelarias, cuyo código es no. 7322900000 y que no la clasifica a nivel de producto por uso.

²⁴www.bce.fin.ec: Indicadores 2009

A pesar de investigar en las diferentes fuentes de información como son: la Cámara de Comercio de Quito, Cámara de la Pequeña Industria, no se obtuvo resultado alguno acerca de las importaciones de calefactores para uso externo e interno.

El siguiente cuadro tiene información de las importaciones en kilos de los productos para calefacción que fue suministrada por el Banco Central del Ecuador a fecha octubre 2008

**IMPORTACIONES DE MANERA GENERAL
CALEFACTORES**
Cifra en miles

Subpartida Nandina 7322900000

AÑOS	2006	2007	2008
PESO KILOS	2.57	5.55	7.39
FOB-DÓLAR	17.94	13.36	42.85
CIF-DÓLAR	20.47	14.95	52.61

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Ligia Pérez

2.12 COMPETENCIA

2.12.1 Distribuidores de productos en el Ecuador

CALMIN CIA.LTDA, desde el año de su creación que fue en el 2004, fue considerada la empresa pionera en la venta de productos de calefacción tanto para exteriores como para interiores, pero en el último año han ingresado dos competidores que en el mercado son considerados grandes y potentes como son: Televisión y Ventas Televent S.A. más conocida como TVENTAS y la empresa KIWI del grupo de Supermercados La Favorita., instituciones que han reaccionado en el mercado local y nacional, por contar con varios centros de exhibición.

Según información del Gerente de CALMIN, en el año 2007, estas empresas han importado 4 contenedores de 140 calefactores de patio cada uno.

Considerando esta información y con el actual stock de CALMIN, presentamos el siguiente gráfico que da una idea más clara de la participación del producto en el mercado.

GRÁFICO N° 4



PROVEEDOR	STOCK CALEFACTOR	%
CALMIN	850	60%
TVENTAS	420	30%
KIWI	140	10%
TOTAL:	1410	100%

Fuente: Gerencia CALMIN

Elaborado por: Autora

A más de los calefactores de patio de los que se tiene mayor competencia en el mercado nacional. La empresa CALMIN cuenta con otra serie de productos que influyen en la participación de sus ventas, así tenemos los cuadros y sistemas de calefacción productos considerados pioneros en el Ecuador.

2.12.2 Ventajas y desventajas competitivas

En una aproximación inicial a la situación de la empresa se revisó información extracontable y administrativa, de la cual se obtuvo las siguientes conclusiones.

- **Ventajas**

Pionera en ventas de productos y sistemas de calefacción en el Ecuador

Cuentan con una determinada cartera de clientes.

Conocida por la marca del producto y registrada en el IEPI.

Diversidad de productos de calefacción. (exteriores, interiores, decoración, sistemas de calefacción, etc)

Cuentan con mercados de zonas frías (Quito, Cuenca, Riobamba, etc)

Brindan garantía y stock de repuestos.

- **Desventajas**

Cambio de políticas económicas del Estado

No cuentan con centros de exhibición y ventas.

Ingreso al mercado de empresas solventes

2.13 SONDEO DE MERCADO Y ENTREVISTAS

Basados en los datos de clientes actuales y potenciales, se elaboró un cuestionario básico de once preguntas, el mismo que ayuda a obtener el diagnóstico de las fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades de la compañía y cuyos resultados darán una idea más clara de la situación real de la compañía.

Se ha seleccionado 60 clientes que compran frecuentemente y eventualmente en CALMIN CIA.LTDA, a quienes se han entregado un cuestionario directamente en el almacén, o por vía correo electrónico y como resultado de este, se ha obtenido que el 70% de los clientes contestaron lo siguiente. (ver anexo N°. 2 pág. 63)

Las preguntas se enfocaron a la calidad del producto, precio, servicio, y competencia, de los cuales se obtuvieron las siguientes conclusiones.

- Los productos son aceptados en un cien por ciento por las empresas y personas
- El 95% de la venta de productos de calefacción destinan sus clientes para negocio
- El precio es aceptado. (88% de los encuestados están conformes)

- La empresa es conocida a través de la página WEB en un 47%; guía telefónica 30%; otros 23%; con estos resultados la empresa pone mayor énfasis en la actualización y mantenimiento de su página.
- Los productos de calefacción son fáciles de usar e instalar.
- El 93% de los encuestados no recibieron atención postventa.
- El 65% de los entrevistados opinan que existe una buena atención de parte de las áreas de ventas y administración.
- La entrega del producto es a tiempo y coordinada.
- La competencia es conocida en un 70% por sus clientes.

Los productos que provee CALMIN CIA.LTDA, son aceptados en su totalidad y de igual forma sus precios. Con estas ventajas la empresa deberá crear un plan de estrategias de ventas y marketing, fortalecer y mejorar el servicio postventa y reforzar de un buen stock de repuestos y accesorios.

2.14 ANÁLISIS FODA

Para el análisis FODA, se ha utilizado una de las herramientas más conocidas como es el Instrumento de diagnóstico empresarial IDE²⁵, considerada una norma única de diagnóstico empresarial estandarizada para todas las empresas PYMES de la Comunidad Andina de Naciones, creada alrededor del año 2000 y usada por organismos internacionales de cooperación así como entidades nacionales para sus análisis y comparaciones subregionales.

El IDE, Instrumentos de diagnóstico empresarial, ayudará a evaluar el desempeño, competitividad, fuerzas competitivas, gestión operativa, gestión de mercado, financiera, personal y dirección general, como resultado se obtendrá cuales son sus verdaderas fortalezas y debilidades de la empresa.

De igual forma con la ayuda de esta herramienta se analizara su entorno externo con el objeto de determinar cuáles son sus oportunidades y amenazas.

²⁵ GALLEGOS G, Instrumento de Diagnóstico empresarial IDE, Quito 2008

INFORMACIÓN BASE

Para la elaboración del presente estudio se recibió de la empresa CALMIN CIA.LTDA, la información y documentación que se detalla a continuación:

Escritura de Constitución de la Compañía.

Balance General y de Resultados al 31 de diciembre del 2005, 2006, 2007, 2008.

Datos generales sobre clientes y proveedores.

Datos generales sobre el posicionamiento de la empresa en el mercado.

Datos generales sobre su estructura, organización y personal.

Sondeo de mercado

ANÁLISIS

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Precios competitivos, buena calidad de los productos ofertados. • Conocimiento del negocio y de la competencia. • Negocio en marcha. • Mentalidad, experiencia competitiva, habilidad en la comercialización. • Portafolio de productos y servicios. • Personal con experiencia en comercialización y ventas. • Representaciones exclusivas de proveedores • Marcas registradas en el IEPI • Cliente Fiel y comprometido. • Adecuada Rotación de Inventarios. • Buen Nivel de capitalización y reinversión de utilidades. 	<ul style="list-style-type: none"> • Inexistencia de planes, evaluación y control de la gestión. • Deficiente atención del Servicio Postventa • No contar con un buen nivel de stock de repuestos. • No existe una adecuada gestión de cobranzas. • El Marketing de la empresa es más de tipo personalizado antes que masivo.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidad de diversificar los productos, incursionando en otras áreas de servicios (ascensores para discapacitados). • Productos de competencia con defectos. • Bajas tasas de interés. 	<ul style="list-style-type: none"> • Inestabilidad económica • Alta competencia de medianas y grandes empresas del sector. • Inseguridad legal y tributaria. • Cliente más exigente y educado. • Mayor tecnificación y software.

Elaborado por: Autora

En función de la información que nos da la matriz FODA, haremos un acercamiento a la formulación de estrategias para la Compañía CALMIN CIA.LTDA.

Al tener excelentes fortalezas, estas deben ser explotadas y aprovechadas a su máximo, como son: la fidelidad y compromiso de sus clientes, la calidad y garantía de productos, la

aceptación total del producto y precio, contar con un negocio en marcha; poseer representaciones exclusivas de proveedores del exterior, todas estas fortalezas permitirán enfrentar a la competencia.

Las oportunidades señaladas en el análisis FODA, sí son aprovechadas en su magnitud, ayudarán de gran manera a CALMIN a cumplir con sus objetivos y metas planteadas y a tomar acertadas decisiones sobre el futuro de la empresa.

2.15 ANÁLISIS FINANCIERO

Los estados financieros proporcionados por Gerencia, de los años 2005, 2006, 2007 y 2008, serán evaluados la posición financiera-económica a través, de un análisis y uso de indicadores, análisis horizontal y vertical, que determinaran cuales son las condiciones reales y futuras de los eventos realizados en la empresa y como influir en ellos.

TABLA N° 5

CALMIN CIA.LTDA				
BALANCE GENERAL				
AL 31 DE DICIEMBRE				
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES	2005	2006	2007	2008
Bancos	54,547	76,473	57,494	57,558
Inversiones	0	0	90,000	0
Cuentas por Cobrar CLIENTES	85,597	129,459	103,194	136,905
(-) Provisión Cuentas Incobrables	-856	-2,151	-3,183	-4,552
Importaciones en Transito	20,434	23,098	46,595	129,263
Anticipos Fiscales	3,533	3,443	8,397	6,388
Inventarios	52,998	64,549	77,396	63,877
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	216,254	294,871	379,894	389,438
ACTIVOS FIJOS				
Activos Fijos	49,803	49,803	49,803	86,803
(-) Depreciac. Acum. de Activos Fijos	-9,167	-18,333	-27,500	-35,000
TOTAL ACTIVOS FIJOS	40,636	31,470	22,303	51,803
TOTAL ACTIVOS	256,890	326,341	402,197	441,241
PASIVOS				
PASIVOS CORRIENTES				
Anticipo de Clientes	0	0	24,643	16,777
Proveedores	20,774	37,417	52,396	41,231
Provisiones Patronales	12,759	13,880	19,774	19,964
Dividendo por Pagar	0	0	0	24,494
Participación Trabajadores	14,156	14,099	11,100	14,408
Obligaciones Tributarias	20,054	19,973	15,725	20,412
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	67,742	85,369	123,636	137,286
PASIVO A LARGO PLAZO				
Obligaciones Bancarias LP	43,688	35,592	26,007	14,660
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	43,688	35,592	26,007	14,660
TOTAL PASIVOS	111,430	120,961	149,643	151,946
PATRIMONIO				
Capital Social	50,000	50,000	50,000	50,000
Utilidades Acumuladas	35,300	95,461	155,380	202,553
Utilidad del Ejercicio	60,161	59,919	47,174	36,742
TOTAL PATRIMONIO	145,461	205,380	252,553	289,295
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	256,890	326,341	402,197	441,241

TABLA N° 6

CALMIN CIA.LTDA								
ESTADO DE RESULTADOS								
AL 31 DE DICIEMBRE								
	2005		2006		2007		2008	
INGRESOS:								
VENTAS	353,319		430,327		515,971		638,765	
TOTAL INGRESOS NETOS POR VENTAS:	353,319	100%	430,327	100%	515,971	100%	638,765	100%
COSTO DE VENTAS	135,494	38%	185,380	43.08%	236,656	46%	298,442	47%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS:	217,825	62%	244,947	56.92%	279,315	54%	340,323	53%
GASTOS DE OPERACIÓN								
GASTOS DE PERSONAL	47,439	13%	50,960	11.84%	73,054	14%	97,412	15%
SERVICIOS BASICOS Y COMUNICA	2,066	1%	3,511	0.82%	3,686	1%	3,908	1%
MANTENIMIENTO DE ACTIVOS	1,222	0%	2,188	0.51%	2,253	0%	2,643	0%
SUMINISTROS DE OFICINA	1,159	0%	2,417	0.56%	3,557	1%	4,682	1%
SEGUROS	2,015	1%	2,217	0.52%	2,437	0%	3,923	1%
HONORARIOS PROFESIONALES	6,085	2%	4,143	0.96%	8,159	2%	4,272	1%
IMPUEST PATENTES Y CONTRIBUC	1,592	0%	1,620	0.38%	1,736	0%	1,823	0%
ARRIENDOS	2,410	1%	3,654	0.85%	4,345	1%	7,342	1%
SERVICIOS OCASIONALES	3,565	1%	3,325	0.77%	2,343	0%	1,290	0%
GASTOS DE VIAJE	3,294	1%	6,476	1.50%	8,322	2%	10,519	2%
GATOS DEL PERSONAL DE VENTAS	8,201	2%	10,320	2.40%	16,512	3%	19,454	3%
FLETES ENVIOS Y TRANSPORTE	2,958	1%	13,902	3.23%	15,349	3%	15,643	2%
COMISIONES A INTERMEDIARIOS	5,345	2%	8,122	1.89%	15,238	3%	18,262	3%
ATENCION A CLIENTES	2,109	1%	1,608	0.37%	5,254	1%	9,289	1%
PUBLICIDAD PROMOCI E IMAGEN	8,893	3%	12,845	2.99%	19,497	4%	21,242	3%
SERVICIO AL CLIENTE	3,786	1%	3,309	0.77%	4,575	1%	7,364	1%
GASTOS LEGALES	1,677	0%	1,248	0.29%	2,340	0%	3,459	1%
PROVISI.DEPREC.AMORTIZACION	10,023	3%	10,461	2.43%	10,199	2%	8,869	1%
GASTOS GENERALES	1,141	0%	2,839	0.66%	3,484	1%	4,309	1%
GASTOS BANCARIOS	8,476	2%	5,791	1.35%	4,103	1%	2,287	0%
TOTAL GASTOS DE OPERACION	123,454	35%	150,956	35.08%	206,442	40%	247,992	39%
UTILIDAD OPERACIONAL:	94,370	27%	93,991	21.84%	72,873	14%	92,331	14%
NETO NO OPERACIONAL:	0	0%	0	0.00%	1,125	0%	3,725	1%
UTILIDAD ANTES DE PART. TRAB E IMPUES	94,370	27%	93,991	21.84%	73,998	14%	96,056	15%
(-) 15% PARTICIP.TRABAJADORES	14,156	4%	14,099	3.28%	11,100	2%	14,408	2%
BASE IMPUESTO A LA RENTA	80,215	23%	79,892	18.57%	62,898	12%	81,648	13%
(-) 25% IMPUESTO A LA RENTA	20,054	6%	19,973	4.64%	15,725	3%	20,412	3%
UTILIDAD ANTES REPART.DIVIDENDOS	60,161	17%	59,919	14%	47,174	9%	61,236	10%
DIVIDENDOS POR PAGAR	0	0%	0	0.00%	0	0%	24,494	4%
UTILIDAD NETA	60,161	17%	59,919	14%	47,174	9%	36,742	6%

Nota: Año 2008, se reparte el 40% de las utilidades a los socios por pago dividendos

2.15.1 Análisis de Liquidez

CAPITAL DE TRABAJO NETO	2005	2006	2007	2008
Activo Corriente - Pasivo Corriente	148,512	209,502	256,257	252,152
% Variación		41%	22%	-2%

En el cuadro anterior podemos observar un decrecimiento en términos relativos del capital de trabajo en el año 2008, debido al crecimiento de uno de los rubros del activo corriente, como es la cuenta importaciones en tránsito que aporta con el 29%.

2.15.2 Índice de Solvencia

ÍNDICE DE SOLVENCIA	2005	2006	2007	2008
Activo Corriente/Pasivo Corriente	3.19	3.45	3.07	2.84

Los indicadores de la razón circulante de la compañía se han mantenido desde el año 2005 al 2007; pero en el año 2008 disminuye a 2.84; debido a que a partir de ese año los socios deciden repartir el 40% de las utilidades como dividendos.

2.15.3 Prueba ácida

PRUEBA ACIDA	2005	2006	2007	2008
(Bcos+Inversiones+CxC / Pasivo Cte)	2.06	2.39	2.00	1.38

Este indicador mide la capacidad de pago mediata del pasivo corriente. La empresa CALMIN contó con un nivel de liquidez alto, pero disminuye sustancialmente en el año 2008, debido a que se liquidaron las inversiones del año anterior.

2.15.4 Liquidez inmediata

INDICE DE LIQUIDEZ INMEDIATA	2005	2006	2007	2008
(Bcos+Inv.Temp/Pasivo Cte)	0.81	0.90	1.19	0.42

La liquidez inmediata ha sido alta pero disminuyó en el año 2008, debido a una disminución en las cuentas de bancos e inversiones.

2.15.5 Liquidez del Activo Corriente

LIQUIDEZ DEL ACTIVO CTE	2005	2006	2007	2008
(Inventarios / Activo Cte)	0.25	0.22	0.20	0.16

La participación promedio del inventario en relación al total del activo corriente histórico es de un 19%, lo que significa que la empresa cuenta con inventarios sobre pedidos antes que con inventarios de stock.

2.15.6 Razones de administración de deuda

2.15.6.1 Razón de endeudamiento

ÍNDICE DE SÓLIDEZ	2005	2006	2007	2008
Pasivo Total/Activo Total	0.43	0.37	0.37	0.34

Los niveles de endeudamiento de la empresa en promedio es del 38%, lo que implica que tiene un mayor nivel de financiamiento a través de recursos propios.

2.15.7 Razones de Eficiencia

Las razones de administración de activos miden la eficiencia y actividad de una empresa para administrar sus activos

2.15.7.1 Plazo medio de cuentas por cobrar

PLAZO MEDIO DE CUENTAS POR COBRAR	2005	2006	2007	2008
Ctas x Cobrar/(Ventas/360)	87	108	72	77

Según las cifras del indicador se observa que la empresa no está recuperando eficientemente sus cuentas en relación a la política de crédito fijada en la empresa que es de 45 días, no existe una adecuada gestión de cobranza. En el último año la variación porcentual de crecimiento fue del 33% según datos del análisis horizontal que se realizó.

2.15.7.2 Plazo medio de cuentas por pagar

PLAZO MEDIO DE CTAS POR PAGAR	2005	2006	2007	2008
Rotación de CxP = Compras Cred/Cxp Prove	6.67	5.26	4.76	6.91
Plazo medio de Ctas por pagar = 360/Rot.CXP	54	68	76	52

Las cifras en días de pago ante los proveedores en los años 2006 y 2007 son altas en comparación a las condiciones de negociación acordadas que son de 60 días. Pero en el año 2008 mejora notablemente disminuyendo su plazo de pago a 52 días, debido a un mayor cumplimiento con proveedores.

2.15.7.3 Plazo medio de Rotación Inventarios

PLAZO MEDIO/ ROTAC DE INVENT.	2005	2006	2007	2008
360 /Rotación Inventario (días)	141	125	118	77
Costo de Ventas / Inventario (veces)	2.56	2.87	3.06	4.67

Existen altos índices de permanencia de inventario en bodegas, pero en el último año se reducen notablemente los días en stock; la rotación del inventario aumenta considerablemente en el año 2008.

2.15.7.4 Rotación del Activo Total

ROTACION DEL ACTIVO TOTAL	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas/Activos totales	1.4	1.3	1.3	1.4

Dado que el crecimiento de ventas y de los activos se mantienen en el tiempo con relativa constancia, el nivel de rotación de activos también se mantiene constante. En el año 2008 se registra un ligero crecimiento del índice en razón de que disminuye el crecimiento de activos, por un decrecimiento de las cuentas de inversiones e inventarios.

2.15.8 Razón de rentabilidad

Las razones de rentabilidad muestran los siguientes resultados:

2.15.8.1 Rentabilidad sobre Ventas

RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	2005	2006	2007	2008
Utilidad Neta / Ventas anuales	17%	14%	9%	10%

El margen de rentabilidad sobre las ventas se ha mantenido en términos promedio en el tiempo, en el orden del 13%.

El incremento en sus ingresos en relación a los años 2007 y 2008 fue del 22%; en tanto que sus gastos decrecieron en 17%; y sus costos bajaron un 2%. Es importante mencionar que la mayor parte de gastos y costos están estrechamente relacionados con el incremento en ventas, el 23% de sus gastos son administrativos, y un 16% son gastos relacionados con sus ventas.

2.15.8.2 Rendimiento de los activos totales

RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS	2005	2006	2007	2008
Utilidad Neta / Activos Totales	23%	18%	12%	14%

La rentabilidad de los activos ha decaído en los últimos años, debido a que los activos han tenido un crecimiento importante en especial la cuenta de importaciones en tránsito y cuentas por cobrar.

2.15.9 Análisis de rentabilidad sobre el patrimonio con la técnica “DU PONT”

Una forma alterna e integral de analizar la rentabilidad sobre el patrimonio se realiza mediante el análisis DU PONT que consiste en evidenciar todos los elementos que finalmente afectan a la rentabilidad de los accionistas.

ANÁLISIS " DU PONT "	2005	2006	2007	2008
Margen sobre ventas	17%	14%	9%	10%
(x) Rotación del activo Total	1.4	1.3	1.3	1.4
(=) Rentabilidad sobre Activo Total	23%	18%	12%	14%
(x) Apalancamiento financiero	1.8	1.6	1.6	1.5
(=) Rentabilidad sobre Patrimonio	41%	29%	19%	21%

La rentabilidad sobre el patrimonio nos permite concluir que la rentabilidad patrimonial ha disminuido en el tiempo, debido al decreciente margen sobre ventas, una menor rotación del activo y compensada en parte por el mayor nivel de apalancamiento financiero.

2.15.10 Resumen de Razones Financieras

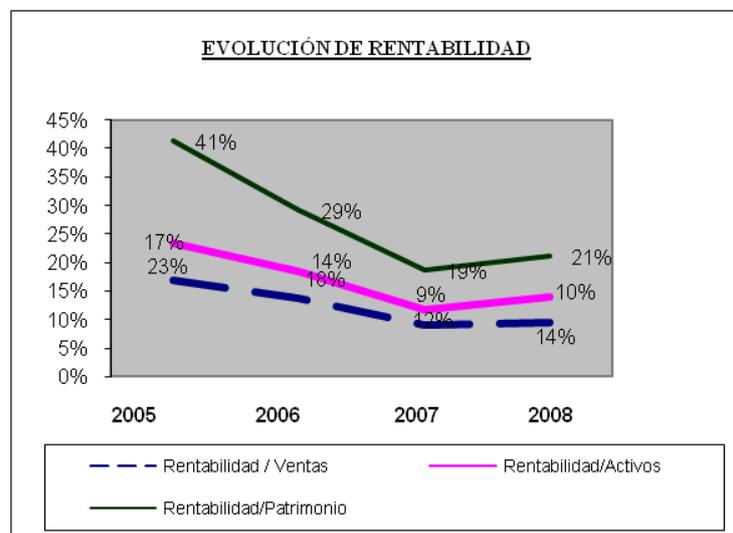
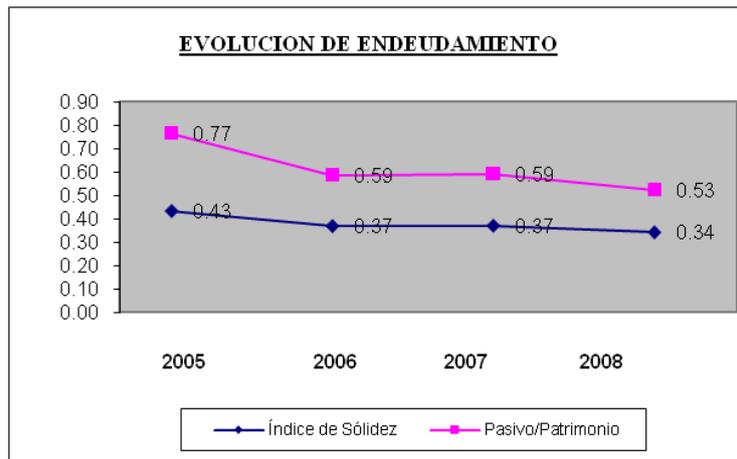
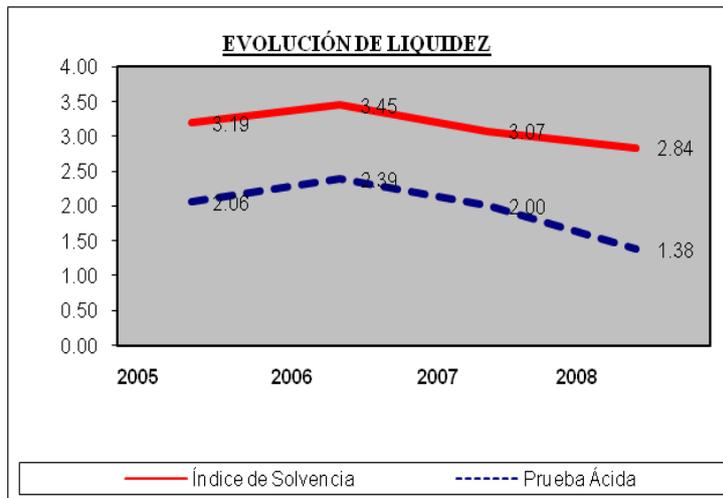
A continuación la tabla No. 7, informa un resumen de los indicadores analizados de la empresa CALMIN CIA.LTDA:

TABLA N° 7

INDICADORES FINANCIEROS	2005	2006	2007	2008
LIQUIDEZ				
Capital de Trabajo Neto	148,512	209,502	256,257	252,152
Índice de Solvencia	3.19	3.45	3.07	2.84
Prueba Ácida	2.06	2.39	2.00	1.38
Índice de Liquidez Inmediata	0.81	0.90	1.19	0.42
Liquidez del Activo Corriente	0.25	0.22	0.20	0.16
ENDEUDAMIENTO				
Índice de Sólidez	0.43	0.37	0.37	0.34
Deuda Total/Patrimonio	0.77	0.59	0.59	0.53
EFICIENCIA				
Plazo medio de cuentas por cobrar	87	108	72	77
Plazo medio de cuentas por pagar	54	68	76	52
Rotación Inventarios (# veces/año)	2.56	2.87	3.06	4.67
Rotación del Activo Total	1.4	1.3	1.3	1.4
RENTABILIDAD				
Rentabilidad sobre Ventas	17%	14%	9%	10%
Rentabilidad sobre Activos	23%	18%	12%	14%
Rentabilidad sobre el Patrimonio	41%	29%	19%	21%
ESTRUCTURA FINANCIERA				
Costo de Ventas/Ventas	38%	43%	46%	47%
Gtos Administ/ventas	23%	21%	23%	23%
Gtos Ventas/Ventas	10%	13%	16%	16%
Gtos Financiero/Vtas	2%	1%	1%	0.4%
TENDENCIAS				
Ventas	353,319	430,327	515,971	638,765
Variación de Ingresos por Ventas	0%	22%	20%	24%
Variación Costo de Ventas	0%	37%	28%	26%
Variación Gastos Operacionales	0%	22%	37%	20%
Variación Utilidad Neta	0%	-0.4%	-21%	30%
Variación Activo Total	0%	27%	23%	10%
Variación Patrimonio Total	0%	41%	23%	15%
Variación Capital de trabajo	0%	41%	22%	-2%

Los cuadros del análisis vertical y horizontal de los estados financieros se presenta en los anexos 3 y 4 al final de este capítulo

GRÁFICO Nº 5



2.16 Anexos

2.16.1 Indicadores Económicos

Indicadores económicos

El Banco Central del Ecuador publicó un valor para el crecimiento estimado del PIB del 2008 y 2009, mayor a las proyecciones de organismos internacionales.

Anuales					
Sector Real / Precios / Sector Externo/ Deuda Externa	2006 (p)	2007 (p)	2008 (p)	2009 (e)	Variación ¹
PIB (nominal) (mill. USD)	41.763	45.789	52.572	51.385	▼
Crecimiento real del PIB (%)	3,90	2,49	5,32	-2	▼
Inflación anual (a diciembre de cada año) (%)	2,87	3,32	8,83	4,09	▼
Inversión extranjera directa (mill. USD)	270,7	194,3	973,5	324,3	▼
Exportaciones FOB (mill. USD)	12.728	14.321	18.510	10.957	▼
Exportaciones no petroleras FOB (mill. USD)	5.184	5.993	6.837	5.480	▼
Importaciones FOB (mill. USD)	11.279	12.907	17.600	11.408	▼
Balanza comercial (mill. USD)	1.449	1.414	910	-451	▼
Balanza comercial no petrolera (mill. USD)	-3.715	-4.336	-7.545	-4.105	▼
Remesas emigrantes (mill. USD)	2.927	3.087	2.822	1.164,2	▼
Deuda externa privada (mill. USD)	6.884	6.839	6.486	6.377	▼
Deuda externa pública (mill. USD)	10.215	10.633	10.089	7.534	▼
Mensuales					
Sector Real / Fiscal / Financiero/ Internacional Mercado de Valores	nov-08	sep-09	oct-09	nov-09	Variación ¹
Desempleo (%) ²	7,9	9,1	—	—	—
Inflación anual (%)	9,13	3,29	3,50	4,02	▲
Confianza empresarial (Deloitte & Touche) ³	89,00	86,6	84,20	84,10	▼
Deuda interna pública (mill. USD)	2.973	2.969	2.872	2.870	▼
Deuda externa pública (mill. USD)	9.985	7.508	7.521	7.534	▲
Depósitos bancos privados (mill. USD)	10.652	10.451	10.655	11.008	▲
Crédito bancos privados (mill. USD)	9.554	8.959	9.047	9.222	▲
Tasa Efectiva Máxima Comercial Corporativo (%)	9,33	9,33	9,33	9,33	—
Tasa Efectiva Máxima Comercial PYMES (%)	11,83	11,83	11,83	11,83	—
Tasa Efectiva Máxima Consumo (%)	16,30	18,92	18,92	18,92	—
Tasa Efectiva Máxima Consumo Minorista (%) ⁷	21,24	—	—	—	—
Tasa Efectiva Máxima Vivienda (%)	11,33	11,33	11,33	11,33	—
Tasa Efectiva Máxima Microcrédito Acumulación Ampliada (%)	25,50	25,50	25,50	25,50	—
Tasa Efectiva Máxima Microcrédito Acumulación Simple (%)	33,30	33,30	33,30	33,30	—
Tasa Efectiva Máxima Microcrédito de Subsistencia (%)	33,90	33,90	33,90	33,90	—
EMBI Ecuador ⁴	3.576	1.017	859	823,5	▼
Cotización dólar-euro ⁵	1,27	1,46	1,48	1,49	▲
Precio barril WTI ⁵	57,82	69,24	75,13	78,05	▲
Monto Efectivo (Renta Fija) (mill. USD)	229,6	194,04	191,25	104,52	▼
Monto Efectivo (Renta Variable) (mill. USD)	17,6	4,05	10,57	2,45	▼
ECUIINDEX ⁴	1.028	808	812	852	▲

¹ Variación entre los dos últimos periodos

² Desde septiembre y el INEC asumió su elaboración

³ Calificación en puntos sobre 250 posibles

⁴ Fin de periodo

⁵ Promedio Mensual

⁶ Desempleo del primer trimestre y del año

⁷ Según Regulación 190-2009 del Directorio del Banco Central del Ecuador, se unifican los segmentos crediticios de "Consumo" y "Consumo Minorista", en uno sólo denominado "Consumo"

⁸ Datos hasta Septiembre 2009

(p) Datos provisionales

(e) Datos estimados

2.16.2 Cuestionario propuesto para clientes

ANEXO 2

CUESTIONARIO PROPUESTO PARA CLIENTES:

1.- Los productos de calefacción adquiridos han cubierto sus necesidades y expectativas.

SI _____ NO _____

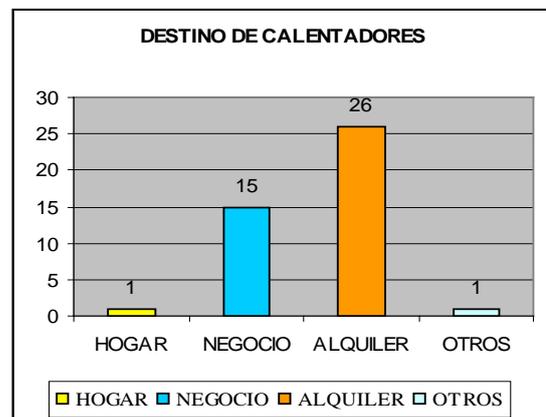
CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
SI	41	95%
NO	2	5%
TOTAL	43	100%



2.- El uso de los productos de calefacción los destina para su:

Hogar _____ Negocio _____ Alquiler _____ Otros _____

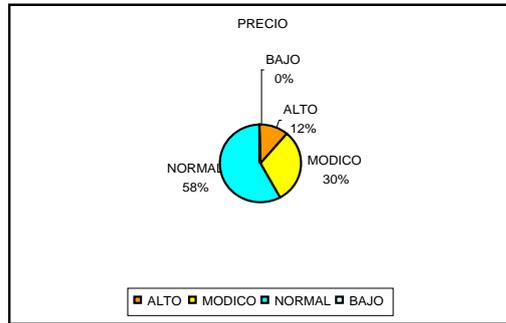
DESTINO	ENTREVISTADOS	%
HOGAR	1	2%
NEGOCIO	15	35%
ALQUILER	26	60%
OTROS	1	2%
TOTAL	43	100%



3.- Como considera el precio:

Alto _____ Módico _____ Normal _____ Bajo _____

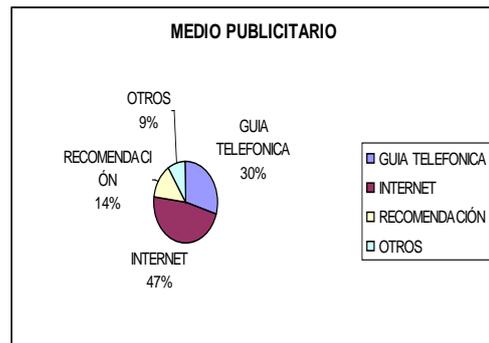
PRECIO	ENTREVISTADOS	%
ALTO	5	12%
MÓDICO	13	30%
NORMAL	25	58%
BAJO	0	0%
TOTAL	43	100%



4.- A través de que medio contacto a la empresa para la adquisición del producto:

Guía Telefónica _____ Internet _____ Recomendación _____ Otros _____

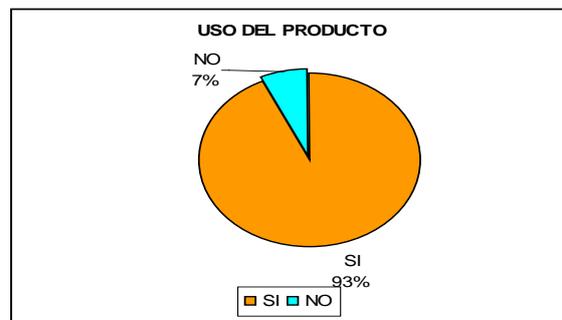
CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
GUIA TELEFONICA	13	30%
INTERNET	20	47%
RECOMENDACIÓN	6	14%
OTROS	4	9%
TOTAL	43	100%



5.- Ha tenido algún problema técnico en el manejo y uso del producto.

SI _____ NO _____

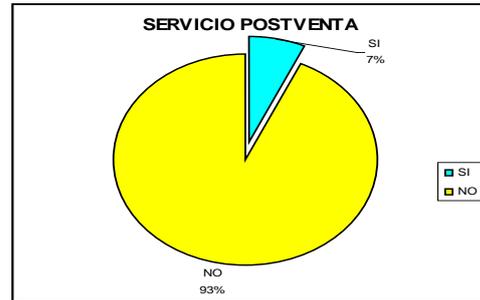
CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
SI	40	93%
NO	3	7%
TOTAL	43	100%



6.- CALMIN, ha realizado servicio postventa a su empresa

Si _____ NO _____

CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
SI	3	7%
NO	40	93%
TOTAL	43	100%



7.- La atención del personal de ventas y administrativo ha sido:

Excelente _____ Muy Buena _____ Buena _____ Mala _____

CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
EXCELENTE	9	21%
MUY BUENA	19	44%
BUENA	10	23%
MALA	5	12%
TOTAL:	43	100%



8.- La entrega del producto ha sido:

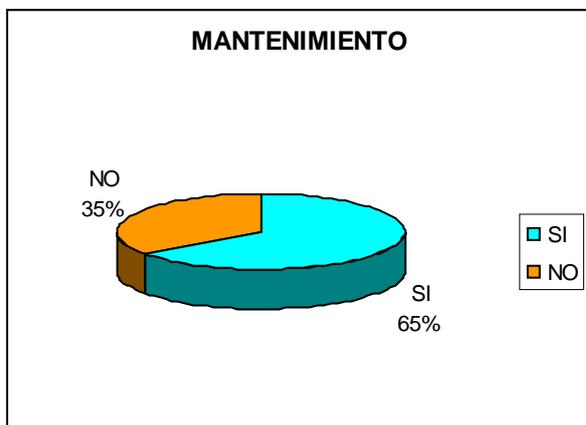
A tiempo _____ A destiempo _____

CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
A TIEMPO	38	88%
A DESTIEMPO	5	12%
TOTAL:	43	100%



9.- Al momento de adquirir algún repuesto o servicio de mantenimiento lo han atendido

SI _____ No _____



CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
SI	28	65%
NO	15	35%
TOTAL:	43	100%

10.- Conoce a otro proveedor que venda este tipo de productos

SI _____ No _____

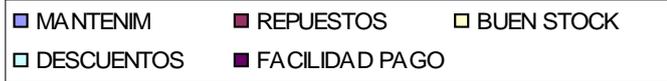
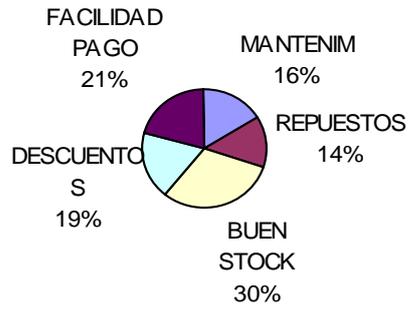
CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
SI	30	70%
NO	13	30%
TOTAL:	43	100%



11.- Que sugiere a CALMIN para mejorar su servicio.

CONCEPTO	ENTREVISTADOS	%
MANTENIM	7	16%
REPUESTOS	6	14%
BUEN STOCK	13	30%
DESCUENTOS	8	19%
FACILIDAD PAGO	9	21%
TOTAL:	43	100%

MEJORA SERVICIO



2.16.3 Análisis Vertical

Anexo 3

CALMIN CIA.LTDA BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE								
ACTIVOS					VARIACIÓN RELATIVA			
ACTIVOS CORRIENTES	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bancos	54,547	76,473	57,494	57,558	21%	23%	14%	13%
Inversiones	0	0	90,000	0	0%	0%	22%	0%
Cuentas por Cobrar CLIENTES	85,597	129,459	103,194	136,905	33%	40%	26%	31%
(-) Provisión Cuentas Incobrables	-856	-2,151	-3,183	-4,552	0%	-1%	-1%	-1%
Importaciones en Transito	20,434	23,098	46,595	129,263	8%	7%	12%	29%
Anticipos Fiscales	3,533	3,443	8,397	6,388	1%	1%	2%	1%
Inventarios	52,998	64,549	77,396	63,877	21%	20%	19%	14%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	216,254	294,871	379,894	389,438	84%	90%	94%	88%
ACTIVO FIJOS								
Activos Fijos	49,803	49,803	49,803	86,803	19%	15%	12%	20%
(-) Deprec. Acum. de Activos Fijos	-9,167	-18,333	-27,500	-35,000	-4%	-6%	-7%	-8%
TOTAL ACTIVOS FIJOS	40,636	31,470	22,303	51,803	16%	10%	6%	12%
TOTAL ACTIVOS	256,890	326,341	402,197	441,241	100%	100%	100%	100%
PASIVOS								
PASIVOS CORRIENTES								
Anticipo de Clientes	0	0	24,643	16,777	0%	0%	6%	4%
Proveedores	20,774	37,417	52,396	41,231	8%	11%	13%	9%
Provisiones Patronales	12,759	13,880	19,774	19,964	5%	4%	5%	5%
Dividendos por Pagar	0	0	0	24,494	0%	0%	0%	6%
Participación Trabajadores	14,156	14,099	11,100	14,408	6%	4%	3%	3%
Obligaciones Tributarias	20,054	19,973	15,725	20,412	8%	6%	4%	5%
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	67,742	85,369	123,636	137,286	26%	26%	31%	31%
PASIVO A LARGO PLAZO								
Obligaciones Bancarias LP	43,688	35,592	26,007	14,660	17%	14%	10%	6%
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	43,688	35,592	26,007	14,660	17%	14%	10%	6%
TOTAL PASIVOS	111,430	120,961	149,643	151,946	43%	37%	37%	34%
PATRIMONIO								
Capital Social	50,000	50,000	50,000	50,000	19%	15%	12%	11%
Utilidades Acumuladas	35,300	95,461	155,380	202,553	14%	29%	39%	46%
Utilidad del Ejercicio	60,161	59,919	47,174	36,742	23%	18%	12%	8%
TOTAL PATRIMONIO	145,461	205,380	252,553	289,295	57%	63%	63%	66%
TOTAL PASIVOS + PATRIMON.	256,890	326,341	402,197	441,241	100%	100%	100%	100%

ANÁLISIS VERTICAL

CALMIN CIA.LTDA								
ESTADO DE RESULTADOS								
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE								
					VARIACIÓN RELATIVA			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
INGRESOS:								
VENTAS	353,319	430,327	515,971	638,765	100%	100%	100%	100%
TOTAL INGRESOS NETOS POR VENTAS:	353,319	430,327	515,971	638,765	100%	100%	100%	100%
COSTO DE VENTAS	135,494	185,380	236,656	298,442	38%	43%	46%	47%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS:	217,825	244,947	279,315	340,323	138%	143%	146%	147%
GASTOS DE OPERACION								
GASTOS DE PERSONAL	47,439	50,960	73,054	97,412	13%	12%	14%	15%
SERVICIOS BASICOS Y COMUNICACIÓN	2,066	3,511	3,686	3,908	1%	1%	1%	1%
MANTENIMIENTO DE ACTIVOS	1,222	2,188	2,253	2,643	0%	1%	0%	0%
SUMINISTROS DE OFICINA	1,159	2,417	3,557	4,682	0%	1%	1%	1%
SEGUROS	2,015	2,217	2,437	3,923	1%	1%	0%	1%
HONORARIOS PROFESIONALES	6,085	4,143	8,159	4,272	2%	1%	2%	1%
IMPUEST PATENTES Y CONTRIBUCIONES	1,592	1,620	1,736	1,823	0%	0%	0%	0%
ARRIENDOS	2,410	3,654	4,345	7,342	1%	1%	1%	1%
SERVICIOS OCASIONALES	3,565	3,325	2,343	1,290	1%	1%	0%	0%
GASTOS DE VIAJE	3,294	6,476	8,322	10,519	1%	2%	2%	2%
GATOS DEL PERSONAL DE VENTAS	8,201	10,320	16,512	19,454	2%	2%	3%	3%
FLETES ENVIOS Y TRANSPORTE	2,958	13,902	15,349	15,643	1%	3%	3%	2%
COMISIONES A INTERMEDIARIOS	5,345	8,122	15,238	18,262	2%	2%	3%	3%
ATENCION A CLIENTES	2,109	1,608	5,254	9,289	1%	0%	1%	1%
PUBLICIDAD PROMOCION E IMAGEN	8,893	12,845	19,497	21,242	3%	3%	4%	3%
SERVICIO AL CLIENTE	3,786	3,309	4,575	7,364	1%	1%	1%	1%
GASTOS LEGALES	1,677	1,248	2,340	3,459	0%	0%	0%	1%
PROVISI.DEPREC.AMORTIZACIONES	10,023	10,461	10,199	8,869	3%	2%	2%	1%
GASTOS GENERALES	1,141	2,839	3,484	4,309	0%	1%	1%	1%
GASTOS BANCARIOS	8,476	5,791	4,103	2,287	2%	1%	1%	0%
TOTAL GASTOS DE OPERACION	123,454	150,956	206,442	247,992	35%	35%	40%	39%
UTILIDAD OPERACIONAL:	94,370	93,991	72,873	92,331	27%	22%	14%	14%
NETO NO OPERACIONAL:	0	0	1,125	3,725	0%	0%	0%	1%
UTILIDAD ANTES DE PART. TRAB E IMPUES	94,370	93,991	73,998	96,056	0	22%	14%	15%
(-) 15% PARTICIP.TRABAJADORES	14,156	14,099	11,100	14,408	4%	3%	2%	2%
BASE IMPUESTO A LA RENTA	80,215	79,892	62,898	81,648	23%	19%	12%	13%
(-) 25% IMPUESTO A LA RENTA	20,054	19,973	15,725	20,412	6%	5%	3%	3%
UTILIDAD NETA	60,161	59,919	47,174	61,236	17%	14%	9%	10%

2.16.4 Análisis Horizontal

Anexo 4

CALMIN CIA.LTDA BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE										
ACTIVOS					VARIACIÓN ABSOLUTA			VARIAC.RELATIVA		
ACTIVOS CTES	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Bancos	54,547	76,473	57,494	57,558	21,926	-18,979	63	40%	-25%	0.1%
Inversiones	0	0	90,000	0	0	90,000	-90,000	0%	0%	-100%
CxCobrar CLIENTES	85,597	129,459	103,194	136,905	43,862	-26,265	33,711	51%	-20%	33%
(-) Provi. Ctas Incobrab.	-856	-2,151	-3,183	-4,552	-1,295	-1,032	-1,369	151%	48%	43%
Importac. en Transito	20,434	23,098	46,595	129,263	2,664	23,497	82,668	13%	102%	177%
Anticipos Fiscales	3,533	3,443	8,397	6,388	-91	4,954	-2,009	-3%	144%	-24%
Inventarios	52,998	64,549	77,396	63,877	11,551	12,847	-13,519	22%	20%	-17%
TOTAL ACT.CTES	216,254	294,871	379,894	389,438	78,617	85,023	9,545	36%	29%	3%
ACTIVO FIJO										
Activos Fijos	49,803	49,803	49,803	86,803	0	0	37,000	0%	0%	74%
(-) Deprec. Acum. de A.F	-9,167	-18,333	-27,500	-35,000	-9,167	-9,167	-7,500	100%	50%	27%
TOTAL ACT. FIJOS	40,636	31,470	22,303	51,803	-9,167	-9,167	29,500	-23%	-29%	132%
TOTAL ACTIVOS	256,890	326,341	402,197	441,241	69,450	75,856	39,045	27%	23%	10%
PASIVOS										
PASIVOS CTES										
Anticipo de Clientes	0	0	24,643	16,777	0	24,643	-7,866	0%	0%	-32%
Proveedores	20,774	37,417	52,396	41,231	16,643	14,979	-11,165	80%	40%	-21%
Provisiones Patronales	12,759	13,880	19,774	19,964	1,122	5,893	190	9%	42%	1%
Dividendos por Pagar	0	0	0	24,494	0	0	24,494	0%	0%	0%
Participac. Trabajadores	14,156	14,099	11,100	14,408	-57	-2,999	3,309	0%	-21%	30%
Obligaciones Tributarias	20,054	19,973	15,725	20,412	-81	-4,249	4,687	0%	-21%	30%
TOTAL PASIVOS CTES	67,742	85,369	123,636	137,286	17,627	38,267	13,650	26%	45%	11%
PASIVO A LP										
Obligac Banc LP	43,688	35,592	26,007	14,660	-8,096	-9,585	-11,347	-19%	-27%	-44%
TOTAL PASIVOS LP	43,688	35,592	26,007	14,660	-8,096	-9,585	-11,347	-19%	-27%	-44%
TOTAL PASIVOS	111,430	120,961	149,643	151,946	9,531	28,682	2,303	9%	24%	2%
PATRIMONIO										
Capital Social	50,000	50,000	50,000	50,000	0	0	0	0%	0%	0%
Utilidades Acumuladas	35,300	95,461	155,380	202,553	60,161	59,919	47,174	170%	63%	30%
Utilidad del Ejercicio	60,161	59,919	47,174	36,742	-242	-12,746	-10,432	0%	-21%	-22%
TOTAL PATRIMONIO	145,461	205,380	252,553	289,295	59,919	47,174	36,742	41%	23%	15%
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	256,890	326,341	402,197	441,241	69,450	75,856	39,045	27%	23%	10%

ANÁLISIS HORIZONTAL

CALMIN CIA.LTDA.										
ESTADO DE RESULTADOS										
DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE										
					VARIACIÓN ABSOLUTA			VARIACIÓN RELATIVA		
	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
INGRESOS:										
VENTAS	353,319	430,327	515,971	638,765	77,008	85,644	122,794	22%	20%	24%
TOTAL INGRESOS NETOS POR VENTAS:	353,319	430,327	515,971	638,765	77,008	85,644	122,794	22%	20%	24%
COSTO DE VENTAS	135,494	185,380	236,656	298,442	49,886	51,276	61,786	37%	28%	26%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS:	488,813	615,707	752,627	937,207	126,894	136,920	184,580	26%	22%	25%
GASTOS DE OPERACION										
GASTOS DE PERSONAL	47,439	50,960	73,054	97,412	3,522	22,093	24,358	7%	43%	33%
SERVICIOS BASICOS Y COMUNICACIÓN	2,066	3,511	3,686	3,908	1,445	175	222	70%	5%	6%
MANTENIMIENTO DE ACTIVOS	1,222	2,188	2,253	2,643	966	65	390	79%	3%	17%
SUMINISTROS DE OFICINA	1,159	2,417	3,557	4,682	1,257	1,140	1,125	108%	47%	32%
SEGUROS	2,015	2,217	2,437	3,923	202	220	1,486	10%	10%	61%
HONORARIOS PROFESIONALES	6,085	4,143	8,159	4,272	-1,942	4,016	-3,887	-32%	97%	-48%
IMPUEST PATENTES Y CONTRIBUCIONES	1,592	1,620	1,736	1,823	28	116	87	2%	7%	5%
ARRIENDOS	2,410	3,654	4,345	7,342	1,244	691	2,997	52%	19%	69%
SERVICIOS OCASIONALES	3,565	3,325	2,343	1,290	-239	-982	-1,053	-7%	-30%	-45%
GASTOS DE VIAJE	3,294	6,476	8,322	10,519	3,182	1,846	2,197	97%	28%	26%
GATOS DEL PERSONAL DE VENTAS	8,201	10,320	16,512	19,454	2,119	6,192	2,942	26%	60%	18%
FLETES ENVIOS Y TRANSPORTE	2,958	13,902	15,349	15,643	10,944	1,447	294	370%	10%	2%
COMISIONES A INTERMEDIARIOS	5,345	8,122	15,238	18,262	2,777	7,116	3,024	52%	88%	20%
ATENCION A CLIENTES	2,109	1,608	5,254	9,289	-501	3,646	4,035	-24%	227%	77%
PUBLICIDAD PROMOCION E IMAGEN	8,893	12,845	19,497	21,242	3,952	6,652	1,745	44%	52%	9%
SERVICIO AL CLIENTE	3,786	3,309	4,575	7,364	-477	1,266	2,789	-13%	38%	61%
GASTOS LEGALES	1,677	1,248	2,340	3,459	-429	1,092	1,119	-26%	88%	48%
PROVISI.DEPREC.AMORTIZACIONES	10,023	10,461	10,199	8,869	439	-263	-1,330	4%	-3%	-13%
GASTOS GENERALES	1,141	2,839	3,484	4,309	1,698	645	825	149%	23%	24%
GASTOS BANCARIOS	8,476	5,791	4,103	2,287	-2,685	-1,688	-1,816	-32%	-29%	-44%
TOTAL GASTOS DE OPERACION	123,454	150,956	206,442	247,992	27,501	55,486	41,550	22%	37%	20%
UTILIDAD OPERACIONAL:	94,370	93,991	72,873	92,331	-379	-21,118	19,458	0%	-22%	27%
NETO NO OPERACIONAL:	0	0	1,125	3,725	0	1,125	2,600	0%	0%	231%
UTILIDAD ANTES DE PART. TRAB E IMPUES	94,370	93,991	73,998	96,056	-379	-19,993	22,058	-0.4%	-21%	30%
(-) 15% PARTICIP.TRABAJADORES	14,156	14,099	11,100	14,408	-57	-2,999	3,309	0%	-21%	30%
BASE IMPUESTO A LA RENTA	80,215	79,892	62,899	81,648	-322	-16,994	18,749	0%	-21%	30%
(-) 25% IMPUESTO A LA RENTA	20,054	19,973	15,725	20,412	-81	-4,248	4,687	0%	-21%	30%
UTILIDAD NETA	60,161	59,919	47,174	61,236	-242	-12,745	14,062	-0.4%	-21%	30%

VALORACIÓN DE EMPRESAS

3.1 VALORACIÓN DINÁMICA

3.1.1 Introducción

La compañía CALMIN CIA.LTDA, para su estudio pondrá en marcha el proceso de valoración con el fin de determinar cual es el valor global de la empresa.

Para determinar el valor global de una empresa en marcha y con crecimiento es crucial el cálculo de la tasa a la cual se puede esperar que crezcan tanto la empresa como los flujos de caja futuros. Al respecto se puede proceder asignándole a una empresa el crecimiento esperado para toda la economía en su conjunto o mejor aún la tasa de crecimiento esperada en la rama de actividad en la que opera.²⁶

Es frecuente que dichas tasas de crecimiento esperadas las calcule el organismo de planificación del país. También se puede calcular una tasa esperada de crecimiento específica de la compañía en base a sus datos históricos, en cuyo caso se consideran factores tales como la rentabilidad lograda, su política de distribución de dividendos y su estructura de financiamiento.

Es útil y práctico dividir el horizonte perpetuo de actividad de la empresa en varios subperíodos en los cuales se pueden determinar distintas tasas de crecimiento específicas. Este procedimiento se denomina valoración con crecimiento diferenciado. En este esquema

²⁶ SAENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas**: Introducción a la Valoración. Agost.2005

siempre sucede que el último periodo especificado se refiere a una perpetuidad y se denomina Valor Horizonte (Vh).²⁷

3.1.2 Metodología

3.1.2.1 Tasa para el período de proyección detallada

Las tasas para el período de proyección detallada hasta el año 2012 se la calculó de acuerdo con los criterios que se presentan en el punto 3.2.2 referente a la proyección del Estado de Resultados (referencia página 80).

3.1.2.2 Tasa para el período del último año de proyección detallada hasta el valor horizonte

Para determinar la tasa anual “g” es necesario calcular:

- Cuál es la inversión permanente

3.1.2.3 Cálculo de la inversión permanente

Para el cálculo de la inversión permanente, se suma el activo fijo neto más el capital de trabajo neto.

$$\text{INVERSIÓN PERMANENTE} = \text{ACTIVO FIJO NETO} + \text{CAPIT/TRABA NETO}$$

²⁷ SAENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas**: Introducción a la Valoración. Agosto 2005

TABLA N° 8

DETALLE	2005	2006	2007	2008
ACTIVO FIJO NETO	40,636	31,470	22,303	51,803
CAPITAL DE TRABAJO NETO	148,512	209,502	256,257	252,152
INVERSIÓN PERMANENTE	189,149	240,972	278,560	303,955

La inversión permanente irá creciendo a medida que las utilidades generadas se reinvierten y se incorpore nuevo endeudamiento para mantener constante su estructura relativa y de financiamiento. Según información histórica de la empresa se tiene como dato promedio que el 87% es financiado con patrimonio y el 13% con inversión permanente.

El crecimiento de la inversión permanente está en función de la utilidad que logre la empresa, del monto de utilidades que no se distribuya, y de la estructura de financiamiento.

3.1.2.4 Cálculo de la tasa esperada de crecimiento (g)

De acuerdo a la metodología utilizada, el cálculo de la tasa de crecimiento (g) se sustenta en el siguiente modelo matemático:

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

Dónde:

g = tasa de expansión de los beneficios

b = % de utilidad que no se distribuye

B₀ = Utilidad Neta del período

I₀ = Inversión permanente en el período t

D = % de endeudamiento con respecto a I₀.

Para complementar el cálculo de la tasa “g”, se debe determinar el % de endeudamiento con respecto a la inversión permanente, se presenta en la siguiente tabla N° 9.

TABLA N° 9

DETALLE	2005	2006	2007	2008
Pasivo a Largo Plazo	43,688	35,592	26,007	14,660
Inversión Permanente	189,149	240,972	278,560	303,955
D = % endeudamiento con respecto a la inversión permanente	23%	15%	9%	5%

De conformidad con los datos disponibles el cálculo de la tasa g para los años analizados se presentan a continuación:

TABLA N° 10

DETALLE	2005	2006	2007	2008
b =% de utilidad neta que no se distribuye	100%	100%	100%	60%
Bo = utilidad neta del periodo actual	60,161	59,919	47,174	61,236
lo = inversión permanente en el período t	189,149	240,972	278,560	303,955
D =% de endeudamiento con respecto a lo.	23%	15%	9%	5%
$g = b \times Bo$	<u>60,161</u>	<u>59,919</u>	<u>47,174</u>	<u>36,742</u>
$lo \times (1-D)$	145,461	205,380	252,553	289,295
TASA ESPERADA DE CRECIMIENTO (g)	41%	29%	19%	12.70%

Una vez determinada la tasa anual “g” a la que esperaríamos crecer la empresa desde el último año de proyección detallada hasta el valor horizonte, se puede asumir que en esa misma medida podrían crecer los flujos de caja.

La tasa de crecimiento esperado que se aplicaría en este estudio se asume que es la tasa calculada del año 2008 del 12.70% por ser la tasa última disponible y tener un valor

menor al de los de la serie calculada, que en la actual coyuntura económica serían demasiado elevadas. Se toma por lo tanto la tasa del año 2008, por cuanto es más conservadora y actualizada.

3.1.2.5 Cálculo de la tasa del Costo Promedio Ponderado del Capital (Kp)

La tasa de descuento que se utilizará para establecer el valor actual de los flujos de caja, es Kp; que corresponde al Costo Promedio Ponderado del Capital. Esta tasa es la tasa mínima que se debería exigir o ganar en un proyecto para que este pueda ejecutarse sin que pierda valor en el mercado la empresa.

El modelo para calcular esta tasa es el siguiente:

$$K_p = K_e \times W_e + K_d \times W_d$$

Donde:

Kp = Costo Promedio Ponderado de Capital

Wd = % Participación Obligaciones Bancarias

We = % Participación Patrimonio

Ke = % Tasa Recursos Propios

Kd = % Tasa Financiamiento

Los cálculos para determinar esta tasa se presentan en la siguiente tabla:

TABLA N° 11

CONCEPTO	VALOR \$	PARTIC.%		CN%	CP%
OBLIGACIONES BANCARIAS	14,660.00	5%	Wd	17%	0.01
PATRIMONIO	289,294.90	95%	We	15%	0.14
INVERSIÓN TOTAL	303,954.90	100%			
				Kp	15%

CN = Costo Nominal de la deuda expresado en porcentaje

CP = Costo Ponderado de cada fuente de financiación expresado en porcentaje

La tasa de recursos propios K_e se la obtiene de la suma del 9% tasa esperada de rentabilidad que desean los socios obtener anualmente, más el 6% de prima por riesgo, que es la tasa promedio anual que paga el Estado por sus bonos, (ver anexo N°. 5, pág. 91).

3.1.2.6 Cálculo de la tasa de descuento en valores constantes

La tasa de rendimiento a valores constantes se obtiene con el objeto de realizar las proyecciones, sin considerar tasas de inflación esperadas y por consiguiente poder descontar esos flujos de caja en términos reales.

Esta tasa se obtiene descontando, de la tasa de descuento K_p , la tasa de inflación, así tenemos:

$$K_p \text{ (valores constantes)} = \frac{K_p}{(1+i)}$$

Donde:

K_p = Tasa de descuento en valores corrientes

i = Tasa de inflación (año 2009)

TABLA N° 12

<u>Kp nominal</u> =	<u>0.15</u>
Inflación	1.0431
Kp en valores constantes	14%

3.2 PROYECCIONES FINANCIERAS

Se establecen de acuerdo a las características actuales de la empresa y frente a un escenario de continuidad.

Las proyecciones financieras se realizarán en moneda constante.

3.2.1 Proyección del Balance General

Los criterios que se emplearon para estas proyecciones son los siguientes:

- a.** El valor de bancos se obtendrán de los saldos que resulten de la proyección del estado de flujo de efectivo, según los movimientos operativos como son sus, ingresos, gastos, pagos, etc.
- b.** El 70% de los ingresos por ventas son realizadas de contado por sus clientes, el saldo del 30% es cartera pendiente por recuperar según política de la empresa, el plazo es hasta de 45 días.
- c.** Se considera una provisión del 1% del total de cartera para cartera incobrable.
- d.** Para la depreciación de activos, se utilizará los porcentajes establecidos por ley.
- e.** Según información entregada por la Gerencia, procederán a contratar un crédito a inicios del año 2009 por el valor de \$40.000 a una tasa otorgada por el banco del 14%, plazo a 4 años, destinado a la remodelación de la oficina principal.
- f.** Según datos históricos y políticas de la compañía establecidas con sus proveedores, sus compras lo realizan en un promedio del 70% de contado y el saldo a crédito, se mantiene esta información para la proyección.
- g.** Los socios de CALMIN establecieron como política la entrega de dividendos, repartir el 40% de sus utilidades anuales, a partir del año 2008 en adelante.
- h.** Se consideran para el cálculo de las obligaciones ante el estado, las tasas del 15% participación trabajadores y 25% impuesto a la renta.

TABLA N° 13

CALMIN CIA.LTDA BALANCE GENERAL PROYECTADO AL 31 DE DICIEMBRE				
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES	2009	2010	2011	2012
Bancos	76,009	52,342	51,662	46,186
Cuentas por Cobrar CLIENTES	231,872	280,565	339,483	410,775
(-) Provisión Cuentas Incobrables	-6,870	-9,676	-13,071	-17,179
Inventarios	193,226	233,804	282,903	342,312
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	494,237	557,034	660,977	782,095
ACTIVOS FIJOS				
Activos Fijos	126,803	126,803	126,803	126,803
(-) Depreciac. Acum. de Activos Fijos	-53,900	-66,800	-79,700	-92,600
TOTAL ACTIVOS FIJOS	72,903	60,003	47,103	34,203
TOTAL ACTIVOS	567,140	617,037	708,080	816,298
PASIVOS				
PASIVOS CORRIENTES				
Proveedores	147,785	144,039	174,287	210,887
Dividendos por Pagar	24,698	31,593	37,713	44,655
Participación Trabajadores	14,528	18,584	22,183	26,267
Obligaciones Tributarias	20,581	26,327	31,426	37,212
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	207,592	220,542	265,610	319,021
PASIVO A LARGO PLAZO				
Obligaciones Bancarias LP	33,207	22,766	12,174	0
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	33,207	22,766	12,174	0
TOTAL PASIVOS	240,799	243,308	277,783	319,021
PATRIMONIO				
Capital Social	50,000	50,000	50,000	50,000
Utilidades Acumuladas	239,295	276,341	323,729	380,297
Utilidad del Ejercicio	37,046	47,388	56,568	66,981
TOTAL PATRIMONIO	326,341	373,729	430,297	497,278
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	567,140	617,037	708,080	816,298

3.2.2 Proyección del Estado de Resultados

- a.** Para la proyección de los ingresos en ventas para los siguientes años, se considera una tasa real del 21%, tomando como referencia el incremento real histórico de las ventas (ver anexo N° 6).
- b.** Para la proyección del costo de ventas se ha basado en los datos históricos del estado de resultados, en donde las ventas son el 100%, y el costo es el 47%, obtenido del promedio de los dos últimos años.
- c.** Los gastos operacionales están relacionados con el ingreso en ventas, y se proyecta con la misma estructura de gastos base 2008, a excepción de las cuentas de provisiones cuentas incobrables, depreciaciones y gastos bancarios que tienen su propio criterio de proyección.
- d.** Los gastos por provisión de cuentas incobrables y depreciaciones son calculados según porcentajes estipulados por las leyes ecuatorianas; 1% del total de la cuenta de cartera para provisión cuentas incobrables; porcentajes de depreciación de acuerdo al tipo de activo fijo.
- e.** De igual forma los gastos bancarios se lo obtienen de acuerdo a una tasa de interés del 14% y a un plazo de cuatro años, para su cálculo se elaboran la correspondiente tabla de amortización. (ver anexo N° 7)

TABLA N° 14

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN VALORES CONSTANTES AL 31 DE DICIEMBRE										
	2008		2009		2010		2011		2012	
INGRESOS:										
INGRESOS POR VENTAS	638,765		772,906		935,216		1,131,611		1,369,250	
TOTAL INGRESOS NETOS POR VENTAS:	638,765	100%	772,906	100%	935,216	100%	1,131,611	100%	1,369,250	100%
COSTO DE VENTAS	298,442	47%	363,266	47%	439,551	47%	531,857	47%	643,547	47%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS:	340,323	53%	409,640	53.00%	495,664	53%	599,754	53%	725,702	53%
GASTOS DE OPERACIÓN										
GASTOS DE PERSONAL	97,412	15.3%	117,868	15.3%	142,620	15.3%	172,571	15.3%	208,811	15.3%
SERVICIOS BASICOS Y COMUNICACIÓN	3,908	0.6%	4,885	0.6%	6,106	0.7%	7,633	0.7%	9,541	0.7%
MANTENIMIENTO DE ACTIVOS	2,643	0.4%	3,304	0.4%	4,130	0.4%	5,162	0.5%	6,453	0.5%
SUMINISTROS DE OFICINA	4,682	0.7%	5,853	0.8%	7,316	0.8%	9,145	0.8%	11,431	0.8%
SEGUROS	3,923	0.6%	4,904	0.6%	6,130	0.7%	7,662	0.7%	9,578	0.7%
HONORARIOS PROFESIONALES	4,272	0.7%	5,340	0.7%	6,675	0.7%	8,344	0.7%	10,430	0.8%
IMPUEST PATENTES CONTRIB	1,823	0.3%	2,279	0.3%	2,848	0.3%	3,561	0.3%	4,451	0.3%
ARRIENDOS	7,342	1.1%	9,178	1.2%	11,472	1.2%	14,340	1.3%	17,925	1.3%
SERVICIOS OCASIONALES	1,290	0.2%	1,613	0.2%	2,016	0.2%	2,520	0.2%	3,149	0.2%
GASTOS DE VIAJE	10,519	1.6%	13,149	1.7%	16,436	1.8%	20,545	1.8%	25,681	1.9%
GATOS DEL PERSONAL DE VENTAS	19,454	3.0%	24,318	3.1%	30,397	3.3%	37,996	3.4%	47,495	3.5%
FLETES ENVIOS Y TRANSPORTE	15,643	2.4%	18,936	2.5%	22,913	2.5%	27,724	2.5%	33,547	2.5%
COMISIONES A INTERMEDIARIOS	18,262	2.9%	22,828	3.0%	28,534	3.1%	35,668	3.2%	44,585	3.3%
ATENCION A CLIENTES	9,289	1.5%	11,207	1.5%	13,561	1.5%	16,408	1.5%	19,854	1.5%
PUBLICIDAD PROMOCION E IMAGEN	21,242	3.3%	26,553	3.4%	33,191	3.5%	41,488	3.7%	51,860	3.8%
SERVICIO AL CLIENTE	7,364	1.2%	9,205	1.2%	11,506	1.2%	14,383	1.3%	17,979	1.3%
GASTOS LEGALES	3,459	0.5%	4,324	0.6%	5,405	0.6%	6,756	0.6%	8,445	0.6%
PROVISLDEPREC.AMORTIZACIONES	8,869	1.4%	21,219	2.7%	15,706	1.7%	16,295	1.4%	17,008	1.2%
GASTOS GENERALES	4,309	0.7%	5,386	0.7%	6,733	0.7%	8,416	0.7%	10,520	0.8%
GASTOS BANCARIOS	2,287	0.4%	5,098	0.7%	3,901	0.4%	2,525	0.2%	943	0.1%
TOTAL GASTOS DE OPERACION	247,992	38.8%	317,444	41.1%	377,594	40.4%	459,140	40.6%	559,683	40.9%
UTILIDAD OPERACIONAL:	92,331	14.5%	92,196	11.9%	118,070	12.6%	140,614	12.4%	166,019	12.1%
NETO NO OPERACIONAL:	3,725	0.6%	4,656	0.6%	5,820	0.6%	7,275	0.6%	9,094	0.7%
UTILIDAD ANTES DE PART. TRAB E IMPUES	96,056	15.0%	96,853	12.5%	123,891	13.2%	147,889	13.1%	175,113	12.8%
(-) 15% PARTICIP.TRABAJADORES	14,408	2.3%	14,528	1.9%	18,584	2.0%	22,183	2.0%	26,267	1.9%
BASE IMPUESTO A LA RENTA	81,648	12.8%	82,325	10.7%	105,307	11.3%	125,706	11.1%	148,846	10.9%
(-) 25% IMPUESTO A LA RENTA	20,412	3.2%	20,581.19	2.7%	26,326.7	2.8%	31,426	2.8%	37,212	2.7%
UTILIDAD NETA	61,236	9.6%	61,744	8.0%	78,980	8.4%	94,279	8.3%	111,635	8.2%

3.2.3 Proyección del Flujo de Caja para determinar el valor de la cuenta de Caja y Bancos

- Con la información detallada en la proyección del Balance General y del Estado de Pérdidas y Ganancias, se proyecta el flujo de caja de los años 2009 al 2012.
- El saldo inicial para el flujo de caja año 2009 es de \$57.558, siendo el saldo final de Bancos del Balance General del año 2008.

TABLA N° 15

FLUJO DE CAJA PROYECTADO				
	2009	2010	2011	2012
FUENTES DE FINANCIAMIENTO:				
VENTAS	772,906	935,216	1,131,611	1,369,250
TOTAL FUENTES:	772,906	935,216	1,131,611	1,369,250
INGRESOS DE CAJA				
Recuperación de Cartera de años anteriores	136,905	231,872	280,565	339,483
Ventas de Contado 70%	541,034	654,651	792,128	958,475
Otros Ingresos	103,567	5,820	7,275	9,094
TOTAL INGRESOS:	781,506	892,343	1,079,968	1,307,052
EGRESOS DE CAJA:				
Compras a Crédito	41,231	147,785	144,039	174,287
Compras de Contado	344,831	336,090	406,669	492,070
Gastos operacionales (Administrac y Ventas)	291,126	357,988	440,321	541,733
Gastos financieros	5,098	3,901	2,525	943
Obligaciones Bancarias	21,453	10,441	10,592	12,174
Dividendos por Pagar	24,494	24,697	31,592	37,712
Impuestos a la Renta	20,412	20,581	26,327	31,426
Participación Trabajadores	14,408	14,528	18,584	22,183
TOTAL EGRESOS:	763,054	916,011	1,080,648	1,312,528
SALDO DEL MES DE CAJA	18,452	-23,668	-680	-5,475
SALDO INICIAL DE CAJA	57,558	76,009	52,342	51,662
SALDO FINAL DE CAJA	76,009	52,342	51,662	46,186

3.2.4 Anexos de cuentas de Balances y Flujo de Efectivo Proyectado

TABLA N° 16

ANEXOS DE BALANCES Y FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO				
----------------------------------------------------------	--	--	--	--

BANCOS	2009	2010	2011	2012
SALDO INICIAL	57,558	76,009	52,342	51,662
(+) SALDO FLUJO DE CAJA	18,452	-23,668	-680	-5,475
SALDO BALANCE	76,009	52,342	51,662	46,186

CUENTAS POR COBRAR	2009	2010	2011	2012
VENTAS	772,906	935,216	1,131,611	1,369,250
(-) RECUPERACION CARTERA 70%	541,034	654,651	792,128	958,475
SALDO BALANCE	231,872	280,565	339,483	410,775

PROVISION CUENTAS INCOBRABLES	2009	2010	2011	2012
CARTERA	231,872	280,565	339,483	410,775
(-) PROVISION CTAS.INCOBRAB 1%	2,319	2,806	3,395	4,108
(-) SALDO AÑO ANTERIOR	4,552	6,870	9,676	13,071
SALDO BALANCE	6,870	9,676	13,071	17,179

ACTIVOS FIJOS	2009	2010	2011	2012
ACTIVOS FIJOS	86,803	126,803	126,803	126,803
COMPRAS	40,000			
SALDO BALANCE	126,803	126,803	126,803	126,803

DEPRECIACION ACTIVOS	2009	2010	2011	2012
SALDO DEPRECIACION	-35,000	-53,900	-66,800	-79,700
DEPRECIACION ANUAL	-18,900	-12,900	-12,900	-12,900
SALDO BALANCE	-53,900	-66,800	-79,700	-92,600

PROVIS CTAS INCOB Y DEPRECIAC	2009	2010	2011	2012
DEPRECIACION ACTIVOS	18,900	12,900	12,900	12,900
PROVIS.CTAS INCOBRABLES	2,319	2,806	3,395	4,108
SALDO BALANCE	21,219	15,706	16,295	17,008

COMPRAS E INVENTARIO FINAL	2009	2010	2011	2012
VENTAS PROYECTADAS	772,906	935,216	1,131,611	1,369,250
COSTO DE VENTAS	-363,266	-439,551	-531,857	-643,547
INVENTARIO INICIAL	63,877	193,226	233,804	282,903
COMPRAS	492,616	480,129	580,956	702,957
DISPONIBLE PARA LA VENTAS	556,492	673,355	814,760	985,860
INVENTARIO FINAL	193,226	233,804	282,903	342,312
COSTO DE VENTAS	363,266	439,551	531,857	643,547

PROVEEDORES	2009	2010	2011	2012
COMPRAS	492,616	480,129	580,956	702,957
COMPRA DE CONTADO	344,831	336,090	406,669	492,070
COMPRAS A CREDITO	147,785	144,039	174,287	210,887
TOTAL COMPRAS	995,797	1,310,675	1,818,561	2,523,254

OBLIGACIONES BANCARIAS	2009	2010	2011	2012
PRESTAMO 2009	40,000	33,207	22,766	12,174
SALDO PRESTAMO AÑO 2008	14,660	0		
TOTAL PRESTAMOS	54,660	33,207	22,766	12,174
PAGO PRESTAMO AÑO 2008	13,435	1,225	0	12,174
ABONO PRESTAMO AÑO 2009	8,018	9,216	10,592	
TOTAL PAGOS PRESTAMOS	21,453	10,441	10,592	12,174
SALDO BALANCE	33,207	22,766	12,174	0

DIVIDENDOS POR PAGAR	2009	2010	2011	2012
UTILIDAD DEL EJERCICIO	61,744	78,980	94,279	111,635
DIVIDENDO POR PAGAR 40%	24,697	31,592	37,712	44,654
NUEVO SALDO UTILIDAD DEL EJERCICIO	37,046	47,388	56,568	66,981

UTILIDADES ACUMULADAS	2009	2010	2011	2012
SALDO AÑO ANTERIOR	202,553	239,295	276,341	323,729
UTILIDADES DEL EJERCICIO	36,742	37,046	47,388	56,568
SALDO UTILIDADES ACUMULADAS	239,295	276,341	323,729	380,297

OTROS INGRESOS	2009	2010	2011	2012
SALDO CTAS POR COBRAR 2008	98,910	0	0	0
OTROS INGRESOS ESTADO DE PERDIDAS	4,656	5,820	7,275	9,094
TOTAL PRESTAMOS	103,567	5,820	7,275	9,094

SALDO DE CUENTAS ACTIVOS CTES	VALOR
RECUPER ANTICIPOS OPERATIV 2008	129,263
RECUPER.ANTICIPOS FISCALES 2008	6,388
TOTAL INGRESOS DE ACTIVOS CTES 2008	135,650
(-) CUENTAS X PAGAR 2008	16,777
(-) PAGO PROV.PATRONALES	19,963
TOTAL INGRESOS DE PASIVOS CTES 2008	36,740
INGRESO 2009 POR CTAS X COBRAR	98,910
(+) OTROS INGRESOS	4,656
TOTAL OTROS INGRESOS PARA FLUJO	103,567

3.3 DETERMINACIÓN DEL VALOR TÉCNICO DE LA EMPRESA

Sobre la base de los flujos de caja proyectados a continuación se presenta la valoración con los cálculos valorativos correspondientes.

3.3.1. Flujos de Caja descontados

Los flujos de caja para la valoración de la empresa están calculados en dólares constantes, y por lo mismo deben ser descontados a una tasa real del 14%.

- a. La tasa esperada de crecimiento (g) es del 12.70%, se aplica a los flujos netos de caja de los años 2013 al 2017.
- b. El valor de flujo de caja de la perpetuidad es aplicada a una tasa real del 14%
- c. La inversión que realizará Calmin en el año 2009 es por la remodelación de las oficinas principales.
- d. La variación de capital de trabajo se calcula determinando la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente, por lo tanto la existencia del Capital de Trabajo se vincula con la condición de liquidez general de la empresa.

TABLA N° 17

VARIACIÓN CAPITAL DE TRABAJO	2008	2009	2010	2011	2012
ACTIVO CORRIENTE	389,438	494,237	557,034	660,977	782,095
(-) PASIVO CORRIENTE	137,286	207,592	220,542	265,610	319,021
(=) CAPITAL DE TRABAJO	252,152	286,645	336,492	395,368	463,075
VARIACIÓN CAPITAL DE TRABAJO		34,493	49,847	58,876	67,707

TABLA N° 18

CÁLCULO VALOR GLOBAL CON FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS									
	31-Dic-09	31-Dic-10	31-Dic-11	31-Dic-12	31-Dic-13	31-Dic-14	31-Dic-15	31-Dic-16	31-Dic-17
UTILIDAD EN OPERACIÓN *	91,754	119,990	145,364	174,170					
(+) Depreciaciones	21,219	15,706	16,295	17,008					
(-) Part.Traba e Imp.Rta	35,109	44,910	53,610	63,479					
(-) Inversión de Reposición	40,000								
(-) Variación de Capital de Trabajo	34,493	49,847	58,876	67,707					
FLUJO NETO DE CAJA	3,371	40,938	49,174	59,993	67,612	76,199	85,876	96,783	109,075
FLUJO DE CAJA DE LA PERPETUIDAD									753,660
FLUJO DE CAJA TOTAL	3,371	40,938	49,174	59,993	67,612	76,199	85,876	96,783	862,735
TASA REAL DE DESCUENTO	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
FACTOR DE DESCUENTO (KpVC)	0.873571	0.763126	0.666645	0.582361	0.508734	0.444415	0.388228	0.339145	0.296267
FLUJO DE CAJA ACTUALIZADOS	2,945	31,241	32,782	34,937	34,396	33,864	33,340	32,823	255,600
VALOR DE LA EMPRESA	\$ 491,928 Vsd								

(*) A la utilidad en operación se le ha descontado los gastos financieros

3.3.2 Valor Global de la empresa

El cálculo del valor de la empresa se basa en el siguiente modelo³⁵

$$VE = Vsd + t \times PE$$

Donde:

VE = Valor Global de la empresa

Vsd = Valor de la empresa cuando no usa deuda

t = Tasa equivalente de Particip. Trabajado e Impuesto Renta, que se calcula como:

$t = \%PL + \%IR(1-\%PL)$, siendo:

$t = 15\% + 25\% (1-15\%)$

$t = 0.3625$

PE = Pasivo total con costo

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

Para disponer de la información del modelo se requiere previamente realizar los siguientes cálculos:

TABLA N° 19

CÁLCULO VALOR ACTUAL ESCUDO FISCAL	
Pasivo a Largo Plazo (PE)	14,660
tasa (t)	0.3625
Valor actual del escudo Fiscal (t*PE)	5,314.25

³⁵ SAENZ FLORES Rodrigo. **Manual de Valoración de Empresas**: Introducción a la Valoración. Agosto 2005

TABLA N° 20

CÁLCULO VALOR ACTUAL DEL PASIVO A LARGO PLAZO	
Pasivo a Largo Plazo (PE)	14,660
Tasa de mercado	14%
Valor Actual de Pasivo a LP	<u>14,660</u>
	1.14
VALOR ACTUAL PASIVO LP	12,860

Nota: La tasa de interés contractual fue de 17% y la de mercado 14%

Los valores calculados para el valor técnico del patrimonio y del valor técnico por acción se presentan en la siguiente tabla:

TABLA N° 21

CÁLCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA Y DE LAS ACCIONES CON FLUJOS DE CAJA

CONCEPTO	VALOR FINAL
Valor de la empresa sin deuda (Vsd)	491,928
Valor actual del escudo Fiscal (t*PE)	5,314
VALOR GLOBAL DE LA EMPRESA (VE)	497,242
Pasivo a Corto Plazo	137,286
Valor Actual del Pasivo a Largo Plazo	12,860
VALOR TECNICO DEL PATRIMONIO (P)	347,096
Acciones en circulación	5000
VALOR TECNICO POR ACCION	69.42
Valor en libros por acción	57.86
Excedente por acción	11.56
% Excedente por acción	20%

3.3.3 Comparativo del valor técnico por acción respecto al valor en libros

El valor por acción es:

TABLA N° 22

	VALOR TÉCNICO POR ACCIÓN	VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN
Va =	<u>Patrimonio Técnico</u> Número de Acciones	<u>Patrimonio Contable</u> Número de acciones
Va =	$\frac{347,096}{5000}$	$\frac{289,295}{5000}$
Va =	69,42	57,86

Excedente por acción	11,56
% Excedente por acción	20%

Una vez obtenido el valor técnico del patrimonio, éste se lo divide para las 5000 acciones que están en circulación, lo que da un valor de mercado de \$ 69,42 por acción. Según la información del Balance General al 31 de diciembre del 2008, el valor por acción es de \$57,86, de manera que se puede esperar un premio por acción de \$ 11,56 equivalente al 20% de excedente por acción.

3.4 Anexos

3.4.1 Precios diarios de cierre de Bonos del Estado



Anexo 5

PRECIOS DIARIOS DE CIERRE EN BONOS DE ESTADO

Año: 2008

FECHA	DECRETO	PRECIO	RENDIMIENTO	PLAZO	INTERES	CUPON	V.NOMINAL \$
10-Ene-08	RESERVADO 21	97.1580	7.25	3,5 - A	6.25	CON	100,000.00
10-Ene-08	RESERVADO 21	97.1646	7.25	3,5 - A	6.25	CON	195,000.00
12-Feb-08	RESERVADO 21	97.2281	7.25	3,5 - A	6.25	CON	10,000.00
27-Feb-08	RESERVADO 21	97.2634	7.25	3,50 - A	6.25	CON	50,000.00
29-Feb-08	RESERVADO 21	97.2682	7.25	3,50 - A	6.25	CON	20,000.00
14-Mar-08	RESERVADO 21	97.3045	7.25	3,50 - A	6.25	CON	50,000.00
24-Mar-08	RESERVADO 21	97.3316	7.25	3,50 - A	6.25	CON	160,000.00
28-Mar-08	1788	98.7894	7.43	6.75 - A	7.00	CON	350,000.00
28-Mar-08	1788	99.0483	7.33	6.75 - A	7.00	CON	350,000.00
28-Mar-08	1788	99.2951	7.25	6.75 - A	7.00	CON	350,000.00
28-Mar-08	RESERVADO 21	97.3391	7.25	3,50 - A	6.25	CON	170,000.00
31-Mar-08	RESERVADO 21	97.3441	7.25	3,50 - A	6.25	CON	200,000.00
02-Abr-08	DCTO. 433	100.0000	7.85	5.50 - A	7.85	CON	61,108.00
04-Abr-08	Decreto LEY 9817	98.5373	8.00	3.00 - A	6.96	CON	9,381,470.00
08-Abr-08	RESERVADO 21	97.3600	7.25	3,00 - A	6.25	CON	9,000,000.00
08-Abr-08	Decreto LEY 9817	98.8844	7.25	3.00 - A	6.96	CON	64,702.00
10-Abr-08	451	99.9860	7.00	4.00 - A	7.00	CON	898,500.00
11-Abr-08	451	99.9861	7.00	2.50 - A	7.00	CON	808,500.00
11-Abr-08	451	99.9861	7.00	3.00 - A	7.00	CON	1,358,000.00
11-Abr-08	451	99.9861	7.00	4.00 - A	7.00	CON	1,358,000.00
14-Abr-08	451	99.9864	7.00	3.50 - A	7.00	CON	1,358,000.00
07-May-08	Decreto LEY 9817	99.9907	6.96	3.00 - A	6.96	CON	25,880.00
20-May-08	Decreto LEY 9817	100.0000	6.96	3.00 - A	6.96	CON	25,880.00
11-Jun-08	Decreto LEY 9817	99.6392	7.25	3.00 - A	6.96	CON	64,702.00
13-Jun-08	Decreto LEY 9817	97.3537	7.00	2.50 - A	5.15	CON	895,904.00
13-Jun-08	Decreto LEY 9817	97.3538	7.00	2.50 - A	5.15	CON	55,984.00
13-Jun-08	Decreto LEY 9817	97.3580	7.00	2.50 - A	5.15	CON	279,970.00
17-Jun-08	Decreto LEY 9817	97.3623	7.00	2.50 - A	5.15	CON	55,994.00
20-Jun-08	Decreto LEY 9817	97.3840	7.00	2.50 - A	5.15	CON	55,994.00
30-Jun-08	Decreto LEY 9817	98.7974	6.00	2.50 - A	5.15	CON	335,964.00

FECHA	DECRETO	PRECIO	RENDIMIENTO	PLAZO	INTERES	CUPON	V.NOMINAL \$
03-Jul-08	DCTO. 433	99.9808	6.75	1.25 - A	6.72	CON	187,500.00
03-Jul-08	Decreto LEY 9817	98.8111	6.00	2.50 - A	5.15	CON	246,374.00
04-Jul-08	Decreto LEY 9817	98.8052	6.00	2.50 - A	5.15	CON	111,988.00
08-Jul-08	GLOBAL 2030	99.9999	10.00	22.50 - A	10.00	CON	500,000.00
30-Jul-08	RESERVADO 21	101.2111	5.75	3.00 - A	6.25	CON	200,000.00
29-Oct-08	Decreto 451	100.9202	6.00	3.60 - A	6.33	CON	927,000.00
07-Nov-08	GLOBAL 2030	41.5000	24.29	22.00 - A	10.00	CON	90,000.00
14-Nov-08	RESERVADO 21	100.5386	6.00	2.30 - A	6.25	CON	1,500,000.00
21-Nov-08	1788	99.3099	7.25	6.75 - A	7.00	CON	240,000.00
24-Nov-08	RESERVADO 21	99.9899	6.25	2.50 - A	6.25	CON	3,000,000.00
24-Nov-08	Decreto LEY 9817	99.1073	6.00	2.50 - A	5.15	CON	223,962.00
25-Nov-08	Decreto LEY 9817	99.1119	6.00	2.50 - A	5.15	CON	5,601.00
25-Nov-08	Decreto LEY 9817	99.1120	6.00	2.50 - A	5.15	CON	33,597.00
26-Nov-08	RESERVADO 21	99.4533	6.50	2.50 - A	6.25	CON	10,000.00
26-Nov-08	Decreto LEY 9817	99.1120	6.00	2.50 - A	5.15	CON	50,390.00
28-Nov-08	DCTO. 433	101.9199	6.25	2.75 - A	7.73	CON	49,996.00
28-Nov-08	RESERVADO 21	100.5287	6.00	2.50 - A	6.25	CON	1,500,000.00
28-Nov-08	Decreto LEY 9817	98.8754	6.25	2.50 - A	5.15	CON	111,981.00
01-Dic-08	RESERVADO 21	100.5266	6.00	2.50 - A	6.25	CON	5,000.00
09-Dic-08	RESERVADO 21	99.4613	6.50	2.50 - A	6.25	CON	40,000.00
11-Dic-08	1788	99.5894	7.15	6.00 - A	7.00	CON	120,000.00
16-Dic-08	Decreto LEY 9817	98.1693	6.00	2.00 - A	4.44	CON	94,566.00
19-Dic-08	1788	98.8172	8.50	1.75 - A	7.00	CON	65,600.00
19-Dic-08	Decreto LEY 9817	98.7576	5.50	2.00 - A	4.44	CON	4,730.00
19-Dic-08	Decreto LEY 9817	98.7577	5.50	2.00 - A	4.44	CON	37,832.00
24-Dic-08	RESERVADO 21	99.9879	6.25	2.50 - A	6.25	CON	3,000,000.00
24-Dic-08	Decreto RESOLUCION20	100.0000	6.50	6.00 - A	6.50	CON	175.000.000.00
24-Dic-08	Decreto RESOLUCION20	100.0000	6.75	7.00 - A	6.75	CON	175.000.000.00

3.4.2 Crecimiento real en ventas

Anexo 6

CRECIMIENTO REAL EN VENTAS AÑO 2005 AL 2008

DATOS	
VENTAS 2005	353,319
VENTAS 2008	638,765
TASA NOMINAL DE CRECIMIENTO EN VENTAS	21.82%
TASA INFLACION PROMEDIO	0.048325
TASA REAL	<u>TASA NOMINAL</u> (1+ i)
TASA REAL	<u>0.21822</u>
	1.0483
TASA REAL	20.82%

TASA NOMINAL CRECIMIENTO

$$i = \sqrt[n]{\frac{C_n}{C}} - 1$$

$$i = \sqrt[3]{\frac{638,765}{353,319}} - 1$$

$$i = \sqrt[3]{1.8079} - 1$$

TASA NOMINAL DE CRECIMIENTO i =	0.21822
------------------------------------	----------------

TASA DE INFLACIÓN PROMEDIA

AÑO	INFLACIÓN
2006	2.87
2007	3.32
2008	8.83
2009	4.31
TOTAL	19.33
INFLACIÓN PROMEDIA	4.8325

3.4.3 Tabla de amortización crédito de \$40.000,00

Anexo 7

CALMIN CIA.LTDA				
TABLA DE AMORTIZACIÓN				
Monto:	40,000	PRESTAMO 2009		
Tasa de interés anual:	14.00%			
Comisión anual:	0.00%			
Plazo, en años:	4			
Pagos por año:	12			
NUMERO PAGOS	CAPITAL REDUCIDO	INTERES X PERIODO	AMORTIZAC. X PERIODO	DIVIDENDO X PERIODO
1	40,000	467	626	1,093
2	39,374	459	634	1,093
3	38,740	452	641	1,093
4	38,099	444	649	1,093
5	37,450	437	656	1,093
6	36,794	429	664	1,093
7	36,130	422	672	1,093
8	35,459	414	679	1,093
9	34,779	406	687	1,093
10	34,092	398	695	1,093
11	33,397	390	703	1,093
12	32,693	381	712	1,093
13	31,982	373	720	1,093
14	31,262	365	728	1,093
15	30,533	356	737	1,093
16	29,797	348	745	1,093
17	29,051	339	754	1,093
18	28,297	330	763	1,093
19	27,534	321	772	1,093
20	26,762	312	781	1,093
21	25,981	303	790	1,093
22	25,192	294	799	1,093
23	24,392	285	808	1,093
24	23,584	275	818	1,093
25	22,766	266	827	1,093
26	21,938	256	837	1,093
27	21,101	246	847	1,093
28	20,255	236	857	1,093
29	19,398	226	867	1,093
30	18,531	216	877	1,093

NUMERO PAGOS	CAPITAL REDUCIDO	INTERES X PERIODO	AMORTIZAC. X PERIODO	DIVIDENDO X PERIODO
31	17,654	206	887	1,093
32	16,767	196	897	1,093
33	15,870	185	908	1,093
34	14,962	175	919	1,093
35	14,043	164	929	1,093
36	13,114	153	940	1,093
37	12,174	142	951	1,093
38	11,223	131	962	1,093
39	10,261	120	973	1,093
40	9,287	108	985	1,093
41	8,303	97	996	1,093
42	7,306	85	1,008	1,093
43	6,299	73	1,020	1,093
44	5,279	62	1,031	1,093
45	4,248	50	1,044	1,093
46	3,204	37	1,056	1,093
47	2,148	25	1,068	1,093
48	1,080	13	1,080	1,093
TOTAL		12,467	40,000	52,467

RESUMEN PAGO INTERÉS Y CAPITAL

PRESTAMO:	40000
TASA:	14%
PLAZO:	4

AÑOS	INTERES	CAPITAL	SALDO
1	5,098.42	8,018.29	31,982
2	3,900.95	9,215.76	22,766
3	2,524.65	10,592.06	12,174
4	942.81	0	0

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1 CONCLUSIONES

El presente proyecto de “Diagnóstico y Valoración de una empresa: caso CALMIN CIA.LTDA” concluye en lo siguiente:

- El desarrollo de la valoración de la empresa permitió elaborar un diagnóstico de la situación actual, y se llegó a conocer cuáles son sus fortalezas como: el conocimiento del negocio y de las competencias, contar con precios competitivos y productos de buena calidad, entre las debilidades, no contar con un plan de marketing, entre sus oportunidades, la posibilidad de diversificar los productos, y por último conocer sus amenazas como la inestabilidad económica actual del país, entre otras.
- En las fechas analizadas la capacidad de pago a corto plazo como la liquidez de la empresa se manejan con indicadores aceptables, pero no es el caso del año 2008 que baja a 2.84, debido a las políticas adoptadas por los socios en decidir la repartición del 40% de sus utilidades a partir del año 2008.
- Al 31 de diciembre del 2008 su nivel de endeudamiento baja al 34% del activo total, debido al cumplimiento de pago ante sus proveedores con el objeto de proveer a sus clientes de un buen stock de inventarios de equipos.
- La empresa CALMIN, en el último año mejora notablemente la rotación de días en su inventario bajando de 118 días a 77 días, según comentarios de la Gerencia, adoptan la política de importar bajo pedido.

- El margen de rentabilidad sobre las ventas se ha mantenido en términos promedio en el tiempo, en el orden del 13%.
- La tasa nominal de crecimiento para las ventas del periodo de flujos de caja detallado fue del 21.82%, en tanto que la tasa real de crecimiento en ventas fue de 20.82% considerando una tasa de inflación de 4.83%, esta tasa de inflación se registro al 31 de diciembre del año 2009.
- La tasa esperada de crecimiento (g) que se empleó en este estudio es del 12.70% y se lo aplica a los flujos de caja de los años 2013 al 2017.
- La tasa de recursos propios (K_e) se la obtuvo de la suma del 9% tasa esperada de rentabilidad que desean los socios, más el 6% de prima por riesgo que es la tasa promedio anual que paga el Estado por sus bonos.
- La tasa de descuento que se empleo para el cálculo del flujo de caja de la perpetuidad es del 14% (K_p)
- La tasa de descuento en valores constantes (K_p) que se utilizó para el cálculo de los flujos de caja actualizado es del 14%
- Los valores técnicos de la acción y del patrimonio, son producto de las variables que se consideran en este modelo, es decir de la tasa de crecimiento en ventas, las tasas de crecimiento de los costos y gastos, el valor de las depreciaciones, la participación de trabajadores e impuesto a la renta, las inversiones de reposición, las variaciones de capital de trabajo, el flujo de caja de la perpetuidad, las tasas de descuentos y el valor actual neto de los flujos de caja proyectados
- Se determinó el valor GLOBAL de la compañía considerándola como una entidad en marcha o en funcionamiento continuo.
- Uno de los factores para determinar el valor global de la empresa es definir el horizonte y para la empresa CALMIN, compañía joven que aún no ha

desarrollado su potencialidad se prevee un crecimiento sostenido hasta que su capacidad instalada lo soporte.

4.2 RECOMENDACIONES

Las recomendaciones que se configuran en el presente estudio de valoración y que se sustenta en el diagnóstico y valoración de la empresa, me permite presentar las siguientes recomendaciones:

4.2.1 Para el caso de vender la empresa

Se recomienda la venta de la empresa partiendo de una base de un valor técnico por acción de US\$ 69,42 y un valor técnico de patrimonio US\$ 347.096,00

4.2.2 Para el caso de que los accionistas decidan mantener la empresa

Si se mantiene la empresa se recomienda a los accionistas tomar en consideración las siguientes sugerencias:

- Desarrollar un plan de marketing y publicidad que amplíe la cobertura masiva de clientes.
- Es conveniente para el desarrollo de la valoración tener variables que sean consensuadas entre las partes para evitar futuras demoras.
- Conformar un departamento financiero que brinde soporte y asesoría técnica en la toma de decisiones gerenciales en la organización.
- Realizar un plan estratégico de ventas y mercadeo con el objeto de aumentar el nivel de ventas, mejorar su imagen corporativa y realizar una mejor gestión en cumplimientos con sus clientes.

- Realizar una mejor planificación de importaciones, para no desabastecer su stock y sobre todo no acumular pedidos a fin de año.
- Contar con un buen nivel de inventario de repuestos de los equipos vendidos.
- Mejorar la organización del departamento de servicio postventa estableciendo políticas de atención, servicio y garantías para los clientes.
- Obtener de las instituciones financieras convenios de crédito para facilitar al cliente diversas formas de pago. (tarjetas de crédito).

BIBLIOGRAFÍA

CARRILLO DE ROJAS, Gladys; Análisis y administración financiera; Corcas Editores; Santafé de Bogotá 1997

ECUADOR; Escritura Pública; Constitución de la empresa CALMIN CIA.LTDA.; Notaria Vigésima Octavo; Quito, noviembre 2004

CALMIN CIA.LTDA; Catálogo de productos; noviembre 2008

GREEN, P& FRANK R; Investigación de mercados; Editorial Limusa; México 1975.

GALLEGOS G, Instrumento de Diagnóstico empresarial IDE, Quito 2008

KOONTZ, Harold; Curso de administración moderna; Editorial Mc Graw Hill; 5ta Edición; México 1998.

PHILIPPATOS, George; Fundamentos de Administración Financiera; Editorial Mc Graw Hill; México: 1979

SÁENZ FLORES, Rodrigo; Manual de Valoración de Empresas; Editorial S. N; Primera Edición; Quito 2005

SÁENZ FLORES, Rodrigo; Manual de Proyectos: Diseño y Evaluación; Editorial S. N; Segunda Edición; Quito, 2006

www.bce.fin.ec

www.gestiopolis.com

www.abanfin.com

www.agronegocio.gov.sv

www.invierta.com

www.safi-software.com.ec